

# جامعة سعد دحلب بالبليدة

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

## مذكرة ماجستير

التخصص: نقود، مالية و بنوك.

تحرير حركة رؤوس الأموال  
و تكييف القطاع المالي العربي

من طرف

هوادف عائشة

أمام اللجنة المشكلة من

الطيب ياسين أستاذ التعليم العالي, جامعة الجزائر, رئيسا

مشرفا ومقررا

طواهر محمد التهامي أستاذ التعليم العالي, جامعة الجزائر

عضوا مناقشا

زكان أحمد أستاذ بمعهد الوطني للتخطيط والاحصاء, الجزائر

عضوا مناقشا

زبييري رابح أستاذ التعليم العالي, جامعة الجزائر

عضوا مناقشا

زعباط عبد الحميد أستاذ التعليم العالي, جامعة الجزائر

البليدة, ديسمبر 2004

## ملخص

يحتوي هذا البحث المعنون بتحرير حركة رؤوس الأموال وتكيف القطاع المالي العربي على أربعة فصول تطرقنا من خلالها إلى ماهية التدفقات الدولية لرأس المال في أول فصل بتبين مفهومها فبداية تعريف هذه التدفقات وإبراز تصنيفاتها وتسجيل حركاتها، ثم ذكر أهم أشكالها المتمثلة في الاستثمار المباشر، الاستثمار في محفظة الأوراق المالية والقروض الخارجية، ثم بعض ذلك تبين الاتجاهات العامة لهذه التدفقات وهذا بالتطرق إلى تطورها والتغيير الذي حدث على نمط التمويل الدولي، كما تم عرض أسباب التدفقات الدولية لرأس المال وأهم الآثار الناجمة عنها. أما الفصل الثاني فخصص لتحرير التدفقات الدولية لرأس المال فبداية تطرقنا إلى التكامل الحاصل في الأسواق المالية مع تبين مظاهر هذا التكامل، والذي هو ناتج عن تحرير التدفقات، كما تم إبراز تعريف حساب رأس المال ثم تطوره من الرقابة عليه إلى توجهه نحو التحرير وكذلك ذكر أهم المزايا والمخاطر الناجمة عن التحرير، ومن ثم مناقشة وضعية القطاع المالي في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال في الفصل الثالث، باستعراض أهم التطورات الحاصلة في القطاع المصرفي من اندماج وتكوين المصارف الشاملة، وكذا بالنسبة لاسواق رأس المال وما يحدث فيها من ترابط و تكامل في العالم المتقدم، كما تم التطرق الى المشاكل التي يعاني منها القطاع المالي بالدول النامية، وما نتج عن التحرير المالي من أزمات مالية مست الأسواق الناشئة وأهمها الأزمة الآسيوية، وتم تخصيص الفصل الرابع لواقع القطاع المالي العربي وتحدياته المستقبلية بعرض واقع القطاع المصرفي والأسواق العربية للأوراق المالية وأهم نقاط الضعف فيها، وأخر التطرق إلى التحديات التي تواجه القطاع المالي العربي في ظل هذه التطورات.

## شكر

نحمد الله العلي العظيم، الذي قدرنا على إتمام عملنا هذا و وفقنا في إنجازة.

نتقدم بالشكر الى أستاذنا المشرف، الأستاذ الدكتور طواهر محمد التهامي، الذي بتوجيهاته ونصائحه كان هذا العمل في صورته الحالية.

انحناءة إجلال وشكر كبير إلى كل طيب جاد علي بصواب الرأي السديد وقادني إلى السبيل الرشيد، إلى كل من أعانني في بحثي هذا، إلى أساتذتي الكرام.

كما أشكر جميع من كان لنا عوناً و مد لنا الدعم و كافة أنواع المؤازرة خلال جميع مراحل إنجاز هذا العمل.

## قائمة الجداول

الرقم	الصفحة
01	تطور اقراض البنوك الدولية النشاط للدول النامية المستوردة للنفط (للفترة: 76-81)
02	المؤشرات الأساسية للديون الخارجية المستحقة على البلدان النامية خلال الفترة: (80-84)
03	تهريب الأموال للخارج و اجمالي انسياب رؤوس الأموال الأجنبية الى الداخل في البلدان المدينة خلال الفترة ( 79-82 )
04	تطور الدين الخارجي المستحق على الدول النامية (87-96)
05	تطور قيمة المنح الموجهة الى الدول النامية
06	التدفقات الرأسمالية الوافدة للدول النامية خلال الفترة (90-98)
07	نسبة اجمالي التدفقات الرأسمالية الوافدة الى الناتج القومي الاجمالي للدول النامية خلال الفترة (90-98)
08	تطور حركة رؤوس الأموال الدولية
09	التوزيع النوعي للتدفقات الوافدة للدول النامية خلال العقود الماضية من القرن الماضي
10	التدفقات المالية الى الدول النامية
11	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر
12	نصيب مجاميع الدول من صافي التدفقات طويلة الأجل في الدول النامية
13	سلوك المؤشرات المالية كوسيلة لإلقاء الضوء على تدفقات رؤوس الأموال
14	أكثر الدول جذبا لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصاديات النامية و دول التحويل
15	صافي التدفقات الرأسمالية الى الاقتصاديات النامية والانتقالية في الفترة: (1997-2000)
16	التقلبات الاستثمار الأجنبي في الحافظة المالية وفي الاستثمارات الأجنبية المباشرة للبلاد النامية خلال الفترة (92-97)
17	رسمة البورصات الدولية في: 1992-12-31
18	بلدان التحول الاقتصادي المختارة: فوارق أسعار الفائدة المصرفية
19	بلدان التحول الاقتصادي المختارة: القروض المشكوك في سدادها

106	تدفقات رأس المال الخاص الأجنبي الى شرق آسيا	20
114	مخلفات الأزمة المالية في بعض البلدان الآسيوية.	21
118	متوسط الحساب الجاري في بعض البلدان الآسيوية قبل الأزمة.	22
119	متوسط النمو من الناتج المحلي الاجمالي	23
126	أهم مؤشرات المصارف العربية.	24
132	رؤوس الأموال و حقوق المساهمين في بنوك البركة التي سيتم دمجها بالمستثمر الدولي .	25
133	متوسط معدل كفاية رأس المال لبعض البلدان العربية في الفترة (1987-1997)	26
135	مؤشرات أسعار الصندوق لأسواق الأوراق المالية العربية مقارنة مع مؤشرات أداء بعض الأسواق المالية العالمية.	27
136	رسملة السوق : القيمة السوقية الاجمالية.	28
139	أحجام التداول في الأسواق المالية العربية.	29
139	عدد الأسهم المتداولة.	30
140	أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي – الربع الأول 2003.	31
150	أوضاع القيود على الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية.	32

## قائمة الأشكال

الرقم	الصفحة
01	اتجاه المعونات من 1990 الى 2000.
02	تغيير اتجاه تدفقات رؤوس الأموال .
03	طريقة التمويل المباشر و غير المباشر في السوق المالي.
04	الوظائف المتعددة للمصارف الشاملة.
05	هيكل التوريد المعتاد للمستحقات الآجلة.
06	أسباب و كيفية حدوث الأزمة المالية.
07	مقارنة القيم المتوسطة خلال دورات الأزمة و اللأزمة .
08	الديون المتفجرة و الالتزامات الخارجية في تايلاندا.
09	الديون المتفجرة و الالتزامات الخارجية في ماليزيا.
10	تطور الحساب الجاري للبلدان الآسيوية.
11	تدفقات رؤوس الأموال نحو دول المنطقة الآسيوية.
12	التدفقات الرأسمالية الخاصة نحو 05 دول آسيوية خلال الفترة ( 1994-1998 ) .
13	مؤشر صندوق النقد العربي.
14	القيمة السوقية لبورصة الجزائر.
15	أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي الربع الأول 2003.
16	تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الصافية نحو المنطقة العربية، متوسط (1996-1997).
17	معدلات النمو عند بعض الدول العربية، متوسط (1996-1997).

## قائمة الملاحق

الصفحة		الرقم
166	أهم عناصر اتفاقية تحرير الخدمات المالية	1
171	أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية، خلال الربع الأول من 2003	2
174	أهم مؤشرات بورصة الجزائر بالأشكال، خلال الربع الأول من 2003	3
176	منهجية حساب مؤشر صندوق النقد العربي	4

## الفهرس

ملخص

شكر

قائمة الجداول والأشكال و الملاحق

الفهرس

12	..... مقدمة
17	.....1. التدفقات الدولية لرأس المال
17	.....1.1. ماهية التدفقات الدولية لرأس المال.
17	.....1.1.1. مفهوم التدفقات الدولية لرأس المال.
17	.....1.1.1.1. تعريف التدفقات الدولية لرأس المال.
18	.....2.1.1.1. تصنيف التدفقات الدولية لرأس المال.
20	.....3.1.1.1. تسجيل حركات رؤوس الأموال.
22	.....2.1.1. أشكال التدفقات الدولية لرأس المال
22	.....1.2.1.1. الاستثمار المباشر.
24	.....2.2.1.1. الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.
25	.....3.2.1.1. القروض الخارجية.
29	.....2.1. الاتجاهات العامة للتدفقات الدولية لرأس المال.
29	.....1.2.1. تطور التدفقات الدولية لرأس المال
30	.....1.1.2.1. الطفرة البترولية.
31	.....2.1.2.1. أزمة المديونية.
36	.....3.1.2.1. اتجاه المعونات.
38	.....2.2.1. التحول في نمط التمويل الدولي.
38	.....1.2.2.1. تطور حجم تدفقات رؤوس الأموال.
39	.....2.2.2.1. التوزيع النوعي لتدفقات رؤوس الأموال.
43	.....3.2.2.1. التوزيع الجغرافي لتدفقات رؤوس الأموال.

45	..... 3.1. أسباب التدفقات الدولية لرأس المال و آثارها
45	..... 1.3.1. أسباب التدفقات الدولية لرأس المال
45	..... 1.1.3.1. عوامل جذب التدفقات الدولية لرأس المال
46	..... 2.1.3.1. عوامل دفع التدفقات الدولية لرأس المال
48	..... 3.1.3.1. أسباب زيادة التدفقات الدولية لرأس المال
49	..... 2.3.1. آثار التدفقات الدولية لرأس المال
49	..... 1.2.3.1. بالنسبة للبلد المصدر لرأس المال
50	..... 2.2.3.1. بالنسبة للبلد المستورد لرأس المال
52	..... 2. تحرير التدفقات الدولية لرأس المال
52	..... 1.2. تكامل الأسواق المالية.
52	..... 1.1.2. ماهية السوق المالية و أهميتها.
53	..... 1.1.1.2. تعريف السوق المالية و أقسامها
55	..... 2.1.1.2. أهمية سوق رأس المال
56	..... 3.1.1.2. ملامح تكامل الأسواق المالية
59	..... 2.1.2. أسباب تكامل الأسواق المالية
62	..... 2.2. تحرير حساب رأس المال
62	..... 1.2.2. الرقابة على رأس المال
62	..... 1.1.2.2. القيود المفروضة على رأس المال
65	..... 2.1.2.2. مبررات فرض الرقابة على رأس المال
66	..... 3.1.2.2. تناقص فعالية الرقابة على رؤوس الأموال
67	..... 2.2.2. التوجه نحو تحرير رؤوس الأموال
67	..... 1.2.2.2. العوامل المؤدية إلى تحرير رؤوس الأموال
68	..... 2.2.2.2. تعريف وشروط تحرير حساب رأس المال.
70	..... 3.2.2.2. إجراءات التحرير المالي.
71	..... 3.2. آثار تحرير أسواق رأس المال على اقتصاديات الدول النامية.
72	..... 1.3.2. مزايا التحرير بالنسبة للدول النامية.

72	..... سد فجوة الموارد المحلية. 1.1.3.2
73	..... التخفيض في حدة المديونية. 2.1.3.2
73	..... الحد من ظاهرة هروب رأس المال. 3.1.3.2
74	..... مخاطر تحرير حساب رأس المال. 2.3.2
74	..... المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال. 1.2.3.2
76	..... مخاطر تعرض البنوك للأزمات. 2.2.3.2
77	..... مخاطر دخول الأموال القذرة. 3.2.3.2
80	..... القطاع المالي في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال. 3
80	..... اتجاهات القطاع المالي المصرفي. 1.3
80	..... تطورات القطاع المصرفي. 1.1.3
81	..... الاندماج المصرفي و الاتجاه نحو الشمولية. 1.1.1.3
87	..... خصخصة المصارف. 2.1.1.3
88	..... الالتزام بمعيار كفاية رأس المال حسب مقررات لجنة بازل. 3.1.1.3
89	..... تنويع النشاط المصرفي و اعادة هيكلة الخدمات المصرفية. 4.1.1.3
93	..... التغييرات الهيكلية في أسواق رأس المال. 2.1.3
94	..... تطور أسواق الأوراق المالية. 1.2.1.3
95	..... تطور أهم البورصات في العالم. 2.2.1.3
97	..... عوامل تطور أسواق الأوراق المالية. 3.2.1.3
100	..... المشاكل التي تواجه القطاع المالي في الدول النامية. 2.3
100	..... ضعف القطاع المصرفي. 1.2.3
100	..... مواطن ضعف الجهاز المصرفي في البلدان النامية. 1.1.2.3
103	..... آثار مشاكل القطاع المصرفي في البلدان النامية. 2.1.2.3
104	..... أهمية أسواق الأوراق المالية بالدول النامية و الصعوبات التي تعاني منها. 2.2.3
105	..... أهمية الأسواق الناشئة. 1.2.2.3
108	..... مخاطر أسواق الأوراق المالية الناشئة. 2.2.2.3
109	..... الأزمات في الأسواق المالية. 3.3
109	..... الأزمة المالية. 1.3.3

109	..... تعريف الأزمة المالية. 1.1.3.3
110	..... أسباب الأزمة المالية. 2.1.3.3
112	..... الأزمة الآسيوية. 2.3.3
112	..... تطورات الأزمة. 1.2.3.3
113	..... أسباب الأزمة الآسيوية. 2.2.3.3
120	..... آثار الأزمة الآسيوية و موقف المؤسسات المالية منها. 3.2.3.3
121	..... الدروس المستفادة من الأزمة الآسيوية. 4.2.3.3
124	..... 4. القطاع المالي العربي.
124	..... 1.4. واقع المصارف العربية.
125	..... 1.1.4. خصائص المصارف العربية.
125	..... 1.1.1.4. المشاكل التي تواجه المصارف العربية.
126	..... 2.1.1.4. أسباب ضعف الجهاز المصرفي العربي.
128	..... 2.1.4. تحديات المصارف العربية.
128	..... 1.2.1.4. أهم التطورات العالمية المؤثرة على المصارف العربية.
129	..... 2.2.1.4. موقع المصارف العربية من التطورات العالمية.
133	..... 2.4. الأسواق العربية للأوراق المالية.
133	..... 1.2.4. واقع الأسواق العربية للأوراق المالية.
134	..... 1.1.2.4. أداء الأسواق العربية للأوراق المالية.
141	..... 2.1.2.4. معوقات تطور الأسواق العربية للأوراق المالية.
143	..... 2.2.4. محاولات الربط بين البورصات العربية للأوراق المالية.
143	..... 1.2.2.4. استراتيجية تطوير و ربط الأسواق العربية للأوراق المالية.
145	..... 2.2.2.4. متطلبات تطوير و ربط أسواق الأوراق المالية العربية.
149	..... 3.2.2.4. سبل الربط بين الأسواق العربية للأوراق المالية.
151	..... 3.4. مسار التحرير المالي العربي.
151	..... 1.3.4. واقع تحرير حساب رأس المال في بعض الدول العربية.
153	..... 1.1.3.4. الشروط اللازمة لتحرير حساب رأس المال.
154	..... 2.1.3.4. متطلبات الوفاء بقابلية التحويل.

156	.....	2.3.4. التحديات التي يفرضها تحرير القطاع المصرفي و المالي على الدول العربية.
156	.....	1.2.3.4. أهم التحديات التي تواجه القطاع المالي العربي.
159	.....	2.2.3.4. إصلاح القطاع المالي.
161	.....	خاتمة.
166	.....	الملاحق.
179	.....	قائمة المراجع.

## مقدمة

إن أهم ما ميز الاقتصاد العالمي خلال العشرية الأخيرة من القرن الماضي حركة للسلع و الخدمات ورأس المال و المعلومات و الأيدي العاملة عبر الحدود الوطنية و الإقليمية، و هذا ما يسمى بتحرير الاقتصاد، و يعود ظهوره الى عقدي الخمسينات و الستينات، عندما تضافرت الجهود لتقليص القيود السياسية المفروضة على التجارة الدولية أعقاب الحرب العالمية الثانية، كما حققت التجارة الدولية في السبعينات مزيدا من التطورات بسبب التدفقات المالية التي ولدت نتيجة تشكيل السوق الأوروبية المشتركة، و بالتوازي مع تحرير وإعادة تدوير رؤوس أموال الشرق الأوسط البترولية الناجمة عن ارتفاع أسعار البترول بشكل كبير، و استمر نمو التدفقات المالية كنتيجة لتفجر أزمة المديونية في الثمانينات.

ويعود التغير في الاقتصاد العالمي خلال هذه الحقبة أساسا الى حركة رأس المال و ليس التجارة في السلع و الخدمات حيث أصبحت حركة رأس المال هي أداة قيادة الاقتصاد العالمي في هذه الفترة نتيجة زيادة رؤوس الأموال الدولية بمعدلات تفوق بكثير معدلات نمو التجارة و الدخل العالميين، فعلى سبيل المثال إن التزايد المالي في الأسواق المصرفية في الفترة ما بين 1980 و 1988 تضاعفت بحوالي 8.5 مرة في دول منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية و تدفق الاستثمارات المباشرة في الخارج بـ 3.5 مرات وكذا التدفق التجاري و الناتج الداخلي الخام العالمي بـ 1.9 مرات و هكذا فإن الاستثمارات المباشرة في الخارج زادت سرعتها بثلاث مرات عن المبادلات التجارية خلال سنوات الثمانينات و هذا ما يبين أهمية وتسريع المبادلات المالية و تطور الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

وظاهرة التحرير المالي بما تعكسه من زيادة حركية في تنقل رؤوس الأموال قد تحمل معها مخاطر عديدة و هزات مدمرة، كما أنها قد تجلب معها فوائد و مزايا تعود بالنفع على الاقتصاد العالمي بشكل عام، و الدول العربية بشكل خاص، لأن نمو هذه الأخيرة أصبح شرطا ضروريا لتحقيق الاستقرار و النمو الاقتصادي العالمي، و من أهم العوامل المفسرة لهذه الظاهرة هو بروز أو صعود الرأسمالية المالية، و كذلك بروز فوائض نسبية كبيرة لرؤوس الأموال، و ظهور الأدوات المالية الجديدة، و كذا التقدم التكنولوجي.

ونتيجة لهذا الوضع الذي يشهده الاقتصاد الدولي، لا بد من اجراءات لازمة للاستفادة منه وخاصة بالنسبة للقطاع المالي وذلك بالقيام باصلاحات من أجل تطويره، حيث يعتبر القطاع المالي بمثابة القلب بالنسبة للاقتصاد القومي، فهو الذي يضخ المال الى مختلف نواحي الحياة الاقتصادية في المجتمع ملبياً لحاجات و متطلبات مختلف القطاعات في الاقتصاد، و لهذا فإن المؤسسات المالية بدورها التقليدية كوسيط مالي بين المدخرين المستثمرين لم يعد قادرا و لا مقبولا وهذا بالنسبة للدول النامية عامة وبالأخص الدول العربية خاصة في ضوء التطورات المصرفية و المالية المعاصرة، لهذا يجب مراعاة هذه التطورات للتعامل والاندماج في الاقتصاديات الدولية و التكيف مع التوجه المالي الجديد.

### أهمية الموضوع

يحظى موضوع التدفقات الدولية لرأس المال بأهمية كبيرة، نظرا لما يقوم به من وظيفة أساسية و هي نقل القوة الشرائية بين الدول، كما تعمل على تسهيل التجارة في السلع و الخدمات، و تساهم في تحويل رأس المال العيني بين الدول.

وتزداد أهمية هذه التدفقات بظهور موجات التحرير المالي، التي تهدف إلى إزالة الحواجز والعراقيل في وجه تحركات رؤوس الأموال الدولية نتيجة التطور التكنولوجي، مما يساهم في توطيد العلاقات بين الأسواق المالية الدولية و التوجه نحو الترابط و التكامل بينها، ولكن رغم ما يحمله التحرير المالي من مزايا و نتائج ايجابية منتظرة من ورائه، الا أن هناك مخاطر و أزمات تنتج من خلاله و الدليل على ذلك الأزمات المالية التي حدثت بالأسواق الناشئة، وهذا راجع للاختلالات الحاصلة في القطاع المالي، و هنا يظهر جليا أهمية سلامة القطاع المالي في تفادي مثل هذه الأزمات.

### أهداف الموضوع

نسعى من خلال هذا الموضوع الوصول إلى الأهداف التالي:

- محاولة إظهار مفهوم تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال التطرق إلى تعريفها وأنواعها الأساسية و اتجاهاتها العامة، و أسباب انتقالها بين الدول.
- محاولة إبراز أهمية ظاهرة التحرير المالي خاصة بالنسبة لما ينجم عنها من تكامل لأسواق رأس المال، و كذلك ما تخلفه من آثار ايجابية و سلبية على اقتصاديات الدول النامية.

- محاولة اظهار مدى التغييرات الطارئة وهذا في ظل التحرير المالي على النظام المالي الدولي و نخص بالذكر الجهاز المصرفي، وأسواق الأوراق المالية، وإظهار واقع القطاع المالي بالدول النامية و خاصة الأسواق الناشئة وما آلت اليه من أزمات مالية.
- محاولة الاطلاع على واقع القطاع المالي العربي و اظهار مدى قدرته على مواجهة التحديات التي يشهدها النظام المالي العالمي.

### مبررات و دوافع اختيار الموضوع

إن سبب اختيار الموضوع هو التغييرات التي شهدتها فترة التسعينات في القطاع المالي العالمي من خلال التكامل الحاصل بين أسواق الأوراق المالية العالمية و اندماج البنوك، و كذلك لتسليط الضوء على القطاع المالي في الدول النامية و خاصة العربية و موقعها من هذه التطورات، و الاجراءات التي لا بد من من انتهاجها حتى تتكيف مع هذه التغييرات المالية العالمية.

### إشكالية البحث

من خلال موضوع البحث والمتمثل في تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية و تكيف القطاع المالي العربي، تبادر الى الذهن طرح عدة تساؤلات، والتي يمكن حصرها في سؤال رئيسي والمتمثل في: « في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال, كيف يمكن أن يتكيف القطاع المالي العربي مع هذه الظاهرة»؟.

و للاجابة عن هذا التساؤل، قسمناه الى الأسئلة الفرعية التالية:

- فيما تتمثل تدفقات رؤوس الأموال الدولية و أنواعها و اتجاهاتها ؟
- ما مظاهر تحرير حرة رؤوس الأموال الدولية و آثارها على اقتصاديات الدول ؟
- ما هي التغييرات الحاصلة في القطاع المالي في ظل التحرير ؟
- ما هو واقع القطاع المالي العربي في ظل التحديات التي تواجهه ؟

### الفرضيات

- النوع المسيطر على تدفقات رؤوس الأموال الخارجية هو الاستثمار الأجنبي المباشر.
- هناك نتائج ايجابية منتظرة من وراء تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية على اقتصاديات الدول النامية.
- يشهد القطاع المالي العربي عدة اصلاحات يمكن من خلالها مواجهة التحديات التي يفرضها النظام المالي العالمي.

## المنهج وأدوات الدراسة المستخدمة

كان المنهج المناسب لهذه الدراسة، المنهج الوصفي حيث تم استعراض بعض جوانب الموضوع من خلال التطرق الى المفاهيم وبعض العناصر التي كان فيها الجانب الوصفي هو الغالب كتعريف التدفقات المالية وأنواعها، كما تم تحليل الأفكار والبيانات في بعض الجوانب الأخرى من الموضوع، ومن أجل إعطاء الموضوع صبغة استقرائية تم جمع إحصاءات و بيانات متعلقة بالأخص الدول العربية، كما تم الاستعانة ببعض البيانات الالكترونية موثقة في مواقع الانترنت و شبكات الاتصال الدولية.

### الدراسات السابقة في الموضوع

- بن ثابت علال, الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد. البحث هو رسالة ماجستير مقدمة لمعهد علوم التسيير بالمدرسة العليا للتجارة, الجزائر, سنة 2003/2002, ودور إشكالية البحث حول تأثير الأزمات المالية وعمليات التجديد على الأسواق المالية.
- سبابو كهينة, ترابط الأسواق المالية وانعكاساتها على بلدان العالم الثالث . البحث هو رسالة ماجستير مقدمة بمعهد العلوم الاقتصادية, جامعة الجزائر, سنة 2001/2000, تدور إشكالية البحث حول أثر الترابط بين الأسواق المالية على بلدان العالم الثالث.

### خطة و هيكل البحث

- لقد تناولنا دراسة هذا الموضوع في أربعة فصول مع مقدمة عامة و خاتمة عامة.
- فخصص الفصل الأول لدراسة تدفقات رؤوس الأموال الدولية من خلال القاء نظرة شاملة عليها، بالتطرق لتعريفها وأشكالها في مبحث أول، والى اتجاهاتها العامة في مبحث ثاني، ثم الى أسباب انتقالها و أهم النتائج المترتبة عنها في مبحث ثالث.
- أما الفصل الثاني، تناول تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية، وذلك من خلال التعرض لتحرير حساب رأس المال في مبحث أول، ثم تكامل أسواق رأس المال و أهميتها ومظاهر تكاملها في مبحث ثاني، و الى آثار تحرير أسواق رأس المال على اقتصاديات الدول النامية من مزايا و مخاطر في مبحث ثالث.
- أما الفصل الثالث، خصصناه لوضعية القطاع المالي العالمي بصفة عامة، و بالدول النامية بصفة خاصة، و ذلك بالتطرق الى اتجاهات القطاع المالي و المصرفي العالمي في مبحث

أول، و أهم المشاكل التي تواجه القطاع المالي بالدول النامية في مبحث ثاني، في حين المبحث الثالث يدرس انعكاسات التحرير على القطاع المالي في الدول النامية و ذلك من خلال الأزمة المالية الآسيوية.

• أما الفصل الرابع، تناول القطاع المالي العربي و تحدياته المستقبلية، أين أظهرنا واقع القطاع المصرفي العربي في مبحث أول، وأوضاع أسواق الأوراق المالية العربية في مبحث ثان، في حين خصص المبحث الثالث للتحديات التي تواجه القطاع المالي العربي في المستقبل.

أما في الخاتمة فقدمنا خلاصة عامة عن الموضوع و أهم النتائج المتوصل إليها.

## الفصل 1

### التدفقات الدولية لرأس المال

لقد أثارت زيادة التدفقات الدولية لرأس المال إهتمام الكثير من الإقتصاديين بسبب إنعكاساتها على الإقتصاديات المحلية, ولأهميتها في برامج التنمية الإقتصادية لدى معظم الدول النامية خاصة تلك التي تتسم ببيئة إقتصادية قادرة على جذب التدفقات المالية من الخارج.

وسوف نحاول من خلال هذا الفصل الذي يدرس التدفقات الدولية لرأس المال التطرق إلى المباحث التالية : فالمبحث الأول يتناول ماهية التدفقات الدولية لرأس المال من خلال التعريف بهذه التدفقات , تصنيفها وتسجيل حركتها وأهم أشكالها, أما المبحث الثاني فيبين الإتجاهات العامة لتدفقات رؤوس الأموال من خلال دراسة التطورات الطارئة عليها من حيث الحجم, التوزيع النوعي والجغرافي لهذه التدفقات, في حين المبحث الثالث يبين أسباب هذه التدفقات وأهم النتائج وهذا بالنسبة للبلد المصدر لرأس المال والبلد المستورد.

#### 1.1. ماهية التدفقات الدولية لرأس المال

يعد رأس المال أحد عوامل الإنتاج الرئيسية الذي يمكن من خلاله استثمار الموارد الإقتصادية المختلفة وسنحاول من خلال هذا المبحث تعريف التدفقات الدولية لرأس المال و تبيين أهم أشكالها .

#### 1.1.1. مفهوم التدفقات الدولية لرأس المال

تعتبر التحركات الدولية لرأس المال بأنها تحركات الأموال من إحدى الدول إلى دولة أخرى بهدف شراء الأصول من الدولة الثانية, و لهذه التدفقات المالية أصناف مختلفة , كما يتم تسجيل حركتها حسب وضعيتها في ميزان المدفوعات .

#### 1.1.1.1. تعريف التدفقات الدولية لرأس المال

يتم إنتقال رؤوس الأموال الدولية نتيجة لتوزعها بصورة متفاوتة بين الدول , و تعتبر عملية تقليل هذا التفاوت من صلب مهمات النظام النقدي الدولي .

يمكن تعريف حركة رؤوس الأموال الدولية على أنها المرونة التي تستجيب بها حركات رأس المال للتغيرات في معدلات العائد في الدول المختلفة [1] ( ص : 335).

ويتم وصف حركة رأس المال بأنها عالية إذا تولد عن تغير معين في أسعار الفائدة النسبية عبر الدول تدفق دولي كبير في رأس المال , و يوصف حركة رأس المال بأنها " كاملة " إذا تولد عن أي إختلاف مهما كان صغيرا بين أسعار الفائدة المحلية و الأجنبية تدفق هائل لرأس المال بحيث يؤدي و في الحال إلى زوال ذلك الإختلاف في أسعار الفائدة , وفي ظل هذه الأوضاع ستكون أسعار الفائدة في البلدين متطابقة دائما , و يشترط لكي تكون حركة رأس المال كاملة أن ينظر المستثمرون إلى الأصول المحلية و الأجنبية على أنها بدائل كاملة.

وتكمن أهمية التدفقات الدولية في نقل القوة الشرائية بين الدول بحيث تخصص للمناطق ذات الطلب الأكبر, كما تساعد في تسهيل التجارة في السلع و الخدمات , و تساهم في تمويل تحويلات رأس المال العيني بين الدول.

وتتميز تحركات رأس المال بأن يكون إلتزاما على الدولة التي تتلقى رأس المال بأن تقوم بتسديد أقساط وفوائد الدين الخارجي, وهذه تنساب في إتجاه عكس حركة رؤوس الأموال الأصلية و تتطلب تحويلا مقابلا من السلع والخدمات الحقيقية يمكن أن تنم عن طريق فائض من الصادرات [2] ( ص: 95).

ويتم تحفيز تحركات رؤوس الأموال من خلال تواجد الاختلافات في العوائد المتوقعة على رأس المال , حيث تميل القروض إلى التحرك نحو الدول حيث تكون معدلات الفائدة بها أعلى مع الأخذ في الإعتبار الإختلافات في درجة المخاطرة , و سيبحث المستثمر عن المناطق التي يكون فيها معدل العائد أقصى ما يمكن بالنسبة لدرجة معينة من المخاطر.

وبصفة عامة, يرتبط وفرة رأس المال للبلد بحجم الموارد الإقتصادية المتاحة و حجم الإنتاج ودرجة منافسته في الأسواق العالمية [3] ( ص : 45).

### 2.1.1.1. معايير تصنيف التدفقات الدولية لرأس المال

يمكن التمييز بين أربعة معايير تصنيف رئيسية لحركة رؤوس الأموال الدولية و هي: [3]

(ص: 46-47)

### - رأس المال النقدي, رأس المال العيني

إن هذه المقابلة بين نوعي رأس المال المتدفق دولياً إنما يعكس مرحلتين يمر بها التدفق, الأولى هي مرحلة التدفق الحالي (المؤقت), وهو الشكل النقدي لرأس المال المتمثل في العملات التي من شأنها تحقيق تراكمات رأسمالية تستخدم في توسيع الطاقة الإنتاجية, والثانية هي مرحلة التدفق النهائي التي تتبع سابقتها وتتمثل بتحويل النقود إلى سلع وخدمات بشكل نهائي وهو ما يطلق عليه برأس المال العيني, وقد يحصل تطابق بين هذين النوعين من رأس المال كما في حالة القرض البضاعي حينما يحصل البلد المقترض على قروض عينية (سلعة و مقيمة نقدياً).

### - رأس المال الإنتاجي, ورأس المال النقدي (التسليفي)

نعني برأس المال الإنتاجي هي التدفقات التي تبحث عن فرص استثمارية مواتية كالاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة, أما رأس المال التسليفي, فهو يمثل في القروض الخارجية التي يحصل عليها البلد من المصادر الخارجية المختلفة كالحكومات والأسواق المالية و تستخدم هذه الأموال عادة لتمويل الإستيرادات الإنتاجية.

### - رأس المال طويل الأجل, و رأس المال قصير الأجل

حيث تتمثل رؤوس الأموال طويلة الأجل في التدفقات الرأسمالية بين الدول لمدة تزيد عن السنة, كالاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمار بالسندات [4] (ص : 9), ويتوقف دورها على المتغيرات النسبية في أسعار الصرف وعلى البحث على تحقيق الأرباح , ولذا يعرف هذا النوع من التدفقات الرأسمالية بأموال مخاطرة نظراً لعدم التأكد من ربحيتها في المستقبل البعيد, أما رؤوس الأموال قصيرة الأجل فهي التدفقات الرأسمالية لفترة أقل من سنة كالودائع و الكمبيالات التجارية والأسهم والعملات [4] (ص : 9), وتشمل كذلك إنتقال الثروات على هيئة أوراق مالية قصيرة الأجل عبر الحدود الإقليمية مثل إستثمار حصيلة الصادرات في سندات أوروبية قصيرة الأجل التي تعتمد بدورها على معدلات الفائدة المتوقعة ومخاطرة الصرف المصاحبة لتلك العمليات, و تساهم التجارة بدور هام في إتساع حجم المعاملات الرأسمالية قصيرة الأجل مثل قروض المصدرين ولعل أهم ما يميز رؤوس الأموال هذه هو سيولتها الفائقة مقارنة برؤوس الأموال طويلة الأجل , لذا يطلق عادة على هذا النوع من التدفقات الرأسمالية بالنقود الساخنة "HOT MONEY".

## - رأس المال الحكومي، ورأس المال الخاص

بالنسبة لرأس المال الحكومي، تتولى السلطات العامة تصديره بشكلية الإنتاجي أو التسليفي كما هو في حالة القروض الرسمية، أو المساعدات الإنمائية الرسمية، أما رأس المال الخاص فيتمثل في حالة قيام مؤسساته خاصة (كالبنوك والشركات) بإستثمارات خارجية أو في حالة القروض الخارجية المصرفية، و تتم حركة رؤوس الأموال الخاصة غالباً من أجل تحقيق ربح أو تفادي خسارة (مثال ذلك شراء وبيع أسهم) [5] ( ص: 261).

### 3.1.1.1. تسجيل حركات رؤوس الأموال

و يتم تسجيل حركات رؤوس الأموال المتدفقة بين البلد و بقية العالم في حساب الرأس المالي والمالي لميزان المدفوعات و يتضمن هذا الحساب فئتين رئيسيتين [6] ( ص : 12).

أ- الحساب الرأسمالي :

- تحويلات رأسمالية .

- إكتساب أصول غير مالية و غير منتجة .

ب- الحساب المالي :

- صافي الإستثمار المباشر .

- صافي إستثمار المحفظة .

- صافي استثمار آخر:

- قروض وإئتمانات تجارية.

- استخدام إئتمانات الصندوق و قروض من الصندوق.

- أصول احتياطية:

- الذهب الدولي .

- حقوق السحب الخاصة.

- وضع الاحتياطي لدى الصندوق.

- مستحقات أخرى .

وتستبعد من تدفقات الأصول الاحتياطية تلك الأصول التي لا تعزى إلى معاملات و هذا طبقاً

للطبعة الخامسة للدليل من معهد صندوق النقد الدولي.

وهكذا فإن تغيرات التقييم الناجمة عن تقلبات أسعار الصرف, ونشوء أصول احتياطية جديدة ( تنقيد الذهب أو تخصيصات حقوق السحب الخاصة ) تعتبر غير متضمنة في البيانات الخاصة بالتدفقات وتظهر هذه البنود في وضع الإستثمار الدولي ( بيانات الأرصدة ) [6] ( ص : 13).

ويكون رصيد الحساب الرأسمالي والمالي في ميزان المدفوعات البلد, موجبا وهذا في حالة وجود رصيد مدين عن الحساب الجاري, ويكون سالبا في حالة وجود رصيد دائن عن الحساب الجاري [5] ( ص : 216).

فتعتبر صادرات رؤوس الأموال بنودا تقيد في الجانب المدين أو الخصوم لميزان المدفوعات, في حين تعتبر واردات رؤوس الأموال بنودا تقيد الدائن أو جانب الأصول [7] ( ص : 362).

وهكذا يتم تقبيد رؤوس الأموال الدولية على الطريقة التالية : فالقروض الرأسمالية الأجنبية, وأقساط سداد القروض الرأسمالية الوطنية بالخارج و كذلك الاستثمارات التي يأتي الأجانب لإقامتها برؤوس أموالهم ومباشرة أعمالا تسجل جميعا في الجانب الدائن في حساب رأس المال لأنها تمثل أرصدة من العملات الأجنبية تتدفق إلى داخل البلد .

والعكس فإن جميع هذه التدفقات الرأسمالية إلى خارج البلد تقيد في الجانب المدين في ميزان حساب رأس المال [8] ( ص : 208).

ونجد كذلك, عندما يتم تصفية الاستثمارات الوطنية في الخارج فإن النقود التي يتسلمها المستثمرون تمثل تدفق رؤوس الأموال للداخل بالنسبة للبلد, وبالعكس تمثل تصفية الاستثمارات الأجنبية في البلد تدفق رؤوس أموال للخارج بالنسبة لهذا البلد.

والقاعدة العامة هي أن أي معاملات يترتب عليها تحقيق متحصلات أو مقبوضات من الخارج تقيد في الجانب الدائن كالقروض الأجنبية إلى البلد والعكس أن أية معاملات يترتب عليها القيام بمدفوعات إلى الخارج تقيد في الجانب المدين كالقروض الوطنية للأجانب.

وبطريقة أخرى يمكن النظر إلى تدفق رؤوس الأموال للخارج فهو يحدث: [5] ( ص : 256)

- ❖ عندما تزداد الحقوق المالية للمقيمين على الأجانب.
  - ❖ عندما تنقص الالتزامات المالية التي على المقيمين للأجانب.
- وبعبارة أخرى فتدفق رؤوس الأموال للخارج يجعل البلد دائنا دوليا بصورة أكبر , أو مدينا دوليا بصورة أقل عن ذي قبل.
- ومن جهة أخرى, فتدفق رؤوس الأموال للداخل يحدث :
- ❖ عندما تنقص الحقوق المالية التي للمقيمين على الأجانب.
  - ❖ عندما تزداد الالتزامات المالية التي على المقيمين للأجانب.
- وبتدفق رؤوس الأموال للداخل يجعل البلد دائنا دوليا بصورة أقل أو مدينا دوليا بصورة أكبر عن ذي قبل.

### 2.1.1. أشكال التدفقات الدولية لرأس المال

تعتبر حركات رؤوس الأموال حسب صندوق النقد الدولي أنها :

" العمليات التي تؤدي إلى تغيير الممتلكات المالية الخارجية لاقتصاد ما ", وتتمثل هذه الممتلكات في إحتياطات رسمية من عملات أجنبية, ذهب وحقوق سحب خاصة, وضعية البلد اتجاه صندوق النقد الدولي, وحقوق المقيمين من بنوك ومؤسسات خاصة اتجاه الخارج [9] ( ص :

107).

أما بالنسبة لأشكال التدفقات فإن الباحثان " بوزورث و كولينز " يفرقان بين ثلاثة أنواع من التدفقات وهي [10] ( ص: 7 ) : الاستثمار الأجنبي المباشر, استثمار محافظ الأوراق المالية والتدفقات المالية الأخرى(أساسا القروض المصرفية).

#### 1.2.1.1. الإستثمار المباشر

##### تعريف الإستثمار المباشر

وهو الذي يسلتزم السيطرة على المشروع و يأخذ هذا الإستثمار شكل إنشاء مؤسسة من قبل المستثمر وحده أو بالمشاركة المتساوية أو غير المتساوية , كما أنه يمكن بأخذ شكل إعادة شراء كلي أو جزئي لمشروع قائم [11] ( ص : 11).

والإستثمار المباشر هو الأداة الرئيسية لنشوء و نمو المشروعات متعددة الجنسيات, إذ تعد الشركات المتعددة الجنسيات الوسيلة الرئيسية التي يجري من خلالها أغلب الإستثمار الأجنبي المباشر [6] (ص:35).

وفي هذا الصدد يعرف فرنون "VERNON" الشركة متعددة الجنسيات بأنها " المنظمة التي يزيد رقم أعمالها أو مبيعاتها السنوية عن 100 مليون دولار والتي تمتلك تسهيلات أو فروعاً إنتاجية في ست دول أجنبية أو أكثر [12] ( ص : 375).

ويرى هود HOOD وينج YOUNG أن الشركة متعددة الجنسيات هي تلك الشركة التي تمتلك وتدير مشروعات إستثمارية في أكثر من دولة أجنبية [12] ( ص : 375).

### خصائص الشركات المتعددة الجنسيات

وأهم الخصائص التي تتميز بها الشركات متعددة الجنسيات [7] ( ص ص : 244 – 245):

- أنها تخضع هذه المجموعة من الشركات بشكل كبير و موحد للرقابة المباشرة من الإدارة العليا الكائنة بالمركز الرئيسي فتعتبر هذه الخاصية و هي " وحدانية المراقبة " مهمة كذلك بالنسبة للإستثمار الأجنبي المباشر [13] (ص : 47).
- إنها تمارس الشركات المتعددة الجنسيات نشاطها في عدد من الأسواق المتباينة جغرافيا و بالتالي تتأثر بعوامل متعددة , سياسية و تسويقية و ثقافية نتيجة إختلاف النظم السياسية و القانونية و الحضارية في دول العالم المختلفة المضيفة لفروع الشركة الأم .
- إنها تنتم تواجد قدر كبير من الإعتماد المتبادل بين مساهمات رؤوس الأموال لهذه المجموعة الشركات المكونة للشركة متعددة الجنسيات .

ويتفق كل من باري "Parry" و كيفز "Caves" مع هود وينج , بأن الإستثمارات الأجنبية المباشرة مرتبطة إرتباطاً وثيقاً بمدى توفر بعض المزايا أو الخصائص لدى الشركة تعددة الجنسيات أو الإستراتيجيات التي تتوفر عليها مقارنة مع نظيرتها الوطنية في الدول المضيفة, وهذا يعني أن الدافع لقيامها بالإستثمار في الخارج هو تمتعها بميزة إحتكارية بدليل أن هذه الشركات هربت من المنافسة الكاملة في الأسواق الوطنية بالدول الأم و إتجهت للإستثمار نحو أسواق الدول النامية وهذا راجع لبعض أو كل الحالات التالية [12] ( ص : 194 ) :

- وجود فروقات جوهرية في منتجات و كذا توافرها على مهارات إدارية و تسويقية و إنتاجية لهذه الشركات بالمقارنة مع الشركات الوطنية المضيفة .

- توفر كبر حجمها و قدرتها على الإنتاج بحجم كبير, أو تفوقها تكنولوجيا.
- تشدد إجراءات و سياسات الحماية الجمركية في الدول المضيفة ينشأ بصعوبة التصدير لهذه الدول و من ثم تصيح الإستثمارات الأجنبية المباشرة الأسلوب الأفضل لغزو الأسواق.
- قيام حكومات الدول المضيفة بمنح إمتيازات و تسهيلات جمركة و ضريبية و مالية لهذه الشركات كوسيلة جذب رؤوس الأموال الأجنبية [12] ( ص : 394).

### 2.2.1.1. الإستثمار في محفظة الأوراق المالية

#### تعريف الإستثمار في محفظة الأوراق المالية

ويتمثل هذا نوع من الإستثمار في عمليات شراء الأصول المالية بهدف تحقيق عائد يفوق مستويات المخاطر التي يتعرض لها, ويختص هذا الإستثمار في شراء السندات الدولية طويلة الأجل سواء كانت في شكل سندات حكومية أو سندات تصديرها الشركات [15] (ص : 10), و يشمل هذا الإستثمار أيضا عمليات شراء الأسهم الدولية ونجد بأن هذا النزاع من الإستثمار لا يولد حقوقا للرقابة على الحكومات و الشركات التي قامت بإصدار الأسهم أو السندات [7] (ص: 139), فليس من أهدافه السيطرة على السلطة الإقتصادية أو الإدارة في المشروع بل إنه نشاط يهتم فقط بالعائد والمضاربة [16] ( ص : 05).

ويتم غالبا التعامل في الأسواق المالية من خلال هذه النوعية من الإستثمار, فالمستثمر الأجنبي هنا هو أساسا دائئا و يريد توظيف رأسماله في مختلف المشاريع لمختلف الدول و القصد هو تحقيق الربح عن طريق العائد المباشر و المضاربة على قيمة الأصول [17] (ص : 16).

#### عناصر إتخاذ قرارات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

وتتوقف قرارات الإستثمار في محفظة الأوراق المالية بعدد من العناصر منها [7] (ص : 239):

#### ● معدلات العائد المتوقعة

والمتمثلة في إيرادات أسعار الفائدة التي يلزم بدفعها الأصل المالي, والربح أو الخسارة الرأسمالية المتوقعين بنتيجة لإرتفاع أو إنخفاض السعر السوقي للأصل, والخسارة أو الكسب المتوقعين نتيجة للتغيير في سعر الصرف.

### • المخاطر التي تواجه مالك الثروة

والمتمثلة في خطر الإحتمالات عدم السداد من جانب الجهة المصدرة للسندات, خطر تقلبات سعر الصرف التي تتم في غير صالحه, ثم خطر المناخ السياسي نتيجة قرض الحكومة لقيود تحد من انتقال رؤوس الأموال الأجنبية أو تجميدها.

### • مقابلة الخطر بالعائد المتوقع

وهو أن صاحب الثروة يفضل الحصول على أعلى عائد متوقع عند أقل مستوى ممكن من الخطر لأن عند إمكانية الحصول على عائد أعلى يعوضه على المخاطر التي من المحتمل التعرض إليها.

ولهذا على الدولة الراغبة في اجتذاب رؤوس الأموال إلى الداخل أراضيها فمن الضروري لها توفير سوق مالي متقدم يتداول فيها الأوعية المالية كالأسهم والسندات وعلى الدولة إتباع سياسات على المستوى الكلي حيث تسعى في المقام الأول إلى رفع معدلات الفائدة بشكل أكبر من مستوياته في الدول الأخرى, وتقليل المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات المالية في هذه الدولة, وزيادة معدلات العائد المتوقع على هذه الاستثمارات كما يجب عليها تحسين المناخ الإستثماري و إلغاء الحواجز التي تقف حجر عثرة في وجه تدفق رؤوس الأموال في المجالات التي تقتربها محفظة الأوراق المالية [7] ( ص ص : 240 – 241).

### 3.2.1.1. القروض الخارجية

إن القروض الدولية تعتبر من بين أهم التدفقات الدولية لرأس المال و تختلف مصادرها فإما أن تكون خاصة, أو من مصادر حكومية أي عامة, أو من منظمات تمويلية دولية مثل: البنك الدولي للانشاء والتعمير والمؤسسات التابعة له وكذلك صندوق النقد الدولي [8] (ص : 208).

### تعريف القروض الخارجية

ويقصد بالقروض الخارجية بأنها : " تلك المقادير النقدية والأشكال الأخرى من الثروة التي تقدمها منظمة حكومية قطر لقطر ضمن شروط معينة ينفق عليها الطرفان" [18] (ص : 68).

### أنواع القروض الخارجية

وتأخذ القروض الخارجية أشكالاً متعددة ومعايير مختلفة منها [18] (ص ص: 69-73):

## أ- أنواع القروض الخارجية حسب طول فترة السداد

وهي على ثلاثة أنواع:

### \* القروض الخارجية طويلة الأجل

سدادها أكثر من خمس سنوات, سواء بالنقد الأجنبي أو بالسلع والخدمات وتشتمل:

#### - القروض العامة

وهي القروض العائدة إلى الحكومات والبنوك المركزية في الأقطار النامية ذات الفائض في موازين مدفوعاتها.

#### - القروض المضمونة علنا

وهي القروض العائدة إلى الشركات الخاصة, يحصل عليها المقترض الخاص بحيث تكون مضمونة السداد بوساطة عامة (كالحكومات والمؤسسات الرسمية).

#### - القروض الخاصة غير المضمونة

وهذه لا تكون مضمونة السداد كالسابقة.

### \* القروض الخارجية متوسطة الأجل

والتي تكون مدتها أكثر من سنة أو أقل من خمس سنوات.

### \* القروض الخارجية قصيرة الأجل

ويكون أجل سدادها خلال فترة سنة واحدة أو أقل.

## ب- أنواع القروض الخارجية حسب طبيعتها (إستخداماتها)

وتتمثل في:

### \* القروض الخارجية للأغراض الإقتصادية

وتستخدم لأغراض عملية التنمية الإقتصادية في الأقطار النامية.

### \* القروض الخارجية للأغراض الإستهلاكية

وتكون هذه القروض مخصصة لمواجهة الزيادة في الطلب الإستهلاكي من قبل البلد المقترض وتكون على شكل قروض عينية أو نقدية.

### \* القروض الخارجية للأغراض العسكرية

وتستخدم هذه القروض في حالة ما إذا كان البلد متأهب لدخول حرب وشيكة, أو فعلا دخل فيها, وهي بذلك لا تحقق أي مردود إقتصادي لان مجال إستخدامها غير إنتاجي.

### ج - أنواع القروض الخارجية حسب شروط تقديمها

تختلف القروض الخارجية من حيث درجة المشروطة وهي على نوعين :

#### \* القروض الميسرة

والتي تتميو بطول فترة إستخدامها وبفترة سماح وبانخفاض معدلات الفائدة المترتبة عليها, وتتمثل بالقروض الرسمية.

#### \* القروض الصعبة

وتتميز بقصر فترتي الإستحقاق والسماح وإرتفاع معدلات الفائدة ومصادرهما تكون في الغالب من المصادر الخاصة كالبنوك التجارية .

### د- أنواع القروض الخارجية حسب مصادرهما

وتكون القروض ذات مصدرين إما رسمية أو خاصة :

#### \* القروض الرسمية

والتي تكون مقدمة من طرف حكومات بلدان الفائض والهيئات والوكالات الرسمية وتكون في الغالب بشروط ميسرة, وتقدم على هيئة قروض نقدية أو من خلال إتفاقيات وهي تنقسم إلى نوعين:

#### - القروض الثنائية

ويتم التعاقد عليها بين البلد الراغب بالإقتراض وحكومة البلد المانح بشكل رسمي, وغالب ما تسود عملية تقديم هذه القروض إعتبرات سياسية قد تغلب على الإعتبرات الإقتصادية كأن يتوجب على البلد المقترض أن يمنح تسهيلات عسكرية للبلد المقرض والإعتمادات التي تقدمها المنظمات والهيئات المانحة لها, فغالبا ما تعكس هذه الشروط وجهة نظر للبلدان الأم التي تضم تلك المنظمات كالبنك الدولي للإعمار والتنمية وصندوق النقد الدولي, ويعد البنك الدولي من المنظمات المالية الدولية المهمة التي قدمت الكثير من القروض الخارجية للبلدان النامية و منها العربية لفترة طويلة.

فالبنك الدولي يقوم بمنح قروض متوسطة وطويلة الأجل وعلى الأخص الأخيرة، وتتميز قروض البنك الدولي على العموم بمدة سماح قدرها 05 سنوات ويتم إستردادها على مدى 20 سنة، ونجد بأن هذه القروض سواءا كانت بشروط تجارية ميسرة فإن معظمها عرضة إقامة المشروعات والباقي (حوالي الربع) تمويل برامج الإصلاح الهيكلي [19] (ص ص : 98 – 99).

### - القروض المتعددة الأطراف -

والمتمثلة في قروض المصدرين وهي عبارة عن مؤسسات تمويلية تنشأها بعض البلدان الرأسمالية المتقدمة لتشجيع صادراتها من خلال تقديم قروض وتسهيلات تمويلية للبلدان المستوردة المدينة، ونذكر من هذه المؤسسات بين الإستيراد والتصدير الأمريكي، وبنك الإستيراد والتصدير الياباني .

### \* القروض الخاصة

وهي ذات مصادر خاصة، وتكون في العادة هذه القروض قصيرة الأجل وذات معدل فائدة مرتفع، وبالرغم من أعباءها المترتبة عنها لكنها تعد من المصادر الهامة لتمويل العديد من البلدان وخاصة المثقلة بالديون لأنها بحاجة لتمويل مشاريعها الإنمائية، أو بسبب عدم كفاية القروض الممنوحة من المصادر الرسمية و من أهم أنواعها [18] ( ص : 73 ) :

### - قروض المصدرين

وتقدمها الشركات وكبار المصدرين لتوريد السلع والخدمات إلى البلدان المدينة بشرط أن تكون مضمونة من قبل الحكومات، وبمدة سداد لا تتجاوز مدة 05 سنوات، و يتم تحديد معدل الفائدة حسب أسعار الفائدة السائدة في الأسواق المالية العائدة للبلد المانح.

### - قروض البنوك التجارية

وهي تسهيلات مصرفية تقدمها البنوك التجارية الأجنبية لتمويل العجز في البلدان المدينة ، و تتميز بقصر آجال سدادها.

### هـ- أنواع القروض الخارجية حسب محتواها

وتأخذ هذه القروض شكلين مختلفين بالنسبة للمحتوى وهما:

### \* قروض النقدية

وهي في شكل مبالغ نقدية يحصل عليها البلد من مصادر مختلفة وعادة ما تكون بالعملات الأجنبية الدولية .

### \* قروض السلعية

وهي تدفقات من السلع يحصل عليها الطرف المستفيد, حيث يمكن تسديدها بالإنتاج أيضا على شكل بضائع عند بدء المشروع بالإنتاج و بالعملة المحلية .

## 2.1. الاتجاهات العامة لتدفقات رؤوس الأموال

لقد اتخذت التدفقات الدولية لرأس المال أشكالا متعددة , كما عرفت زيادة بين فترة و أخرى, و انحصرت التدفقات المالية الخاصة في عدد من الدول النامية , و الجزء الأكبر منها اتجه نحو البلدان ذات الأسواق الناشئة التي كانت تتمتع بمعدلات نمو اقتصادي مرتفعة نسبيا و من خلال هذا المبحث سوف نبين الاتجاه العام لهذه التدفقات .

### 1.2.1. تطور التدفقات الدولية لرأس المال

عرفت تدفقات رؤوس الأموال تطورات بعد الحرب العالمية الثانية, فخلال سنة 1945 تميزت بتعرضها لضغوط مختلفة منها الضغوط السياسية بسبب أن العالم آنذاك كان مقسما إلى مستعمرات وضغوط تقنية راجعة إلى شروط النقل التي لم تكن تشمل بنقل كتل إقتصادية حقيقية على مساحات واسعة ما عدا المنتجات الزراعية وضغوط إقتصادية نتيجة للحواجز الجمركية والتي أصبحت عائقا أمام المبادلات بسبب أنظمة الإنتاج التي تنظمها قواعد وشروط محلية وعالمية لأنه تم تعميم سياسة مراقبة الصرف, وهذه التدفقات المالية كانت مكونة أساسا من إستثمارات المحفظة التي كانت تهدف إلى الحصول على مردودية تمكن الإقتصاديات الناضجة مثل بريطانيا من تعويض العجز التجاري بواسطة الفائض في ميزان رؤوس الأموال [20] (ص : 137).

أما بالنسبة للتدفقات رؤوس الأموال العربية فقد إهتمت الأقطار العربية بتنظيم إنتقال هذه التدفقات وهذا منذ قيام جامعة الدول العربية, وذلك من أجل توطيد التعاون الإقتصادي فيما بينها, وإرساء أسباب التكامل ولإنجاز هذه المهمة إتبعته الدول العربية أسلوبيين متكاملين, فالأول يعبر عن التضامن الجماعي العربي, والذي تمخضت عنه إتفاقية مدفوعات المعاملات الجارية وإنتقال رؤوس

الأموال والتي أبرمت عام 1953, أما الأسلوب الثاني فيتطلع على إنجاز مهام الوحدة العربية فتولد عنه إتفاقية الوحدة العربية وقرار السوق العربية المشتركة [21] (ص : 15).

فعلى المستوى العالمي شهدت الفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية تغيرات عميقة تمثلت في إنهاء نظام بروتن وودز الذي نجم عنه فقدان نظام النقد الدولي المؤسس لقواعد بروتن وودز, سيطرته في مجال السيولة الدولية, ومنذ ذلك التاريخ لم يكن من قبيل المصادفة أن ينمو ما يسمى بسوق العملات الأوروبية التي أصبحت تمثل منذئذ أهم مصدر لخلق تلك السيولة . كما حدث لها تغيير مهم من خلال إرتفاع أسعار النفط عالميا والتي كانت سببا في نشوء أزمة المديونية العالمية حيث زادت سرعتها منذ حوالي سنة 1982. [16] (ص : 46)

### 1.1.2.1. الطفرة البترولية

تميز عقد السبعينات بحدث عالمي تمثل في إرتفاع أسعار النفط وهذا من خلال طفرتين سعريتين فالأولى في عام "1973 - 1974" والثانية في عام "1979 - 1980" وهو ما خلق مشكلة الفوائض المالية النفطية, وقد وفرت هذه الأموال أحد الأسس الهامة التي قامت عليها ظاهرة الإقراض الهستيرية التي حدثت خلال هذه الفترة عن طريق البنوك الأجنبية التي حرصت على تعبئة هذه الفوائض وإعادة إقراضها لدول العجز المالي ( ظاهرة إعادة تدوير الفوائض ), وقد تحركت شبكة البنوك التجارية الدولية النشاط ومعها المنظمات الدولية المالية (البنك الدولي, صندوق النقد الدولي) للإلتفاف حول هذه الظاهرة وإخضاعها لسيطرتها ولمصالحها الخاصة, وبذلك حققت شبكة البنوك من وراء إعادة إقراض الفوائض بسعر مرتفع أرباحا تفوق التي تحققت للدول الرأسمالية الصناعية من إرتفاع أسعار النفط, وإستطاعت الدول المتخلفة المستوردة للنفط الثانية في "79-80" [22] (ص ص: 157- 158), وإستطاعت الدول المتخلفة المستوردة للنفط أن تستمر في دفع فاتورة الأعباء المتزايدة للنفط المستورد وغير من الواردات الأخرى التي إرتفعت أسعارها بشكل ملحوظ, وتمكنت من سد عجز حساباتها الجارية و دفع أعباء ديونها الخارجية المتزايدة, والجدول التالي رقم: (01) يوضح كيف أن القروض التي إنسابت من شبكة البنوك الأجنبية الدولية النشاط وهذا في سد الشطر الأعظم من عجز الحسابات الجارية لهذه الدول وهذا خلال الفترة ما بين 1976-1981).

جدول رقم 01 : تطور إقراض البنوك الدولية النشاط

للدول النامية المستوردة للنفط للفترة 1976-1981. [22] (ص: 159)

1981	1980	1979	1978	1977	1976	
50	49	40	25	15	21	حجم القروض ببلابين الدولارات
46	55	66	61	52	64	% من عجز الحساب الجاري
22,2	26,2	26,6	19,3	14,9	28,7	معدل الزيادة في مستحقات البنوك
30	31	32	28	21	30	نسبة نصيب القروض المعطاة للدول المستوردة للنفط من إجمالي القروض

ويعود اقراض البنوك الدولية إلى التغيرات التي شهدها العالم خلال الفترة " 1971 -

1982" كانهيار النظام النقدي الدولي لبروتن وودز, حيث إبتداء من سنة 1974 حدث تغييرا في النشاط البنكي, وفي حركات رؤوس الأموال, قامت البنوك التجارية بالبحث عن توظيف الفائض المالي للإيرادات البترولية الهامة للدول المصدرة للنفط, وبهذا اخذت القروض شكل قروض خاصة بعدما كانت عمومية.

ولقد تميزت هذه الفترة بالتحرك السريع للأموال التي جمعتها البنوك وهذا عبر أسواق النقد الدولية, وقد نتج عن نشاطها هذا الخصوص هو ظهور مكون جديد من مكوناته السيولة الدولية لم يكن موجودا قبل حقبة الستينات وهو الأموال الساخنة التي تقدمها البنوك بسخاء كقروض قصيرة الأجل لدول العجز, والذي تحول نشاطها إلى مشكلة السيولة الدولية من مشكلة نقص وندرة إلى مشكلة إفراط وتخمة.

### 2.1.2.1. أزمة المديونية

نتيجة للإقراض المفرط نتجت أزمة المديونية التي تسببت في مشكلات حادة تتعلق بخدمة الديون بالنسبة للدول المدينة دينا باهضا أو كبيرا حيث نمت مدفوعات الفوائد المستحقة على البلدان النامية بنسبة 40 % في الفترة " 1980-1983 " وصلت إلى 14 مليار دولار وهو حوالي 3,2 % من ناتجها الوطني الإجمالي بالمقارنة بأقل من 1% قبل بضع سنين قبل ذلك لا غير. [23] (ص : 192)

فهذه الديون تطورت بشكل ملفت للإنتباه عام 1974 كان مجموع الديون الخارجية المستحقة على الدول المتخلفة لا يتجاوز 74,2 بليون دولار وكان معظمها يتكون من ديون ذات مصادر

رسمية, أما في عام 1984 فقد وصل حجم هذه الديون 985 بليون دولار, وهذا يعني أن حجم هذه الديون قد تضاعف إثنتي عشرة مرة خلال هذه الفترة. [24] (ص : 162)

وهناك مؤشرات أخرى تبين تطور حجم هذه الديون و أعباءا يوضحها الجدول الموالي ,منها

[24] ( ص ص : 162 – 164):

- وصلت نسبة الديون إلى الناتج القومي الإجمالي للدول النامية إلى 34 % في عام 1984 , بعدما كانت هذه النسبة لا تتجاوز 12 % في عام 1974 .

- إذا نسبنا إجمالي الديون إلى إجمالي حصيللة الصادرات لهذه البلدان فإن هذه النسبة تصل إلى 135% في عام 1984 بعد أن كانت لا تتجاوز 50 % في أوائل عقد السبعينات .

- إن نسبة خدمة الديون إلى إجمالي حصيللة الصادرات وصلت في المتوسط إلى حوالي 20 % وهذه النسبة تزيد عن 100 % في عدد لا بأس من هذه الدول النامية.

- حدوث خلل في هيكل الديون الخارجية لهذه الدول و هذا بإرتفاع النصيب النسبي للديون الخاصة القصيرة الأجل في إجمالي الديون , حيث النسبة إلى 65 % في عام 1984, و من المعروف أن هذه النوع من الديون غالي الكلفة ( إرتفاع سعر الفائدة , إنخفاض مدة القرض , ضالة فترة السماح).

جدول رقم (02) : المؤشرات الأساسية للديون الخارجية المستحقة  
على البلدان النامية خلال الفترة: 1980-1984 : [24] (ص : 163)  
الوحدة ( بلايين الدولارات)

1984	1983	1982	1981	1980	المؤشرات
					البلدان التي لها تقارير عن البنك الدولي ( 104 دولة )
820	761	699	629	540	
655	598	525	470	412	الدين المتوسط و الطويل الأجل
225	209	191	174	160	من مصادر رسمية
430	388	234	296	252	من مصادر خاصة
122	134	155	145	116	الدين القصير الأجل
33	29	19	14	9	استخدام ائتمان صندوق النقد الدولي
85	82	76	73	70	بلدان متخلفة أخرى
62	60	57	58	59	الدين المتوسط و الطويل الأجل
20	20	19	18	17	من مصادر رسمية
42	40	38	40	42	من مصادر خاصة
20	20	16	15	11	الدين القصير الأجل
03	02	03	00	00	استخدام ائتمان صندوق النقد الدولي
895	84	77	702	610	الاجمالي
		31.3	26.3		مؤشرات هامة لكل البلاد
23.8	130.8	115.0	22.4	20.9	نسبة الدين الى الناتج القومي الاجمالي %
135.4	19.0	20.5	96.8	89.8	نسبة الدين الى الصادرات %
11.7	22.3	22.3	17.6	16.0	نسبة خدمة الدين %
2.8	5.8	4.6	1.6	1.6	نسبة خدمة الفائدة الى الناتج القومي الاجمالي %
65.0			64.1	62.1	الدين الخاص كنسبة من الاجمالي %

ولقد كانت لمشكلة المديونية تأثير عميقا على إمكانية التنمية في البلاد المدينة وعلى نمط التدفقات المالية الدولية فيظهر تأثيرها على إمكانية التنمية من خلال العبء الثقيل لخدمة الدين مما يتجاوز طاقة معظم البلاد المدينة على الوفاء, وفي نفس الوقت شهدت فترة الثمانينات ظاهرة

الإنتقادات الرأسمالية السلبية من البلاد النامية المدينة إلى البلاد المتقدمة الدائنة, وهذا عكس ما تقتضيه إعتبرات التنمية من وجوب أن تكون التدفقات المالية الصافية من البلاد المتقدمة إلى البلاد النامية, كما شهدت فترة الثمانينات إنكماشاً كبيراً في القروض من البنوك التجارية الأجنبية. [25] (ص : 07)

ونتيجة للإقتراض المفرط في السبعينات, فوجد جانباً هاماً من القروض الخارجية قد هربت للخارج حيث حجم هذه الأموال يفوق حجم المديونية الخارجية للدول المدينة, والجدول رقم (03) يلقي الضوء على هذه الظاهرة في بعض الدول المدينة. [24] (ص : 167)

جدول رقم (03) : تهريب الأموال للخارج و إجمالي إنسياب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل في

عدد من البلاد المدينة للفترة (1979-1982) : [24] ( ص : 168)

الدولة	حجم الأموال المهربة للخارج ببلاتين الدولارات	إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للداخل ببلاتين الدولارات	نسبة الأموال المهربة للخارج من إجمالي التدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للداخل %
فنزويلا	22	16,1	136,6
الأرجنتين	19,2	29,5	65,1
المكسيك	26,5	55,4	74,8
أورجواي	0,6	2,2	27,3
البرتغال	1,8	8,6	20,9
البرازيل	3,5	43,9	8,0
كوريا الجنوبية	0,4	7,9	5,1

فلقد توالى الدول النامية في إقتراضها, لكنها لم تأخذ في الحسبان كيف يمكن أن ترفع من قدرتها على سداد تلك الديون, وفي نهاية الأمر وجدت نفسها في طريق مسدود, على عاتقها ديون خارجية تراكمية والجدول رقم (04) سيوضح تطور الديون الخارجية المستحقة على مجموعة الدول النامية وأعباءها خلال الفترة ( 1987-1996) :

جدول رقم 04 : تطور الدين الخارجي المستحق على الدول النامية : (1987 – 1996) [26] ( ص : 115 )

1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	
1796.7	1716.0	1623.1	1559.2	1447.00	1371.6	1298.7	1210.4	1181.4	1165.9	اجمالي الدين ( مليون دولار )
268.0	258.7	245.3	239.6	234.2	235.5	225.9	210.9	203.6	199.2	افريقيا
661.8	604.2	550.4	514.0	455.0	413.1	369.1	335.0	326.1	316.2	آسيا
297.3	301.9	303.4	306.7	285.2	270.7	266.0	247.1	235.5	223.6	الشرق الأوسط و أوربا
568.6	551.2	523.9	498.4	472.7	451.8	437.6	417.3	416.1	426.9	نصف الكرة الغربي
27.5	29.4	31.3	33.0	33.7	35.2	34.8	35.9	37.8	41.0	نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي %
63.2	61.2	65.7	63.5	60.6	64.2	60.7	62.6	60.0	61.9	افريقيا
21.8	22.5	23.9	23.8	23.7	24.0	22.9	21.9	23.8	26.8	آسيا
23.1	28.0	33.7	37.3	37.5	40.3	41.4	44.7	41.8	39.6	الشرق الأوسط و أوربا
31.7	33.1	32.6	36.5	38.5	40.0	2808	43.9	49.0	55.0	نصف الكرة الغربي
12.4	14.2	15.8	14.8	15.4	17.3	15.8	16.8	19.1	20	المعدل خدمة الدين %
19.9	26.9	25.4	24.7	28.5	27.7	26.6	27.7	25.6	25.9	افريقيا
8.6	8.3	9.4	8.8	9.3	10.1	106.6	10.9	11.2	13.1	آسيا
8.1	10.5	17.9	8.9	9.8	12.1	13.6	13.8	14.7	14.1	الشرق الأوسط و أوربا
30.8	35.7	40.8	39.5	38.5	430.1	28.6	32.7	44.3	43.1	نصف الكرة الغربي

### 1.2.1. إتجاه المعونات:

كما تميزت الثمانينات بتزايد الشكوك حول المعونات والتي أصلها من القروض المقدمة بشرط إمتيازية حيث يقال ان هذه الأخيرة تحتوي على عنصر منحة [27] (ص : 543), لأنها أصبحت في تلك الفترة تخضع لمشروطية قاسية وثمان سياسي وهذه التطورات كانت تدعو إلى إعادة النظر في إستراتيجية التمويل الخارجي بحيث يقل أو يزول الإعتماد على المعونات الأجنبية وتضييق دائرة القروض الخارجية وهذا يتطلب تطبيق السياسات الاقتصادية التي تعمل على تشجيع الادخار وتعبئة الموارد المحلية [25] (ص : 07).

حيث أن الإعانات كانت تمثل المصدر الخارجي الأساسي بالنسبة للدول النامية حيث مثلت مساعدات التنمية الرسمية في 1988 نصف صافي تدفقات الموارد إليها, حيث تساعد المعونة في توفير التكنولوجيا وتدريب الأفراد وتعزيز إقامة المؤسسات, وعلى بناء الهياكل الأساسية اللازمة, وكثيرا ما كانت تستجيب للكوارث الطبيعية الناجمة عن الإنسان و تلعب دورا إنسانيا هاما [28] (ص : 40).

وتجدر الإشارة إلى إتجاه النصيب النسبي للدول النامية من المنح نحو الإنخفاض مع إلتسامه بالتقلب أيضا , كما يبدو من الجدول (05).

جدول رقم (05) : تطور قيمة المنح الموجهة إلى الدول النامية [29] (ص : 26)

بالبليون دولار

السنوات	1990	1992	1994	1995	1996	1997
القيمة	29,2	31,6	32,6	31,3	29,2	25,1

ومن خلال ما تقدم نلاحظ أن قيمة المنح الموجهة إلى الدول النامية تميزت بالارتفاع مع بداية التسعينات ولكنها عرفت تراجعا من سنة 1995 وهذا نتيجة لسوء استعمالها, ولهذا أصبحت تقدم الإعانات بشروط, وهذا حتى يستفيد البلد النامي بصفة جيدة.

فقد أوضحت الدراسات أن التدفقات الكبيرة الداخلة من المعونة قد تترك القدرة الإدارية للحكومات بما يؤدي إلى الإسراف وإلى إقامة مشروعات وبرامج لا تتصف بالكفاءة أو الفعالية, كما تؤدي على عدم تحفيز البلد للأخذ بسياسات جيدة ولإصلاح المؤسسات التي لا تتصف بالكفاءة, كما أنها تضعف الخضوع للمساءلة وتشجع السعي إلى التدرج والفساد [30] (ص : 41).

فرغم النتائج السلبية التي يمكن أن تحدثها التدفقات الكبيرة للمعونة, لكنها في المقابل تساهم في تحسين السياسات في البلدان المتلقية, وكذا من أجل تخفيض مستويات الفقر بتوجيه التدفقات من البلدان المتوسطة الدخل إلى البلدان المنخفضة الدخل, لهذا على الجهات المانحة الرئيسية إستمرار الإلتزام بمنح المعونة وهذا من أجل تحقيق أهداف التنمية الدولية التي تستدعي زيادة هامة في تدفقات المعونات وفي إستخدامها بفعالية, حيث تشير إحصائيات قمة الألفية المنعقدة في سبتمبر 2000, أنه لتمكين البلدان النامية من بلوغ أهداف التنمية للألفية بحلول عام 2015, بطلب من المجتمع الدولي زيادة المعونات الأجنبية 0,7% من الناتج القومي الإجمالي للدول الصناعية بدلا من المعدل الحالي الذي يبلغ 0,24% فقط من الناتج القومي الإجمالي [30] (ص : 40), ومن خلال الشكل رقم (1) سوف يظهر إتجاهات المعونات الذي إزداد تدريجيا إبتداء من سنة 1997, وهذا نتيجة إستفادة البلدان النامية من المساعدات الإنمائية الرسمية التي حفزتها المعونة اليابانية المقدمة إلى بلدان منطقة شرق آسيا المتأثرة بالأزمة المالية , حيث بلغ مقدارها 15,3 بليون دولار في عام 1999, وهذا أكثر ما كان عليه في عام 1998, كما إرتفعت هذه المعونات إلى 41,6 بليون دولار عام 2000. [31] ( ص : 02).



شكل رقم (01) : اتجاهات المعونات من سنة 1990 إلى 2000 [31] (ص : 05)

## 2.2.1. التحول في نمط التمويل الدولي

لقد شهد النظام المالي الدولي تحولات هامة على مستوى التمويل الدولي، وخاصة بعد تفجر أزمة المديونية الخارجية، وكان هذا التحول من حيث حجم التدفقات الرأسمالية الوافدة للدول النامية وكذلك من خلال توزيعها النوعي والتوزيع الجغرافي.

### 1.2.2.1. تطور حجم تدفقات رؤوس الأموال

شهد حجم التدفقات الوافدة إلى الدول النامية إرتفاعا إلى أكثر من 20 مرة بالقيمة الإسمية منذ عام 1970 حيث بلغ 255 مليار دولار أمريكي في عام 1998، وإذا ما تم إستخدام الرقم القياسي لأسعار واردات الدول النامية لتحويل القيمة الإسمية للتدفقات الرأسمالية إلى قيمة حقيقية فإن الزيادة في التدفقات الرأسمالية الوافدة عام 1970 وذلك بمعدل نمو 12 % [32] (ص : 206). والجدول التالي يبين التدفقات الرأسمالية الوافدة للدول النامية خلال عقد التسعينات.

جدول رقم (06): التدفقات الرأسمالية الوافدة للدول النامية خلال الفترة (98-90) : [32]

(ص : 206)

الوحدة مليار دولار

التدفق الرأسمالي الصافي الوافد	الفترة الزمنية
825,8	(94-90)
1064,8	(98-95)
189,6	(98-90)

ويظهر من خلال بيانات الجدول النمو والتطور في حجم التدفقات الرأسمالية الوافدة للدول النامية حيث نمت التدفقات الرأسمالية المناسبة، خلال الفترة (1998-1995) بمعدل نمو قدره (28,9%) من التدفقات نظيرتها خلال الفترة (1995-1990)، ويمكن التعبير عن حجم التدفقات الرأسمالية الوافدة للدول النامية خلال العقود الثلاثة المنصرمة بنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي للدول النامية كما في الجدول رقم(7) :

جدول رقم (07): نسبة إجمالي التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى الناتج القومي الإجمالي للدول النامية خلال الفترة (98-90): [32] (ص : 807)

1998-90	1989-83	1982-75	إجمالي التدفقات الرأسمالية الوافدة نحو الدول النامية
5,00	2,87	4,91	

ويتبين من الجدول أن هناك تحسن في التدفقات الرأسمالية بالمقارنة مع المستوى الذي يعد راکدا في الثمانينات والذي وصلت فيه النسبة إلى 2,87%، ولكن لا يعد نموا كبيرا إذا ما قرن بالمستوى الذي بلغته أثناء السنوات التي سبقت أزمة الديون تحديدا، والذي سجل نسبة 4,91% وهو ما يقارب الزيادة في التدفقات الرأسمالية الوافدة للدول النامية والتي بلغت في المتوسط ما نسبة 5,00% من الناتج القومي الإجمالي للدول النامية في فترة التسعينات.

#### 2.2.2.1. التوزيع النوعي لتدفقات رؤوس الأموال

شهدت العقود الثلاثة الماضية تحولات جوهرية في نوعية التدفقات الرأسمالية للدول النامية، حيث يغلب على أشكال التدفقات الإستثمار في الأسهم والسندات وكذا الإستثمار الأجنبي المباشر، والجدول التالي يبين تطور هذين الإستثمارين [33] (ص : 76).

جدول رقم (08) : تطور حركات رؤوس الأموال الدولية. [33] (ص : 76)

1993	1992	1991	90-86	80-81	80-76	نوع الإستثمار
173,4	173,5	184,5	162,8	43,0	39,5	الإستثمار المباشر
620,5	325,9	339,7	215,4	76,6	26,2	الإستثمار بالمحفظة

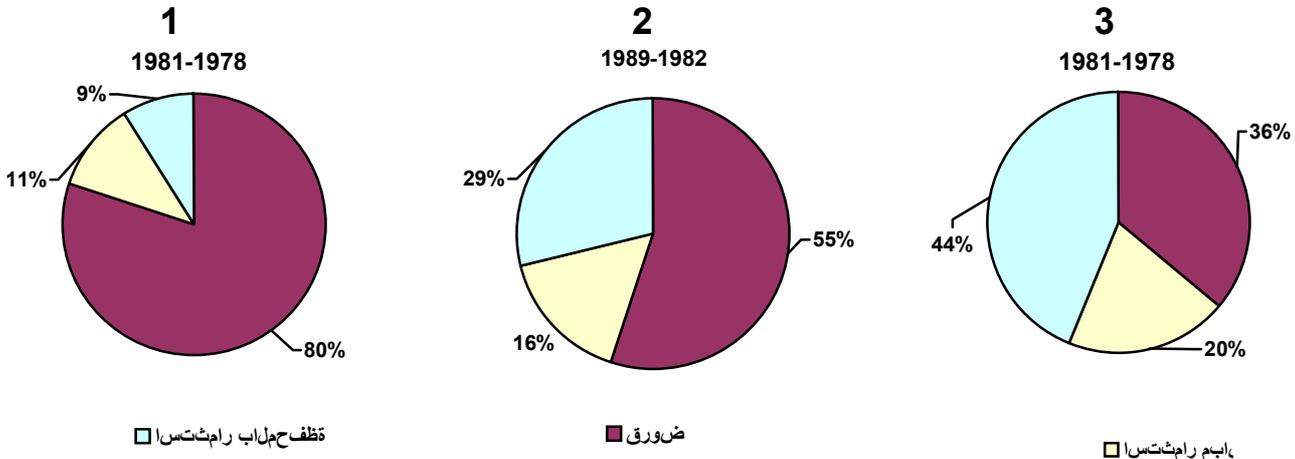
ونجد أن التوزيع النوعي للتدفقات الرأسمالية عرف تطورات خلال العقود الثلاثة الماضية كما يبينها الجدول رقم (09).

**جدول رقم (09) : التوزيع النوعي للتدفقات الرأسمالية الوافدة للدول النامية**

خلال العقود الثلاثة الماضية. [32] (ص : 208)

نوع التدفق	(82-75)	(89-83)	(98-90)
القروض المصرفية	50	16	24
منح المساعدات الإنتمانية	11	21	11
تدفقات رسمية	21	33	1
إنتمانية خاصة	7	9	9
الإستثمار الأجنبي المباشر	9	18	34
تدفقات الحوافز	2	3	21

ومن الجدول يتبين لنا أنه ومنذ منتصف السبعينات وحتى إنتشار أزمة الديون كانت القروض المصرفية تشكل النسبة الأكبر (50%) من مجموع هذه التدفقات في حين شكل الإستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات المحافظ المالية النسبة البسيطة (11% من مجموع التدفقات)، وتغير هذا النمط تغيرا جذريا بعد أزمة الديون عندما إنهارت القروض المصرفية حيث أصبحت تشكل فقط 16% خلال الفترة (1989-83) وبقيت في حالة ركود حتى أوائل التسعينات و لم تتحسن إلا بعد الأزمة المكسيكية , في حين نجد أن تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر شكلت 34 % من إجمالي التدفقات, كما ظهرت تدفقات من الحوافز المالية كشكل رئيسي من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الوافدة إلى الدول النامية، فقد أخذت تدفقات رؤوس الأموال إتجاها جديدا في تركيبها, حيث ابتعدت عن القروض المصرفية وإتجهت إلى الإستثمار الأجنبي المباشر والإستثمار بالمحفظة, والشكل رقم(2) يبين ذلك. [10] (ص : 06)



شكل رقم: (2) تغيير اتجاه تدفقات رؤوس الأموال [10] (ص : 60)

فمن خلال خلال الشكل رقم (2) تظهر الزيادة النسبية للإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر (الإستثمار بالمحفظة) في مصادر التمويل وخاصة بالنسبة للدول النامية وهذا بعد أزمة المديونية لسنة 1982 لتحل محل المساعدات الإنمائية والقروض التجارية حيث إنخفضت نسبة القروض من 80 % إلى 55% ثم إلى 36% وهذا من فترة الثمانينات وانتقالا إلى فترة التسعينات, في حين إرتفعت قيمة الإستثمار الأجنبي المباشر وإستثمار المحفظة حيث وصلت نسبتها إلى 20% و 44 % على التوالي, و بعدما كانت في بداية الثمانينات تساوي 11%, و 9 % على التوالي, وهذا ما يبين أن تركيب دفعات رؤوس الأموال إبتعد عن القروض المصرفية وإتجه إلى الإستثمار الأجنبي المباشر والإستثمار بالمحفظة، حيث نجد أن الإستثمار في المحافظ المالية كان أسرع مكونات تدفقات رؤوس الأموال الخاصة نموًا في التسعينات حيث تزايد سبعة أضعاف ما بين 1989 و1993.

لكن عرفت هذه التدفقات انخفاضا من 45 مليار دولار في 1993 إلى 32,6 مليار و22,5 مليار في 1996 إلى 32,5 مليار في سنة 1997 بسبب أزمة جنوب شرق آسيا [29] (ص: ث), والجدول التالي يبين تطور التدفقات المالية نحو الدول النامية ما بين (1990-1997).

جدول رقم (10): التدفقات المالية إلى الدول النامية [29] ( ص : ث )

1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	
44,2	34,7	54,0	45,5	53,6	53,8	62,7	56,4	التمويل الرسمي
103,2	82,2	55,1	41,1	44,0	33,8	13,5	15,0	تدفقات المديونية الخاصة
41,1	34,2	29,3	8,9	2,8	13,1	3,4	3,8	البنوك التجارية
8,3	2,3	2,0	4,7	9,4	12,4	2,7	11,1	أخرى
53,8	45,7	23,8	27,5	31,8	8,3	7,2	0,1	السندات
32,5	45,8	32,5	32,6	45,0	11,0	7,2	3,2	إستثمار الحافظة
120,4	119,0	101,5	86,9	65,6	45,3	32,9	23,7	الإستثمار الأجنبي المباشر
156	246,9	198,1	160,6	154,6	90,1	53,6	41,9	إجمالي التدفقات الخاصة
300,3	281,7	243,1	206,1	208,2	143,9	116,3	98,3	إجمالي صافي التدفقات
%4,7	%2,3	%22,2	%2,1	%5,7	%37,4	%53,9	%57,4	نسبة تدفقات الرسمية إلى إجمالي
10,8 %	16,3 %	13,4 %	15,8 %	21,6 %	7,6 %	6,2 %	3,30 %	نسبة تدفقات المحفظة إلى إجمالي
40,1 %	42,2 %	41,8 %	42,2 %	31,5 %	31,5 %	28,3 %	24,1 %	نسبة الإستثمار الأجنبي المباشر إلى إجمالي
34,4 %	29,2 %	22,7 %	29,9 %	21,1 %	23,5 %	11,6 %	15,3 %	نسبة المديونية الخاصة إلى إجمالي

ومن خلال الجدول يتبين سيطرة الإستثمار الأجنبي المباشر على التدفقات الخارجية, حيث وصل حجمه إلى 120,4 مليار دولار عام 1997 والذي مثل 40 % من إجمالي التدفقات طويلة الأجل.

ويعتبر الإستثمار الأجنبي المباشر البديل عن المديونية الخارجية بآثارها في مجال التمويل الخارجي لعملية التنمية في تلك الدول، وقد أكد البنك الدولي في تقارير وخاصة عامي 1991 - 1992 من منظور أن الإستثمارات الدولية أفضل للدول المستقبلية لرأس المال من المديونية الدولية. وهذا التحول أدى إلى انخفاض المصادر الأخرى للتمويل الدولي، فالقروض التجارية نقصت نسبتها ولم تعد متاحة باليسر كما كانت سابقا أما المساعدات والقروض الإنمائية الرسمية، فقد أصبحت هي الأخرى تخضع للإشتراطية الدولية الشديدة التي أدت إلى عزوف عدد ليس بالقليل من البلاد النامية عن الاقتراض وتفضيل الإستثمارات الأجنبية كمصدر من مصادر التمويل الدولي [19] ( ص ص : 68-69).

حيث في عقد التسعينات إتجهت الحصة الكبرى من الإستثمارات الأجنبية إلى الدول الصناعية الكبرى ( الولايات المتحدة الأمريكية , أوربا , اليابان ) وبلغت أكثر من 75 % كمتوسط , أما في الدول النامية فإنها أفلحت في زيادة حصتها من هذه الإستثمارات لكنها لم تستحوذ سوى على ثلاثة أرباع من مجموع هذه التدفقات كما يبينه الجدول رقم ( 11 ) [19] ( ص ص : 68-69).

جدول رقم (11): تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر: [14] (ص : 150)

القيمة : مليون دولار

النسبة %	1998	النسبة %	1995	النسبة %	المتوسط السنوي	
71,51	460,431	63,36	208,372	87,74	136,628	الدول المتقدمة
25,77	165,936	32,3	106,224	20,36	35,326	الدول النامية
2,272	17,513	4,33	14,266	0,91	1,576	وسط و شرق أوربا
%100	643,879	%100	328,862	%100	173,530	العالم

### 3.2.2.1. التوزيع الجغرافي لتدفقات رؤوس الأموال

تتجه التدفقات المالية نحو الدول ذات الأسواق الناشئة والتي يتمتع بمعدلات نمو إقتصادي مرتفعة نسبيا و لذلك نجد حدوث تحول كبير في نصيب عدد من المجموعات من الدول النامية خلال الفترة ما بين عامي 1986 و 1996 , والجدول رقم (12) يبين ذلك .

جدول رقم (12) : نصيب مجاميع الدول من صافي التدفقات طويلة الأجل إلى الدول النامية [34]

(ص: 143)

1997	1996	1986	المجاميع
5,8	2,6	16,6	- الشرق الأوسط و شمال إفريقيا (*)
7,0	6,2	20,4	- إفريقيا ما دون الصحراء الكبرى
34,4	38,0	20,5	- شرق آسيا و المحيط الهادي
5,0	4,8	14,2	- جنوب آسيا
16,8	16,4	9,4	- أوربا و أواسط آسيا
31,0	32,0	18,9	- أمريكا اللاتينية و البحر الكاريبي

\* تشمل هذه المجموعة حسب تقسيمات البنك الدولي : المغرب-تونس-الجزائر-ليبيا - مصر - لبنان - الأردن- سورية - العراق - السعودية - عمان - البحرين - اليمن - إيران و لا تشمل هذه المجموعة السودان و موريطانيا و جيبوتي حيث تم تصنيفها ضمن مجموعة إفريقيا جنوب الصحراء الكبرى .

ويتبين من الجدول إنخفاض نصيب ثلاث مجموعات وهي مجموعات الدول الإفريقية جنوب الصحراء الكبرى ودول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ودول جنوب آسيا بشكل ملحوظ لصالح المجموعات الثلاث الأخرى.

فبعد أن كان نصيب الدول الإفريقية ما دون الصحراء الكبرى يأتي في المرتبة الثانية بنسبة 20,4% إنخفض إلى المرتبة الخامسة بنسبة 6,2%, وسجل نصيب دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أكبر إنخفاض وذلك من 16,6% إلى 2,6% لتحتل بذلك المرتبة الأخيرة, كما إنخفض نصيب دول جنوب آسيا من 14,2% إلى 4,8% وفي المقابل إرتفع نصيب دول مجموعة أوروبا وأواسط آسيا من 9,4% إلى 16,4% كما إرتفع نصيب دول مجموعة أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي من قرابة الخمس إلى الثلث و بقيت دول مجموعة شرق آسيا والمحيط الهادي في المقدمة مع إرتفاع نصيبها من 20,5% إلى 38%.

ومن مجمل التدفقات المالية إرتفع نصيب التدفقات الخاصة وعلى وجه الخصوص الإستثمارات المباشرة و إستثمارات المحفظة حيث كانت تشكل 34,5% عام 1991 وإرتفعت إلى 58,5% عام 1996 قبل أن ينخفض إلى قرابة 51% عام 1997. [34] (ص : 144)

ولقد صاحب إرتفاع التدفقات الخاصة تحول في نصيب المجموعات المختلفة من مجمل التدفقات طويلة الأجل إلى الدول النامية, فدول المجموعات التي إرتفع نصيبها في مجمل التدفقات, تضم الدول التي إستطاعت توفير البيئة الأكثر ملاءمة لاجتذاب التدفقات الخاصة إليها, ومن العناصر الرئيسية لهذه البيئة تحقيق الإستقرار الإقتصادي والتوازن الداخلي والخارجي, وتشجيع الاستثمار, وتحرير التجارة.

وبذلك تمكنت من الحصول على معدلات نمو حقيقية عالية, ومن الملاحظ في هذا الشأن إرتفاع نصيب المجموعات الثلاث بما يزيد عن 90% من مجمل التدفقات الخاصة إلى الدول النامية حيث بلغ نصيبها حوالي 91% عام 1991 وإرتفع إلى 94% عام 1996, وبين هذه المجموعات الثلاث أخذ نصيب دول أوروبا و أواسط آسيا في الإرتفاع على حساب دول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي و بقيت دول شرق آسيا و المحيط الهادي في المرتبة الأولى وفي عام 1997 ونتيجة للأزمة الآسيوية إنخفض نصيب دول شرق آسيا والمحيط الهادي إلى المرتبة الثانية بعد دول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي وإستمر نصيب دول أوروبا و أواسط آسيا في الإرتفاع.

### 3.1. أسباب التدفقات الدولية لرأس المال وآثارها

إن التدفقات الدولية لرأس المال تتكون من جزأين, حيث قسم ماكلوب, حركة رأس المال مستقل وتبعي, ويعود هذا التقسيم في الأساس إلى النظرية الكنزوية التي قسمت الإستثمار إلى استثمار مستقل واستثمار تبعي, بحيث كل حركة لرأس المال لا ترتبط بتغيرات الدخل وميزان المدفوعات تعتبر حركة رأس المال مستقل أو تلقائي[35] (ص:40). وهو ما ينطبق على حالة العديد من البلدان الرأسمالية المتقدمة التي تعكس تدفقاتها الدولية فائض في مدخراتها مقابل إستثماراتها المحلية[3](ص:47) .

ويرجع إنتقال رؤوس الأموال من بلد لآخر لعدة أسباب مختلفة كما ينجم عنها آثار على البلد المصدر لرأس المال و البلد المستورد لرأس المال .

#### 1.3.1. أسباب التدفقات الدولية لرأس المال

إن تدفقات روس الأموال الدولية تحددها مجموعة من الأسباب التي تختلف من بلد لآخر, ويتم تجميع أسباب هذه التدفقات في ثلاثة فئات رئيسية و هي : [36] (ص:03) فالفئة الأولى هي الزيادة التلقائية في الطلب المحلي على النقود , أما الفئة الثانية فهي الزيادة الإنتاجية المحلية لرأس المال , أما الفئة الثالثة تتمثل في العوامل الخارجية . ويطلق على الفئتين الأوليتين مصطلح عوامل " الجذب " , و على الفئة الثالثة مصطلح " الدافعة " .

#### 1.1.3.1. عوامل جذب التدفقات الدولية لرأس المال

وستتناول كل فئة على حدى فيما يلي [3] ( ص : 42 ) :

##### أ- الزيادة التلقائية في الطلب المحلي على النقود

حيث من الممكن أن تقود الزيادة الحاصلة في الطلب على النقود في جذب رأس المال الأجنبي كالإستثمار بالمحفظة قصير الأجل.

##### ب- الزيادة في إنتاجية رأس المال

إن المقارنة بين معدل الربحية المتوقعة و بين الكلفة المتحققة للمشروع المقترح هو الأساس في إتخاذ قرار الإستثمار, وعادة ما يعبر عن الإيرادات المستقبلية بشكل نسب مئوية من العائد بالإنتاجية الحدية لرأس المال, حيث إعتبر كينز أن هناك عاملان أساسيان يبديان تأثيرا على الميل للإستثمار هي الكفاية الحدية لرأس المال ودرجة تفضيل السيولة, العامل الأول هو بعلاقة عكسية مع

سعر الفائدة, أما العامل الثاني فهو له علاقة طردية معها, و يرتفع سعر الفائدة كلما كانت درجة التفضيل النقدي لدى الأفراد أكبر لإغرائهم بالتخلي على السيولة [ 35 ] ( ص : 42).

إذن تتأثر حركة رأس المال الأجنبي بدافع الربحية, وعليه بإفتراض ثبات العوامل الأخرى على حالها فإن رأس المال الخاص يجذب إلى تلك البلدان التي يرتفع عائد الإستثمار نسبيا.

### 2.1.3.1. عوامل دفع التدفقات الدولية لرأس المال

وتتمثل في العوامل الخارجية أهمها [18] (ص ص : 270 – 271) :

#### أ- الإختلاف في أسعار الفائدة الدولية

تنتقل رؤوس الأموال من البلدان التي يتوفر فيها رأس المال فائض إلى بلدان التي تعاني عجزا في رأس المال وعادة ما ترتفع أسعار الفائدة في بلد العجز, وتخفض في بلد الفائض وبالتالي تتدفق رؤوس الأموال إلى البلدان التي تتسم بإرتفاع أسعار الفائدة, وقد إستخدمت البلدان الرأسمالية الصناعية أسعار الفائدة في إطار سياساتها الإقتصادية الكلية خلال فترة السبعينات وما بعدها, وهو ما أدى إلى إرتفاعات مستمرة في أسعار الفائدة منذ منتصف السبعينات حتى بلغت ذروتها في عام 1986 فكان ذلك عاملا أساسيا في إنفجار أزمة المديونية الدولية وكساد عالمي ملحوظ .

#### ب- أسعار الأصول

إن تفسير أسباب التدفقات الدولية لرأس المال يعود لإستخدام الأسعار النسبية الأصول في البلدان التي تضم أسواقا مالية متقدمة, حيث يفترض إحلال غير تام ما بين الدول المحلية الأجنبية إضافة إلى وجود تدفقات غير تامة لرأس المال فيما بين البلدان .

#### ج - بيانات ميزان المدفوعات

إن وجود عجز في ميزان المدفوعات يعني وجود تدفق عكسي لموارد من النقد الأجنبي على هيئة رؤوس أموال قصيرة طويلة الأجل, وبذلك يلجأ بلد العجز إلى إستقدام رؤوس الأموال الدولية لغرض معالجة حالة العجز المذكورة, مقابل هذا يقوم بلد الفائض بإقراض دول العجز بعملية أشبه بإستثمار ذلك الفائض فبلدان تكون بحاجة إليه, وهناك المؤشرات المالية يمكنها ان تساعد صانعي السياسة على التفرقة بين التدفقات الناجمة عن تحول في الطلب على النقود والتدفقات الناجمة عن عوامل خارجية والتي تشمل العناصر المذكورة سابقا و الجدول الموالي يبين كيفية أن سلوك المؤشرات المالية إلى إلقاء الضوء على تدفقات رؤوس الأموال. [36] ( ص : 04)

جدول رقم (13) : سلوك المؤشرات المالية كوسيلة لإلقاء الضوء

على تدفقات رؤوس الأموال. [36] ( ص : 04 )

المؤشر	التحول السعودي لمنحى الطلب على النقود	الزيادة في إنتاجية رأس المال المحلي (تدفقات مستدامة )	عوامل خارجية : مثل هبوط أسعار الفائدة الدولية (تدفقات مؤقتة)
<u>أسعار الأصول</u>			
- أسعار الفائدة	يزداد	تزداد	تنقص
- منحني العائد	يتسطح	؟	تصبح أكثر إنحدار
- سعر الصرف	يرتفع	ترتفع	ترتفع
- أسعار الأسهم	ينقص	تزداد	تزداد
- أسعار العقارات	ينقص	تزداد	تزداد
<u>التضخم</u>	ينقص	تزداد	تزداد
- إجمالي النقد و الإئتمان			
- الأرصدة الحقيقية للنقود	يزداد	يحتمل أن ينقص	تزداد
- النقود الأساسية	يزداد	تزداد	تزداد
- إحتياطيات دولية	يزداد	تزداد	تزداد
- إئتمان البنوك	يحتمل أن يزداد	تزداد	يحتمل أن تزداد
- ودائع العملة الأجنبية	ينقص	؟	قد تنقص
<u>ميزان المدفوعات</u>			
- الإستثمار الأجنبي المباشر	؟	تزداد	؟
- الإستثمار بالمحفظة	يزداد و خاصة التدفقات	تزداد سواء في التدفقات	تزداد

ملاحظة: ؟ : تعني أن أثرها غير مؤكد .

بالإضافة إلى ما ذكر يمكن إضافة عوامل أخرى في هذا مثل تفادي المخاطر المختلفة [3]

( ص : 49 ) :

أ- المخاطر السياسية

فقد نتعرض رؤوس الأموال المحلية إلى خطر المصادرة من قبل السلطات العامة, ولهذا يتم

تحويلها أو إيداعها في البنوك الأجنبية.

## ب- المخاطر الاقتصادية

مثل خطر التدهور النقدي، ففي حالة تدهور القوة الشرائية للنقود المحلية نتيجة لإرتفاع معدل التضخم المحلي يلجأ أصحاب رؤوس الأموال إلى تحويل العملات إلى الخارج تهرباً من دفع الضريبة على دخولهم أو أرباحهم حينما تكون متصاعدة إلى حد كبير كجزء من السياسة الاقتصادية التي تقوم بها السلطات المالية لتمويل الموازنة العامة.

### 3.2.3.1. أسباب زيادة التدفقات الدولية لرأس المال

وفي الواقع هناك أسباب رئيسية كان لها دور في زيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى مختلف البلدان في التسعينات و المتمثلة في تحسين فرص وتخصيص رأس المال الخاص في الأسواق الناشئة نتيجة عوامل داخلية و عوامل خارجية، فمن بين التحسينات الخاصة بالعوامل الداخلية، ظهرت تحسينات في خصائص العائد و المخاطر بالنسبة للمستثمرين الأجانب من خلال ثلاثة جهات أساسية: [37] ( ص: 29):

- نتيجة إعادة هيكلة الديون الخارجية تحسنت الجدارة الائتمانية.
- تحقيق مكاسب في الإنتاجية من خلال الإصلاح الهيكلي أدى إلى وضع الثقة في إدارة الاقتصاد الكلي في العديد من البلدان النامية ، التي نفذت برامج ناجحة لتحقيق الاستقرار، فعمدت الكثير من البلدان إلى تنفيذ مجموعة من الإصلاحات الهيكلية و إصلاح الاقتصاد الكلي في السنوات الأخيرة.
- أصبحت البلدان التي تبنت أنظمة سعر الصرف ثابت أكثر جاذبية وإستقطاب للمستثمرين بسبب تحويل مخاطر تقلبات سعر الصرف على المدى القصير من المستثمرين إلى الحكومة، كما لعبت التأثيرات الخارجية دوراً كبيراً في طفرة التدفقات رؤوس الأموال للداخل في التسعينات بسبب كل من القوى الدورية والهيكلية، وتمثلت القوى الدورية عند ما دفع انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية في العالم في 1994 وبعد أزمة المكسيك 1994 – 1995 أن هناك قوى هيكلية خارجية لها تأثيرها، وذلك نتيجة تطور الهياكل المالية للبلدان المصدرة لرأس المال إلى زيادة إستجابة رأس المال الخاص لفرض الإستثمار عبر الحدود.
- كما كان لخصخصة المؤسسات العمومية دوراً في زيادة توفر الأسهم، ومن شأن الخصخصة أن تسهم في توسيع أسواق المال المحلية كما يساعدها هذا التوسع على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية، وتشجيع هذه الأوضاع المستمرة في السوق المحلية المواطنين على إبقاء أموالهم داخل بلدهم واستخدامها في الداخل [38] ( ص: 133).

### 2.3.1. آثار التدفقات الدولية لرأس المال

تشهد سنويا العديد من الدول تدفقات واسعة من رؤوس الأموال الأجنبية, وتعود نظريا هذه التدفقات بالنفع والفائدة على الدول التي تشارك مباشرة في هذه المعاملات وعلى الإقتصاد العالمي ككل وذلك بتوجيه المدخرات الدولية إلى المشروعات ذات الإنتاجية المرتفعة, إضافة إلى مساهمتها في تمويل الموازنات العامة.

وفيما يلي أهم تلك الآثار المترتبة على تحركات رؤوس الأموال بين مناطق العالم المختلفة, وهنا يمكن توزيعها إلى الأطراف التي تداولها وهما البلد المصدر لرأس المال والبلد المستورد لرأس المال [3] (ص ص : 50-51) .

#### 1.2.3.1. بالنسبة للبلد المصدر لرأس المال

- إن المنافع التي يمكن أن يحصل عليها البلد المصدر لرأس المال هي [18] (ص : 274):
- تحقيق الأرباح المتولدة من استثمار رؤوس الأموال في الخارج , و كما هو الحال إقامة الإستثمارات الخارجية أو منح القروض و إستحصال الفوائد عليها أو بيع العملات في أسواق الصرف الدولية .
- إمكانية فرض السيطرة الإقتصادية و حتى السياسية و أحيانا على البلد المستورد لرؤوس الأموال طويلة الأجل في إطار الإستثمار الأجنبي المباشر أو في حالة تقديم القروض الخارجية من مصدر معين لفترات طويلة مما يقود إلى ربط البلد المقترض بتبعية مالية و إقتصادية للخارج .
- كذلك يمكن تسويق العديد من منتجات البلدان و خاصة الصناعية منها إلى الدول المختلفة عن طريق فتح فروع لها أو بنوك في هذه الأخيرة .

أما المحاذير التي تدور حول عملية تصدير رأس المال الخارجي, فهي تتمثل في التحويلات الضخمة من رأس المال ( سواء المقيم بالعملة المحلية أو بعملات قيادية أخرى) للخارج حيث يحتمل أن يؤدي ذلك إلى إتجاه ميزان المدفوعات البلد إلى العجز.

### 2.2.3.1. بالنسبة للبلد المستورد لرأس المال

#### المنافع

- كما سيحصل البلد المستورد لرأس المال على المنافع التالية [18] ( ص : 275 ) :
- تزايد القوة الشرائية للبلد و خاصة القروض مما يعزز من موقف ميزان المدفوعات .
- الإسراع في عملية التنمية الاقتصادية على الأجل الطويل حيث يتمكن بلد العجز من تحقيق معدلات عالية للنمو دون الحاجة إلى إتخاذ السياسات الانكماشية و كما في حالة القروض الإنتاجية, إضافة إلى نقل التكنولوجيا.
- الحصول على جزء من العوائد التي يحققها رأس المال الأجنبي, ومثلها الضرائب المفروضة على أرباح الإستثمار الأجنبي المباشر أو التأمين.

- كما حاول ماكلوب ان يبين أثر حركة رؤوس الأموال على الدول صاحبة رأس المال والدول المستضيفة , وقدّم ماكلوب في هذا المجال إستنتاجين هامين [35] (ص : 40) :
- الدول صاحبة رأس المال, هي في العادة دولة تتمتع بمستوى عال للإدخار, ويكون خروج رأس المال من هذا البلد نتيجة لزيادة الدخل و الصادرات تبعا لذلك.
  - إن تميزت الدولة بميل منخفض للإستثمار, وميل مرتفع نسبيا للإدخار, فيكون خروج رأس المال من البلد نتيجة لزيادة الصادرات و الدخل.

#### المشاكل

- غير أن إستقدام رؤوس الأموال الأجنبية سينجم عنه مشاكل منها [3] ( ص ص : 51 – 52 )
- يمكن أن تؤدي عملية تراكم رأس المال الأجنبي في ظل وجود رقابة عليه على توسع القاعدة النقدية للبلد المستورد و بالتالي إرتفاع الضغوط التضخمية
- قد لا تساهم هذه التدفقات إلى الداخل في تخصيص الإستثمارات الرشيدة و الطويلة الأجل إلا بنسب ضئيلة لأن الذي يحدد ذلك هو آراء المضاربين
- عندئذ قد تحدث صعوبة في إتخاذ القرارات المتعلقة بمقايير و تنظيم و توقيت السياسات الإقتصادية اللازمة التي تعتمد على الأهداف الإقتصادية للبلد المتلقي و على نظام صرفه الأجنبية و القيود المؤسسية السائدة , فمثلا , من شأن المرابحة على أسعار الفائدة إعاقه عمل البنوك المركزية للبلدان المستوردة في إتباع سياسات نقدية مستقلة عن تلك المتبعة لدى مثيلاتها الأجنبية.

- وعلى نحو خاص , قد تقود التدفقات الرأسمالية للداخل إلى بلوغ سعر الصرف الحقيقي إلى مستويات عالية مسيطر عليها.
- إن البلدان المستوردة لهذه التدفقات ستعتمد عليها بالدرجة الأولى وبالتالي ستؤجل من العملية التصحيحية لبلدان العجز و ينتج عن ذلك تصاعد إلتزاماتها المالية الدولية.

### خلاصة الفصل الأول

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا إلى النتائج التالية :

- تتجلى أهمية التدفقات الدولية لرأس المال في نقل القوة الشرائية بين الدول , حيث يتم انتقالها من مناطق الطلب المنخفض على هذه الأموال إلى المناطق ذات الطلب المرتفع عليها كما تساهم في تمويل التجارة من السلع والخدمات وتنشيط حركة الاستثمار وهي تتخذ أشكالاً متعددة أهمها القروض المصرفية و الاستثمار المباشر وغير المباشر .
- حدث تغير في إتجاهات رؤوس الأموال الدولية بالنسبة للدول النامية , حيث كانت تعتمد على البنوك و القروض المصرفية في السبعينات و أوائل الثمانينات , و لكن بعد أزمة المديونية في الثمانينات , شهد تغيراً كبيراً في هيكل التدفقات المالية إلى الدول النامية الذي أتجه نحو زيادة كبيرة و سريعة في استثمار المحفظة المالية , و لكنه و بسبب الأزمة المالية العالمية عرف إنخفاضاً خاصة سنة 1997 , و أصبح الاستثمار الأجنبي المباشر يسيطر على التدفقات الخارجية .
- يتم إنتقال رؤوس الأموال الدولية بسبب عوامل مختلفة متمثلة في عوامل الجذب التي تشمل الزيادة التلقائية في الطلب المحلي على النقود , و عوامل الدفع التي تتمثل في العوامل الخارجية مثل هبوط أسعار الفائدة الدولية , كما أن لهذه التدفقات أثراً على كل من البلد المتلقي لرأس المال الذي يستفيد منها كتوجيه هذه التدفقات إلى المشروعات ذات الإنتاجية المرتفعة , كما تزيد بسبب إستثمار رؤوس الأموال في الخارج .
- تعتبر هذه الزيادة في حجم تدفقات رؤوس الأموال مؤشر على درجة الاندماج العالمي, وهي إحدى آثار العولمة المالية التي ينجم عنها إتساع حجم التدفقات المالية بين الدول, وهذا ما سنتناوله في الفصل الموالي الذي يركز على هذه الزيادة في التدفقات وأسبابها و آثارها .

## الفصل 2

### تحرير التدفقات الدولية لرأس المال

تتمثل عملية التحرير المالي الدولي التي تقوم عليها عولمة الأسواق المالية في تحرير حساب رأس المال بمعنى إلغاء القيود في الحسابات المالية لميزان المدفوعات وهذا بعدما كانت تفرض عليه رقابة على المعاملات المالية الخارجية حيث يساهم التحرير المالي في دمج الأسواق المالية الدولية، التي ينجم عنها منافع للدول النامية كما تسبب مخاطر لاقتصاديات هذه الدول.

ومن خلال هذا الفصل سوف نتطرق إلى ثلاثة مباحث وهي:

فالمبحث الأول يتناول اندماج الأسواق المالية و أهم مظاهره, و المبحث الثاني يبين أهم أوجه الرقابة على رأس المال ثم كيفية التوجه نحو تحرير حركة رؤوس الأموال، وأما الآثار الناتجة عنه على اقتصاديات الدول النامية فسنتناولها في المبحث الثالث بتبيين أهم المزايا والمخاطر الناجمة عن هذا التحرير.

#### 1.2. تكامل الأسواق المالية

تشهد الأسواق المالية الدولية توجهات جديدة في وسائل وأدوات إنتقال الأموال, الهدف منها تحقيق تدفق رؤوس الأموال عبر القارات و الدول دون حواجز, وهذا مما يؤدي إلى حدوث تكامل بين الأسواق المالية الدولية.

#### 1.1.2. ماهية السوق المالية و أهميتها

ظهرت تغيرات جديدة في فترة السبعينات على مستوى الأسواق المالية وهو النمو الكبير في أسواق عدد من الدول النامية.

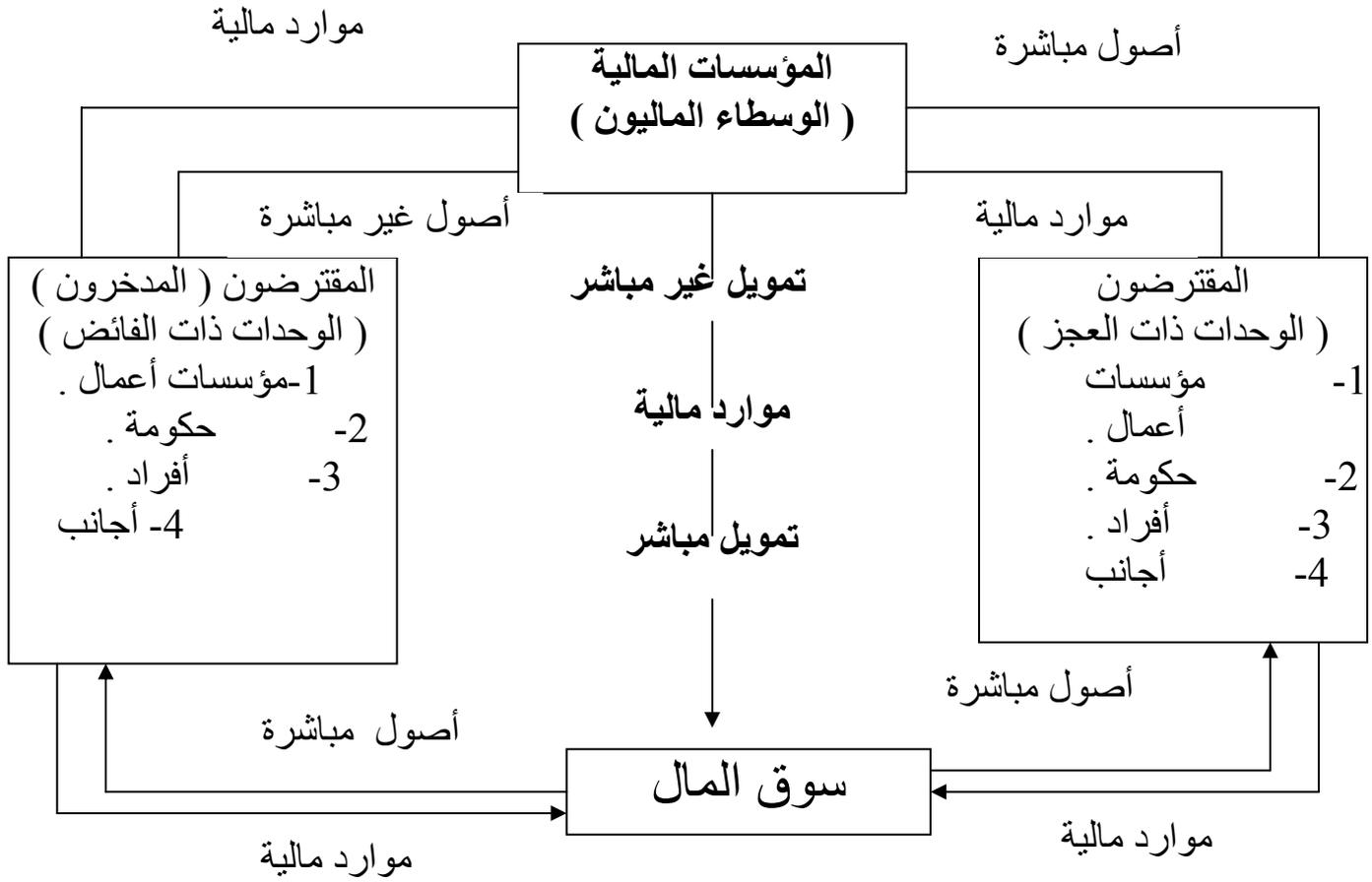
## 1.1.1.2. تعريف السوق المالية و أقسامها

### تعريف السوق المالي

هو المجال الذي يتم فيه الإلتقاء بين الوحدات الإقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها والوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي وتتداول داخل إطاره التنظيمي الأصول المالية [39] (ص : 119).

ويتمثل أهم دور إقتصادي يؤديه السوق المالي هو نقل الموارد المالية من المدخرين إلى المقترضين ويتم ذلك بطريقتين إما مباشرة التمويل المباشر أو بطريقة " التمويل غير المباشر " . فالتمويل المباشر يتم بإصدار حقوق مالية من طرف مقترضين ثم تبيعها للمدخرين مباشرة , في حين التمويل غير المباشر يتمثل في قيام الوسطاء الماليين بالحصول على الموارد المالية من المدخرين مقابل إصدار أصول مالية على نفسها وبيعها لهؤلاء المدخرين, ثم يقوم الوسطاء الماليين بإقراض هذه الموارد إلى المقترض, التي بدورها تصدر أصولا مالية مباشرة تبيعها للوسطاء الماليين [39] (ص : 119).

والشكل التالي سيوضح تدفق الموارد المالية من خلال سوق المال عن طريق التمويل المباشر وغير المباشر.



شكل رقم (3) : طريقة التمويل المباشر و غير المباشر في السوق المالي. [39] (ص : 122)

### أقسام أسواق رأس المال الدولية

تنقسم أسواق رأس المال إلى سوقين رئيسيين [40] (ص : 105):

#### أ- سوق النقد الدولي

والذي يتعلق بالمعاملات قصيرة الأجل التي لا تزيد عن سنة, كما أنها تتعامل في مجموعة من الأدوات التي تعكس ديناً معيناً, وتتأثر هذه السوق بصفة أساسية بتقلبات سعر الصرف, لأن التعامل فيها يتم بالمعاملات الأجنبية.

## ب- سوق رأس المال الدولي

وهو يختص بالمعاملات متوسطة وطويلة الأجل, وينقسم إلى سوقين فرعيين , يتعامل إحدهما في القروض المشتركة, والآخر في الأوراق المالية الدولية, ويتأثر هذا السوق أساسا بتغيرات أسعار الفائدة بالإضافة إلى ما قد يحدث من تغيرات في أسعار صرف العملات المختلفة .

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التي تباع وتشترى فيه الحقوق على الثروة سواء كانت حقوق ملكية ( الأسهم) أو حقوق دين ( السندات ) [40] ( ص : 105).

وتعتبر أسواق الأوراق المالية الدولية إمتدادا للدول , فالتعامل المحلي في الأوراق المالية يمتد ليشمل أطراف أجنبية, وتكمن أهمية سوق رأس المال الدولي في سوق الأوراق المالية لأن من خلالها يتم أكبر التبادلات في العمليات العاجلة وكذلك العمليات الآجلة [41] ( ص : 25).

### 2.1.1.2. أهمية سوق رأس المال

لقد تزايدت أهمية أسواق رأس المال مع مطلع التسعينات بإتجاه معظم الدول النامية وأخرى إلى تحرير إقتصادياتها وذلك لما تلعبه من دور مهم في تعبئة الموارد المالية المحلية والأجنبية وتوجيهها إلى برامج التنمية الإقتصادية, بحيث إذا كان للسوق النقدية والجهاز المصرفي دور هام وحيوي في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها للإستثمار القومي, فإن الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية لا يمكنها أن تؤدي وظيفتها بكفاءة ما لم توجد أسواق رأس المال التي يتم تداولها فيها [42] ( ص ص: 87-88).

وتتمثل أهم الوظائف التي تقوم بها أسواق رأس المال في الدول النامية [ 42] ( ص : 88):

- أنها تعتبر أداة هامة لتعبئة المدخرات و توجيهها نحو مجالات الإستثمار المنتجة.
- تقوم بتوزيع مخاطر العملية الإنتاجية على من هم أكثر قدرة على إحتمالها .
- تقوم بدور الوساطة المالية بين المدخرين و المستثمرين , كما أن غياب تلك الأسواق أو ضعفها سيضعف من عمليات الوساطة المالية و يجعل تكلفتها عالية.

ومن خلال هذه الوظائف التي تقوم بها أسواق رأس المال يتبين لنا أهميتها في تحقيق التقدم والتنمية الإقتصادية خاصة بعد توطيد ظاهرة الإعتماد المتبادل في الإقتصاد العالمي وعالمية الأسواق .

### 3.1.1.2. ملامح تكامل الأسواق المالية

تميز الإقتصاد العالمي بإرتفاع حجم المبادلات في أسواق المعاملات الدولية حيث كانت 188 مليار دولار في سنة 1986 وإرتفعت إلى 1300 مليار دولار في عام 1996 وهذا يعني أنها زادت بحوالي 3 مرات مما يدل على إرتفاع حجم التجارة الدولية, كما نجد في المقابل تسارع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية حيث زادت بمقدار 5 مرات خلال نفس الفترة, وهذا يدل على أن الإقتصاد العالمي تتحرك فيه التدفقات المالية بسرعة تفوق المبادلات التجارية [43] (ص : 74).

- وتعود هذه الزيادة في حجم المبادلات المالية إلى ظاهرة تحرير تدفقات رؤوس الأموال الدولية, فكانت الدول النامية في السابق تفضل عدم اللجوء إلى التحرير بوضع حلول مسكنة وهذا يرجع لإرتفاع تكلفة التحرير ومشاكل تطبيقه بالإضافة إلى أن عائدته يظهر خلال الأجل الطويل, ولكنه بسبب المشاكل الإقتصادية التي واجهتها بعد فشل سياسات التدخل الحكومي في تحقيق معدلات تنمية إقتصادية مقبولة أصبح التحرير الإقتصادي والمالي حتمية بالنسبة للدول النامية [42] (ص : 154).

ولهذا نجد أن معظم الدول إتجهت نحو تحرير أنظمتها المالية, وإلغاء القيود على تدفقات رأس المال كما أتاح تقدم الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات إمكانية الربط الدولي شبه الآلي للأسواق المالية مما مكن من سرعة الشراء والبيع للأسهم والسندات ومن ثم إنتقال الأموال, ويظهر هذا أثر التقدم التكنولوجي على الأسواق المالية, في أنها تغلب على الحواجز الطبيعية والمكانية والزمنية التي تفصل بين الأسواق المالية في دول مختلفة.

وتتحدد درجة التكامل الأسواق المالية من خلال مؤشرات أساسية تتمثل في مقاييس معينة مثل معدلات الفائدة بين الدول أو قيمة الأسهم ذاتها في البورصات المحلية والعالمية, وكلما إقتربت هذه المعدلات والقيم للتساوي كلما كان الإقتصاد أكثر تكاملا, وكلما إزداد تكامل أسواق رأس المال زادت حركة رؤوس الأموال على مستوى العالم و بالتالي لا يصبح الإستثمار المحلي متوقفا على المدخرات المحلية حيث يمكنه الحصول على رأس المال المطلوب من الأسواق العالمية وبسعر فائدة مقارب لسعر الفائدة المحلي.

فقد نما حجم الإستثمارات العالمية نتيجة التكامل المالي العالمي, حيث زادت تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 18 % عام 2000, كما يلاحظ أن الدول المتقدمة ما تزال

تستحوذ بحوالي 75 % من التدفقات الوافدة, بحيث 82 % من التدفقات الصادرة في عام 2000 كانت للإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة واليابان [14] (ص : 156). كما زاد حجم المدخرات العالمية إلى 3 تريليون دولار سنويا, وتبين تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر إلى مدى إدماج البلدان في الإقتصاد العالمي, كما تشير الصورة غير المباشرة إلى توزيع الفوائد العائدة من الإستثمار الأجنبي المباشر جدول رقم (14).

جدول رقم (14): أكثر الدول جذبا لتدفقات الإستثمارات الأجنبية المباشرة في

الاقتصاديات النامية ودول التحول [14] (ص : 156)

القيمة بالمليون دولار

الدولة	1995	1998
الصين	35,849	45,460
المكسيك	9,526	10,238
الأرجنتين	5,279	5,697
البرازيل	5,475	28,718
المجر	4,453	1,935
أندونيسيا	4,346	3,56
ماليزيا	4,178	3,727
بولندا	3,659	5,129
شيلي	2,977	4,792
تايلاندا	2,068	6,969
الهند	2,144	2,258
جمهورية التشيك	2,561	2,540
بيرو	2,056	1,930
روسيا	2,016	2,183

ونلاحظ من خلال الجدول السابق تزايد قيمة الإستثمارات المباشرة الأجنبية في كثير من الدول النامية ما بين سنة 1995 و1998, ما عدا بعض الدول منها المجر وأندونيسيا وماليزيا والبيرو وهذا بسبب الأزمة الآسيوية سنة 1997, لكن في بقية الدول النامية عرفت إنتعاشا كبيرا حيث إستحوذت الصين على أكبر قيمة من هذه التدفقات حيث بلغت 45,460 مليون دولار في

سنة 1998 بعدما كانت 35,849 مليون دولار سنة 1995, كما تحصلت البرازيل على زيادة قيمة هذه التدفقات حيث كانت 5,475 مليون دولار سنة 1995 وارتفعت إلى 28,718 مليون دولار سنة 1998.

### - تغير مميزات النظام النقدي الدولي

يتميز النظام النقدي الدولي الحالي الذي تقوده الأسواق بدلا من النظام النقدي الدولي السابق الذي كانت تقوده الحكومات وهو نظام بروتن وودز, بالخصائص التالية [14] (ص : 146):

أ- تدويل الأسهم و السندات الدولية.

ب- هبوط أهمية المصارف بالقياس إلى أهمية الأسواق كهيئات وسيطة .

ج- قيام الأسواق بتحديد أسعار الصرف في ضوء إتساع نطاق الصفقات المالية العالمية بالقياس إلى الصفقات التجارية .

د- تقلب السوق بتعاضد الصدمات عبر النظام كله ويرجع السبب في ذلك إلى توافر المعلومات وسهولة الإتصالات .

هـ- تنسيق السوق, حيث تقوم مجموعة صغيرة نسبيا من المؤسسات للتعامل في وقت واحد عبر الأسواق العالمية مستخدمة طرق متماثلة في التحليل والسلوك.

فتعتبر الحركة الدولية لرأس المال, مظهرا أساسيا من مظاهر التكامل المالي الدولي, كما أن صورة هذه الحركة ودرجاتها ترتبط ارتباطا وثيقا بكفاءة الأسواق المالية الدولية .

### - ظهور الأسواق الناشئة

حدث تزايد في تكامل الدول النامية مع النظام المالي الدولي نظرا لتحرير الأسواق المالية للدول المتلقية والدول المصدرة لرأس المال, ألغت كثير من الدول النامية القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري, وتخلت عن الرقابة على التدفقات المالية عبر الحدود, خاصة الرقابة على التدفقات الأجنبية.

فبنهاية عام 1992 كانت 35 دولة نامية قد حررت بالكامل حساب رأس المال [40] (ص: 13) وهذا من أجل زيادة جاذبية أسواقها وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية وإجتذاب الإستثمارات المحلية والأجنبية والتي أصبحت تسمى بإسم الأسواق الناشئة.

حيث عرفت مؤسسه التمويل الدولية على أنها أسواق في الدول منخفضة ومتوسطة النمو, بدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم[40] (ص : 106).

وقد شهدت أسواق الأوراق المالية الناشئة في كثير من الدول النامية تطورات عميقة وسريعة في فترة التسعينات مما ساعدها على جذب اهتمام المستثمرين الدوليين الأمر الذي ترتب عليه زيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي للإستثمار في تلك الأسواق, وترجع الزيادة إلى عوامل داخلية تتعلق بالدول النامية مثل الإصلاح الاقتصادي الذي تم في العديد منها, وإلى عوامل خارجية كإخفاض أسعار الفائدة العالمية [40] (ص ص : 104 – 105).

### 2.1.2. أسباب تكامل الأسواق المالية

أصبحت الأسواق المالية, عبارة عن سوق واحد ترتبط ببعضها البعض, وهذا راجع لعدة أسباب منها:

#### تطور سوق العملة الأوروبية الدولية

تعتبر أسواق العملات الأوروبية بأنها سوق مستقلة للإقراض الدولي الخاص, معتمدا على قواعد تنظيمية تختلف عن تلك التي تحكم أسواق الإقراض القومية والدولية الأخرى في العالم, فالأصل في هذه الأسواق قيامها بقبول الودائع وتقديم القروض بالعملات الأجنبية, وهي تمتاز بغياب صور وأشكال الرقابة التي تمارسها السلطات النقدية في الظروف المعتادة على الأسواق المالية الوطنية [7] (ص : 151), وتطورت هذه الأسواق مع إرتفاع أسعار النفط الذي صاحب هذه الأخيرة ظاهرة الفوائض البترولية التي تراكمت لدى دول منظمة الأوبك ثم إيداعها في البنوك العالمية, ثم قامت هذه البنوك إقراضها للدول النامية في مناطق مختلفة من العالم [44] (ص : 18).

#### تطور السوق الدولية للسندات الأوروبية

حيث يتميز هذا السوق بإنفتاحه حيث من خلاله يمكن أن تصدر وتسوق السندات الأوروبية في أكثر من سوق أجنبي في وقت واحد, كما تعتبر هذه السندات الدولية المصدر طويل الأجل للتمويل [7] (ص : 154) أي من خلالها يمكن الحصول على قروض طويلة الأجل من طرف المقترضين الدوليين.

### ● إزالة القيود على القابلية للتحويل لأغراض الحساب الجاري

تم إزالة القيود على القابلية للتحويل لأغراض الحساب الجاري بالنسبة للدول الأوروبية (1958-1959), أما الولايات المتحدة الأمريكية باشرت بإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال في 1959, ثم سار على نهجها عدد من الدول الأخرى منها الدول النامية [38] (ص : 144).

### ● تحرير القطاع المالي والمصرفي

ارتبطت زيادة تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود وسرعة إنسيابها بين سوق وآخر بشكل وثيق مع سياسات التحرر المالي الداخلي والخارجي.

### ● إتساع قاعدة القروض المشتركة

إن أهم التغييرات التي حدثت على سوق الائتمان الأوروبي الدولي, هو ظهور مفهوم سعر الفائدة المعموم, الذي قضى على مخاطر التقلبات في تكاليف تحويل القروض المتوسطة داخل البنوك, كما حدث تغيير آخر في سوق القروض الأوروبية الدولية, طريقة القروض المشتركة, حيث يمكن قيام أحد البنوك بتوفير جزء كبير من القرض من مقترض واحد من دون زيادة المخاطر الائتمانية الدولية, إلا أن أهمية هذا النوع من التمويل قد إنخفض في السنوات الأخيرة بسبب إنتعاش سوق السندات وأوراق الدين الأخرى [38] (ص : 144).

### ● إنتشار فروع البنوك الأجنبية

تتمثل أهمية هذه الفروع في أنها تقيم أغلب عملياتها بالعملات الأجنبية ولصالح غير المقيمين أو لصالح الشركات متعددة الجنسيات وهذا بمقارنتها مع البنوك المحلية, كما لعبت دورا مهما في نقل التطورات المالية بين المراكز المالية المختلفة في أنحاء العالم [45] (ص : 56).

### ● ظهور الأدوات المالية الجديدة

تشهد الأسواق المالية حركة الابتكارات المالية والتي تتمثل في ظهور تشكيلة متنوعة من الأسهم والسندات, والتي تأخذ من صفات حقوق الملكية والمديونية على حد سواء وتصنيف لها صفات أخرى كمزيج منهما, بالإضافة إلى تقديم وسائل التغطية الحديثة ممثلة في كل من عقود المستقبلات والخيارات, فعقد المستقبلات هو إتفاق نمطي لتبادل أنواع محددة وفي تواريخ إستحقاق محددة في المستقبل, على أن يتم ذلك من خلال البورصة, أما عقود الخيارات فهي حق وليس

إلتزام في شراء أو بيع ورقة مالية أو أصل معين عند سعر معين ولفترة محددة من الزمن, ويعتبر كل من عقد المستقبلات والخيارات أوراق مالية مشافة, أي مشتقة من ورقة مالية أصلية تتداول في السوق الثانوي, الذي يمكن ان يلغي التغييرات المقصودة في المكون الآخر وهو الإئتمان المحلي [40] ( ص ص: 137 – 138).

### ● ثورة المعلومات و التطور التكنولوجي

تلعب الإتصال ونقل المعلومات التي يتيحها التقدم التقني الهائل الذي نشهده اليوم, في ربط الأسواق المالية العالمية مما سهل في تسارع حركة إنتقال رؤوس الأموال.

فمع التقدم في الحاسبات وشبكة الأنترنت سينعكس على المزيد من التطور في الأسواق المالية, فمن المتوقع أنه بحلول عام 2010 ستزيد قدرة الحاسب الآلي المتوسط على إجراء العمليات بمقدار عشرة ملايين مرة عما كانت عليه سنة 1975, كما أن شبكة الإنترنت في خلال ثلاثة سنوات من إنشائها عام 1989 وصل عدد مستخدميها على مستوى العالم إلى 50 مليون و يلاحظ أن حجم شبكة الأنترنت تتضاعف كل مائة يوم [14] (ص ص : 32-33), حيث الأنترنت شبكة مكونة مما يزيد عن 2,2 مليون جهاز حاسب آلي باستخدام ما يزيد عن 32 شبكة للاتصالات [46] ( ص : 137) .

### ● صعود الرأسمالية المالية

ونعني به الأهمية المتزايدة لرأس المال التي تتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية, ونتيجة لذلك أصبح الإقتصاد العالمي تحركه مؤشرات ورموز البورصات العالمية (دهو جونز, ناسداك, نيكاي, داكس , كيك 40) والتي تؤدي إلى نقل الثروة العينية من يد مستثمر إلى آخر دون أي عوائق سواء داخل البلد الواحد أو عبر الحدود الجغرافية [47] (ص : 04).

### ● بروز فوائض نسبية كبيرة لرؤوس الأموال

إن الحركة الدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن الربح على الصعيد العالمي تعكس وجود كتلة كبيرة من الفوائض الإدخارية غير المستثمرة, فأصبح من الضروري البحث عن منافذ لإستثمارها فراحت تبحث عن فرص إستثمارية على الصعيد الدولي لتدر مردودا أفضل مما لو بقيت في الداخل أو مستثمرة بمعدلات ربحية متدنية في الدول المصدرة لهذه الأموال [47] (ص : 05).

## ● إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية [38] (ص ص : 147 – 148)

إن إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية لها دور مهم في تسريع عملية التحرير المالي, وفي هذا السياق هناك ثلاثة أمور هامة يتعين رصدها :

- توسعت الأنشطة التي تقوم بها البنوك, حيث أصبحت تقوم بخدمات مالية لم تكن تقوم بها من قبل, وهذا بعد إلغاء القيود, مما أدى إلى تنوع مصادر أموال البنوك, وتنوع طرق استخدامها.
- دخول المؤسسات المالية غير المصرفية كمؤسسات التأمين وغيرها كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية, مما يعني تراجع دور البنوك في مجال الوساطة.
- عمليات الاندماج والإستحواذ التي حدثت بين المؤسسات المالية, فقد حدث هذا الاندماج في البداية بين البنوك المحلية, ولكن من المتوقع أن تحدث مثل هذه الاندماجات بين البنوك عبر العالم.

### 2.2. تحرير حساب رأس المال

إستفادت الكثير من دول العالم النامي من تخفيف حدة القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال في عالم يشهد زيادة كبيرة في تحرير التدفقات الدولية, ومن خلال هذا المبحث سوف نتناول أوجه الرقابة على رؤوس الأموال وكيفية التوجه نحو التحرير المالي.

#### 1.2.2. الرقابة على رأس المال

إتجهت معظم الدول نحو تحرير معاملاتها المالية, بعدما كانت تفرض عليها رقابة, وهذا نتيجة للتطورات السريعة التي يشهدها العالم.

#### 1.1.2.2. القيود المفروضة على رأس المال

إن في ظل الرقابة على المعاملات المالية تصبح حركة رؤوس الأموال صعبة [48] (ص : 74), وتتمثل أهم صور الرقابة في [49] (ص : 41):

#### أ- الرقابة على الصرف :

وهو عدم سماح البلد للمقيمين وغير المقيمين بتحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملات الأجنبية. وتعتبر الرقابة على الصرف السبيل الوحيد أمام السلطات النقدية للمحافظة على

ثبات سعر الصرف عند مستوى ملائم, حيث تلتزم السلطات النقدية بعدة أساليب للرقابة على الصرف وأهمها [50] ( ص ص : 144- 145 ) :

- إلزام بيع العملات الأجنبية إلى السلطات النقدية, مثلا إرغام المصدر على تسليم العملة الأجنبية للبنك المركزي .
  - حظر تصدير العملات الأجنبية, والمعادن النفيسة, أو الجواهر أو الأشياء الثمينة كاللوحات الفنية إلى الخارج.
  - فرض رقابة حازمة على المبادلات الخارجية, ويتحقق ذلك عند قيام المصدر بتسليم ثمن ما يصدر إلى السلطات النقدية بالسعر الرسمي المقرر وكذلك بشأن الإستيراد وعادة لا تمنح هذه الرخص إلا بإستيراد السلع الضرورية و ليس السلع الكمالية.
- وتفرض الدول نظام الرقابة على عمليات الصرف الأجنبي كوسيلة لحماية القيمة الخارجية لعملاتها ومكافحة الآثار المترتبة على عمليات المضاربة وهروب رؤوس الأموال القصيرة الأجل, يخضع هذا النظام إلى الإشراف الحكومي المنظم على سوق الصرف الأجنبي [7] (ص : 68).

#### ب- القيود الكمية على حركة رؤوس الأموال :

والتي تطبق من خلال نظم التراخيص ومن خلال القيود المفروضة على موقع و عدد مقدمي الخدمة وحجم رقم الأعمال [51] ( ص : 40).

#### ج- الضرائب على العمليات المالية الخارجية :

وهي ضرائب المعاملات الرامية إلى تثبيط التدفقات القصيرة الأجل بالنسبة إلى التدفقات الطويلة الأجل " ضرائب توبين " على إسم جيمس توبين الإقتصادي الذي إقترحها لأول مرة, وقد فرضت بالفعل ضرائب ورسوم على الخدمات المالية وتدفقات رؤوس الأموال المتصلة بها في كثير من الحالات, و يتعين تطبيق هذه الجبايات بطريقة تجعلها تهدئ من التقلبات بدون أن تعزل الاقتصاد الوطني عن الأسواق الدولية, وبدون أن ترفع التكاليف المالية خلال الأزمات [51] (ص : 40).

وضريبة توبين هي ضريبة دولية موحدة تدفع على المعاملات الحاضرة التي تتم في أي مكان وتشمل تحويلا من عملة لأخرى, سواء في أسواق الأوراق المحلية, أو أسواق الصرف الأجنبي, ولهذه الضريبة مزايا ز مخاطر.

## المزايا

هي تقلل الإضطرابات الناشئة من الاتجار في السوق, في حين تسمح للمتعاملين بالتفاعل مع التغيرات التي تطرأ على السياسة الاقتصادية, ومن ثم تكون قوية التأثير أكثر من الحماية [52] (ص: 224) مثل الرقابة على رأس المال, ويمكن أن تستخدم كأداة للسياسة من قبل المؤسسات مثل: صندوق النقد الدولي, والبنك الدولي, و لها دور في تدعيم كفاءة السوق و الإستقرار المالي العالمي [53] (ص : 24).

## المخاطر

تتمثل المشاكل الرئيسية لضريبة توبين والتي تحد من فعاليتها في أربعة عناصر مهمة [53] (ص:24):

### - تحديد وعاء الضريبة

للحد من الإضطرابات التي تحدث في السوق المالية يجب أن يكون وعاء ضريبة على المعاملات المالية الدولية شاملاً قدر الإمكان فلا يجوز إستبعاد فئة من فئات المشتركين في السوق, ولا ينظر إلى جنسية المتعاملين, ولا تستطيع ضريبة توبين أن تميز بين الإتجار العادي الذي يعمل على تعزيز كفاءة السوق وإستقرار الأسواق المالية وبين الإتجار المتغير الذي يتميز بالإضطرابات وعدم الإستقرار.

### - المعاملات التي تخضع للضريبة

إن تطبيق ضريبة توبين على المعاملات الحاضرة فقط التي تشمل عملات أجنبية لن يكون مناسباً لأنه يمكن تحاشي الضريبة بالإيجار في المشتقات المالية, وبالتالي فإن إمكانية إستبدال الأدوات المالية يطرح مشكلة لا يسهل حلها.

### - سعر الضريبة

يتطلب أن تعمل الضريبة على المعاملات المتعلقة بالصرف الأجنبي بسعر صرف العائد يكون مساوي للصفر حين يكون سعر صرف العملات في صفقة ما في حالة توازن وأن يزيد سعر الضريبة تبعاً للانحراف عن التوازن, ولكن هذا يعني ضريبة متغيرة, في حين أن إقتراح توبين يدعو إلى سعر ضريبة موحد.

## - توزيع الإيرادات

تتوقف الإيرادات الناتجة عن ضريبة توبين على عدة عوامل تشمل وعاء الضريبة وسعرها، وحجم المعاملات المعفاة، وهناك مشكلة متعلقة بمن يحق له الحصول على الإيرادات المتحصل عليها من ضريبة توبين، لأن تخصيص الضريبة مسألة سياسية تدور حولها خلافات شديدة، وقد يكون الحل البديل هو فرض ضريبة على شريحتين يتألف من ضريبة بسعر منخفض للمعاملات العادية ورسم إضافي على الصرف يفرض على الأرباح الناجمة عن المعاملات قصيرة الأجل جدا التي تفتح المجال للمضاربة على العملات، وفي هذه الحال يمكن السماح لسعر الصرف التحرك بحرية داخل نطاق معين، ولكن يؤدي تجاوز هذا النطاق إلى فرض ضريبة على الفرق بين سعر صرف السوق وأقرب هامش لذلك النطاق، وهكذا يمكن الحفاظ على أسعار الصرف داخل نطاق مستهدف من خلال الضريبة بدلا من تدخل البنط المركزي واستنزاف الإحتياطات الدولية.

### 2.1.2.2. مبررات فرض الرقابة على رأس المال

إن معظم الدول يستند تبرير فرض الرقابة على رؤوس الأموال إلى أربعة أسس هي

[49] (ص: 41) :

- المساعدة في إدارة أزمات موازين المدفوعات، أو عدم إستقرار أسعار الصرف والتي تتولد عن تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي تنسم بشدة.
- التأكد من أن المدخرات المحلية في البلدان النامية تستخدم في تمويل الإستثمارات المحلية في تملك أصول أجنبية، وكذلك للحد من ملكية الأجانب لعوامل الإنتاج المحلية.
- زيادة قدرة السلطات على تحصيل الضرائب على الأعمال المالية وعلى الدخل والثروة.
- منع تدفق رؤوس الأموال من زعزعة الجهود المبذولة لتحقيق الإستقرار الإقتصادي والحفاظ على برامج الإصلاح الهيكلي.

فمن خلال هذه المبررات لفرض الرقابة على رؤوس الأموال يتبادر إلى الذهن هل فعلا تؤدي هذه الرقابة إلى حماية الأحوال المالية المحلية من التأثيرات الخارجية، وتمنع إنتقال الأرصدة عبر الحدود بواسطة المقيمين وغير المقيمين في البلدان الصناعية النامية.

فخلال فترة السبعينات والثمانينات تزايدة القدرة على التهرب من الرقابة على رؤوس الأموال في كل من البلدان النامية والصناعية. فهذه التطورات، دفعت بالحكومات إلى إيجاد

سياسات للتعامل مع تدفقات رؤوس الأموال, ومن بين خيارات السياسات المتاحة هي فرض قيود أكثر تشدداً أو تحرير عملياتها المالية الخارجية من القيود.

والتجربة أثبتت ان الإبقاء على القيود الأكثر تشدداً قد لا يكون فعالاً إلا في الأجل القصير, لكنه في الأجل الطويل يكون عرضة للتهرب والمراوغة, وإضافة على ذلك فإنه فرض قيود قد يخلق تشوهات وعدم كفاءة على نحو خطير, بما في ذلك التدخل في تمويل التجارة [49] (ص : 41).

### 3.1.2.2. تناقص فعالية الرقابة على رؤوس الأموال

أدى انهيار نظام بروتن وودز الذي حدث في مطلع السبعينات إلى خلق إمكانية لإجراء تصحيحات كبيرة في أسعار الصرف, وصاحب ذلك تدفقات واسعة النطاق لرؤوس الأموال تغلبت حتى على أكثر النظم شمولاً للرقابة على رؤوس الأموال.

ففي أعقاب تعويم المارك الألماني في بداية عام 1971 مثلاً شهدت اليابان تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال إليها على الرغم من وجود نظام معقد للرقابة على رأس المال والأكثر من هذا أن الرقابة على رؤوس الأموال في كثير من البلدان كانت أقل فعالية في كبح هروب رأس المال [49] (ص : 42).

وهذا يرجع إلى التطورات الحادثة خلال الثمانينات التي ساعدت على زيادة الحوافز وتقليل التكاليف لإنتقال الأرصدة عبر الحدود, وكذا إستحداث منتجات وخدمات مالية جديدة مما جعل الإحتفاظ بالأصول في أسواق البلدان الخارجية أو الصناعية أكثر جاذبية, وأيضاً بالنسبة للودائع في النظم المصرفية في البلدان الصناعية الرئيسية يراها المستثمرون أنها أقل مخاطرة من الودائع بالعملة المحلية في النظم المصرفية المنحلية في كثير من البلدان النامية وخاصة البلدان التي تشهد أزماً مالية وعمليات لإعادة الهيكلة وكذلك بسبب إتساع التمويل المقترن بنمو التجارة غير المشروعة, وهذا ما سهل إستخدام القنوات التي إستحدثت لنقل الأرصدة المتولدة عن الأنشطة غير المشروعة, وتعتبر هذه التغييرات في النظام المالي الدولي إضافة إلى العوامل الأخرى أحد الأسباب التي أدت إلى تقليل فعالية الرقابة على رؤوس الأموال حيث تجم عنها تزايد هروب رؤوس الأموال الذي أثر سلباً على الإقتصاد خاصة في تطبيق السياسات المالية و النقدية بالإضافة إلى أن صانعي السياسات المالية سيواجهون صعوبة كبيرة في تحصيل الضرائب على الدخل المالي وعلى العمليات التجارية وعلى الثروة.

كما أن فرض قيود أكثر إحكاما على رأس المال هو إجراء باهظ التكاليف لأن تلك القيود من شأنها أن تمنع أو بقرض ضريبية مرتفعة على أنواع معينة من المعاملات المالية الخرجية , فتحد من فرصة الوصول إلى الأسواق المالية العالمية , و كما تضعف المنافسة في الأسواق المالية المحلية .

ونتيجة لوجود هذه السلبيات في الرقابة على رؤوس الأموال , تتجه معظم الدول نحو إزالة القيود على حسابات رأس المال .

### 2.2.2. التوجه نحو تحرير رؤوس الأموال

أدى تناقص فعالية الرقابة على رؤوس الأموال منذ الثمانينات إلى قيام بعض الدول الصناعية والبلدان النامية بتحرير معاملات المالية الخارجية من القيود .

#### 1.2.2.2. العوامل المؤدية إلى تحرير رؤوس الأموال

إتصفت الفترة التي سبقت الحرب العالمية الثانية بتزايد الحوافز والقيود المباشرة والجمركية بين كثير من الدول, ولكن عقب هذه الحرب ظهر اتجاه على المستوى الإقتصادي يهدف لتحرير النظام العالمي في المجالات التالية [54] ( ص ص: 11 – 12 )

#### النقدية

من خلال صندوق النقد الدولي الذي تأسس بمقتضى إتفاقية بروتن وودز عام 1944, وبدأ نشاطه في عام 1947 بإعتباره مصرف عالمي يضع موارده في متناول الدول الأعضاء فيه لتمكينها من مواجهة العجز المؤقت أو القصير الأجل في موازين مدفوعاتها .

#### المالية

من خلال البنك الدولي للإنشاء والتعمير للقيام بالمشروعات الزراعية والصناعية في الدول الأعضاء فيه بتقديم قروض طويلة الأجل .

#### التجارية

من خلال منظمة التجارة الدولية, و الذي إقترحت الدول الرأسمالية بشأنها عقد مؤتمر دولي للتجارة إنعقد في هافانا في الفترة من 21 نوفمبر 1947 إلى 24 مارس 1948 .

- فتوجه الدول نحو تحرير النظام العالمي وخاصة بالنسبة لتحرير حساب رأس المال لها مبررات لأن من شأنه أن يحقق ما يلي [49] ( ص : 42):
- تعزيز الكفاءة في الإقتصاد الدولي عن طريق التشجيع على التخصص في إنتاج الخدمات المالية .
  - رفع الكفاءة في القطاعات المالية المحلية من خلال زيادة المنافسة من الخارج .
  - تحسين الوساطة المالية الدولية في مجال توجيه الموارد من المدخرين المستثمرين عن طريق تأكيد تخصيص المدخرات لأكثر الإستثمارات إنتاجية .
  - السماح للمقيمين بالإحتفاظ بحافطة أصول متنوعة على المستوى الدولي , مما يجعل دخولهم أقل عرضة للتأثر بالصدمات المحلية .
  - نقل التكنولوجيا وأساليب الغدارة الحديثة وتحسين درجة التنافسية .

- وأدى التحرير المالي إلى النمو السريع للمعاملات المالية الدولية وتدفق رؤوس الأموال الدولية والتي كان من أهم أسبابها [55] ( ص ص : 16 – 17):
- التكنولوجيا : حيث غير من صناعة الخدمات المالية على الصعيد العالمي , فبفضل الأنترنت يمكن للمستثمر الحصول على المعلومات بتكلفة ضئيلة و في وقت قصير , كما يمكن إبرام الصفقات مع الأسواق المالية عن بعد .
  - إلغاء القيود المفروضة على معاملات حساب رأس المال الذي هو ضروري للتحرير الإقتصادي .
  - إستقرار الإقتصاد الكلي و إصلاح السياسات في الدول النامية.
  - عولمة التجارة , مما شجع المعاملات المالية الدولية لتغطية مخاطر الصرف و المخاطر التجارية .
  - تطور المشتقات المالية مثل مبادلة العملات , و الخيارات و العقود الآجلة , مما سمح للمستثمرين الدوليين بتحمل بعض المخاطر مع نقص تعرضهم لمخاطر أخرى .

### 2.2.2.2. تعريف وشروط تحرير حساب رأس المال

تعريف تحرير حساب رأس المال [55] ( ص : 18)

هو التحرر من الخطر على المعاملات في حسابات رأس المال و الحسابات المالية لميزان المدفوعات سواء من حيث المجالات التي تشتملها أو الأشكال التي تأخذها أو الدرجة التي تفرض بها.

وكذلك تعني قابلية حساب رأس المال للتحويل إلغاء القيود على النقد الأجنبي والضوابط الأخرى، ولكنها لا تلغي بالضرورة كل الوسائل الشبيهة بالضريبة والمفروضة على المعاملات الأساسية.

### شروط تحرير حساب رأس المال

هناك شروط مسبقة قبل تحرير حساب رأس المال لأن تدفقات رؤوس الأموال بغرض المضاربة قد يجعل من الصعب تحقيق إستمرار تحريره، وتتمثل هذه الشروط فيما يلي [49] (ص : 43) :

### الإصلاح المالي

الذي يقلل العجز المالي، حيث يمول العجز المالي بطريقة غير تضخمية قالعجز المالي بطبع النقود يحفز المقيمين المحليين على نقل الأرصدة إلى الخارج ليتجنبوا الضريبة التي يفرضها التضخم على الأرصدة الحقيقية للنقود، و لهذا لا بد من إصلاح مالي لتحقيق إستقرار الأسعار و النمو القابل للإدامة .

### إتخاذ سياسات مالية

حيث تكون هذه السياسات مصاغة بعناية تقلل لأدنى حد الإختلافات بين أحوال الأسواق المالية الخارجية و الداخلية يعني ان تواكب أسعار الفائدة المحلية لأدوات المالية القابلة للتداول أسعار الفائدة السائدة في أسواق المالية العالمية، كما ينبغي تدعيم النظام المالي المحلي حتى يستطيع المنافسة بفعالية مع المؤسسات المالية الخارجية، و يتطلب هذا إعادة هيكلة أي نظام مالي يضم كمية كبيرة من الديون , كما لا بد من إعادة بناء المراكز المالية في المؤسسات المالية المحلية.

### تقوية أمن و سلامة النظام المالي المحلي

إن إلغاء القيود على رأس المال المحلي يؤدي إلى إستخدام تقنيات وأدوات مالية جديدة ومصادر جديدة للأموال ووجود مشاركين جدد في الأسواق المالية المحلية.

### تجنب فرض الضرائب التي تحلق حوافز قوية لنقل الأرصدة إلى الخارج

يجب تحقيق الإنسجام بين الضرائب على النظام المالي، و الضرائب السائدة في البلدان الأخرى ولا بد ان يتحقق هذا قبل الإلغاء الكامل للرقابة على رأس المال من أجل تجنب تدفقات رأس المال واسعة النطاق عن الضرائب .

### إزالة القيود التي تحد من مرونة الأجور والأسعار

ينبغي على الدول أن تعمل على تقليل تفاوت أسعار الأصول لأنه له آثار معاكسة على العمالة والنتاج والثروة في الإقتصاديات ذات الإجراءات والتدابير المؤسسية التي تمنع تعديل الاجور والأسعار وأسعار الفائدة.

#### 3.2.2.2. إجراءات التحرير المالي

رغم أهمية تحرير قطاع السلع والخدمات إلا أنه ليس مستقلا عن القطاعات الأخرى خاصة القطاع المالي فتحرير حساب رأس المال يضيف بعدا خارجيا وضرورة ملحة لإصلاح القطاع المالي. وتحرير تدفقات رؤوس الأموال أحد جوانب تحرير القطاع المالي [56] ( ص : 20).

ويكمن خطر تحرير سوق رأس المال في التعجيل بإلغاء القيود على معاملات رأس المال قبل التصدي للمشكلات الرئيسية في النظام المالي المحلي, والمتمثلة في [55] ( ص : 19):

- الممارسات غير الملائمة للمحاسبة والمراجعة والإفصاح في القطاع المالي وقطاع الشركات, وهذه الممارسات التي تضعف إنضباط السوق.
- الضمانات الحكومية الضمنية التي تشجع تدفقات رأس المال المفرطة غير القابلة للإستمرار.
- عدم كفاية الإشراف والتنظيم التحويلي للمؤسسات والأسواق المالية المحلية, مما يفتح الطريق أمام الفساد والإقتراض المرتبطة به.

حيث تتمثل الإجراءات التحويلية في القوانين والقواعد التنظيمية والسياسات المعتمدة رسميا وهي تعمل على [56] ( ص : 20):

- تعزيز سلامة المؤسسات المالية, بضمان الإدارة المناسبة للمخاطر والتوجيه الداخلي الفعال.
- تحمي المستثمرين من الغش والممارسات الخداعية, أما في الدول ذات الأنظمة المالية الضعيفة تصبح كل من سرعة تحرير حساب رأس المال وتصميم التدابير التحويلية أكثر تعقيدا.
- وتحرير أسواق رأس المال يتطلب على المستوى المحلي إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بما يضمن الكفاءة في إستخدامها وحسن توزيعها على مصادر الاستخدام المختلفة, ثم ربط وتقوية العلاقة بين أسواق رأس المال الدولية من خلال إلغاء جميع القيود والحواجز على حركة تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدولة و يمكن ان يكون تحرير أسواق راس المال تدريجيا وذلك طبقا

لإمكانيات وقدرة الإقتصاد على تحمله, وأساليب التحرير تختلف من دولة إلى أخرى وهي تتوقف على أهداف السياسة الإقتصادية العامة ويمكن تقسيمها إلى [42] ( ص ص 96 : 97):

- تحرير القطاع المالي يضمن إلغاء القيود على سعر الفائدة وإطلاق الرسوم والعمولات وزيادة إستقلالية المؤسسات المالية و إلغاء القواعد الإدارية كالسقوف الإئتمانية.
- تحسين السياسة النقدية من خلال تطوير الأدوات غير المباشرة لها كخفض الإئتمانات التفضيلية في قطاعات الأولوية و تحقيق القيود المباشرة على الإئتمان.
- تشجيع المنافسة في القطاع المالي كتقليل الحواجز أمام الإنضمام إلى السوق أو الإنسحاب منه, وتوسيع نطاق الأعمال أمام المؤسسات المالية, وتحسين هيكل ملكية الشركات المالية وإعادة هيكلية البنوك التي تديرها الدولة ونقلها إلى القطاع الخاص وتحسين وتطوير البنية الأساسية للأسواق المالية كإنشاء شبكة للتعامل بين السماسرة وإستحداث أدوات جديدة في الأسواق الرأسمالية.
- يجب أن يواكب التحرير المالي تحرير تجارة الخدمات المالية وإلغاء القيود على الإستثمارات المباشرة الوافدة أو المتجهة للخارج والأصول المالية وتحرير سعر الصرف وفتح الأسواق أمام المؤسسات الأجنبية على أساس غير تمييزي.
- دعم تنظيم واعي لهيكل الجهاز المصرفي والإشرافي تتضمن: إعادة تكوين رأس المال المصرفي وتحسين درجة الشفافية في المعاملات وزيادة درجة الحماية للمودعين والمستثمرين .

وعلى الدول أن لا تفتح حساب رأس المال فجأة, وبالكامل فتتعرض لأزمة, وهذا يعني أن على البلدان أن تحرر حساب رأس المال بالتدريج [55] (ص : 19), حيث أن أفضل السبل للإصلاح والتحرير المالي هو أن يتم بشكل تدريجي بحيث يسمح أن يكون معدل إصلاح القطاع المالي أبطأ من معدل إصلاح القطاع الحقيقي حيث أن ذلك يعمل على إزالة التشوهات التجارية وغيرها قبل إلغاء القيود على الحساب الرأسمالي, ذلك إلى أن إختلاف سرعة التصحيح في أسواق السلع عنها في أسواق رأس المال قد يؤدي إلى تصحيحات سعرية مفرطة وجموع لأسعار في الأسواق المالية أو احتمال ارتفاع سعر الصرف الحقيقي نتيجة للتدفقات الرأسمالية الضخمة الوافدة [42] ( ص : 97).

### 3.2. آثار تحرير أسواق رأس المال على إقتصاديات الدول النامية

عرفت فترة التسعينات إندماج عدد كبير من البلدان النامية والدول التي تمر بمرحلة إنتقال في النظام المالي العالمي, فنجمت عن هذا الإندماج آثار مختلفة على إقتصاديات هذه الدول.

### 1.3.2. مزايا التحرير بالنسبة للبلدان النامية

إن من أهم الآثار الإيجابية أو النافعة لتحرير أسواق رأس المال في الدول النامية يتمثل في :  
سد الفجوة في الموارد المحلية , كما يساهم في تخفيف حدة المديونية.

#### 1.1.3.2. سد فجوة الموارد المحلية

يؤدي التحرير المالي إلى زيادة تدفق رأس المال من الدول ذات الفائض في رأس المال إلى الدول التي تعاني من عجز أو نقص في رأس المال, وهذا التدفق يساهم في تخفيض تكلفة الإستثمار من خلال إنخفاض سعر الفائدة على رأس المال ومن ثم فإن الدول النامية ذات العجز أو النقص في رأس المال سوف تمكن من الوصول إلى الأسواق المالية الدولية والحصول على ما تحتاجه من موارد مالية لسد فجوة الموارد المحلية والأجنبية التي تعاني منها الدول النامية ذات العجز المالي, كما يؤدي هذا إلى زيادة معدلات الإستثمار في رأس المال ومدخرات كبيرة وعوائد منخفضة نسبيا للإستثمار, فإنه يمكنها أن تقوم بتصدير رأس المال وبالتالي ترفع من عوائد إستثمار رأس المال [57] (ص ص : 109 – 110).

كما ينجم عن تدفق الموارد المالية الأجنبية المساهمة في سد عجز الحكومات عن طريق طرح السندات في الأسواق الدولية نظرا لإنخفاض سعر الفائدة الخارجي [42] ( ص : 127), وكذلك من خلال زيادة الإستثمارات المالية المتاحة للمدخرين لتنويع محافظهم المالية فأسواق رأس المال تقلل من تكلفة المدخرات من خلال سير الإستثمار, فأجهزة الوساطة المالية تسمح للمدخرين والإقتصاد القومي بالوصول إلى إمكانية إستثمارية أكبر كما تسمح بنطاق أوسع من الأوعية الإدخارية, بمعنى أن التحرير يؤدي إلى تعبئة المدخرات وتمويل أنشطة الإستثمار الخارجي كما تظهر أهمية سيولة أسواق رأس المال لعملية النمو بحيث الإستثمارات المرعبة تحتاج إلى تمويل طويل الأجل في حين أن المستثمرين لا يفضلون فقدان السيطرة على إستثماراتهم ومن ثم فالأسواق عالية السيولة توفر للمستثمرين السيولة وعدم فقدان السيطرة على أموالهم وتمكنهم من تنويع محافظهم المالية.

ففتح أسواق رأس المال بالدول النامية لتسجيل الأوراق الأجنبية فإنه يؤدي إلى إعطاء دفعة قوية وإنعاش أسواق المال في الدول النامية وتطورها فزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية مباشرة وغير مباشرة لدعم الموارد المحلية وتمويل فرص الإستثمار المتاحة بها, كما ستؤدي إلى إمكانية دخول الدول النامية إلى أسواق رأس المال الدولية إلى زيادة القدرة التنافسية لأسواقها المالية مما يؤدي إلى زيادة نشاط السوق وتوفير السيولة لأسواقها المالية مما يؤدي إلى تنشيط الإقتصادي القومي وزيادة الثقة فيه وإستكمال العجز في رأس المال المستثمر في الأنشطة الإنتاجية وزيادة دخول المستثمرين الأجانب كما تزيد الإتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا متقدمة فتؤدي إلى جذب المزيد من التدفقات و زيادة معرفة الأجانب بتلك الأسواق [42] ( ص :

125).

### 2.1.3.2. التخفيض في حدة المديونية

التحرير المالي يؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى البلاد النامية وبهذا يمكننا وهذا يقلل من إتجاه هذه الدول إلى الإستدانة من الخارج , فمع نمو التدفقات الرأسمالية الخاصة والمتمثلة في الإستثمارات الأجنبية المباشرة وإستثمارات المحافظ المالية, فسوف تخفض حكومات الدول النامية من إعتماها على القروض المصرفية والقروض الحكومية وهو ما يساعد على الحد من نمو حجم الديون الخارجية ونمو أعبائها.

جدول رقم (15): صافي التدفقات الرأسمالية إلى الإقتصاديات النامية والإنتقالية, في الفترة (1997,

2000), تقديرات صندوق النقد الدولي [14] (ص : 163).

بمليارات الدولارات

2000	1999	1998	1997	صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة الوافدة
142	155	152	141	صافي الإستثمار المباشر
17	5	صفر	39	صافي الإستثمار في الحافظة المالية
123 -	95 -	86 -	66 -	تدفقات صافية أخرى *
36	67	66	115	المجموع

\* تتألف التدفقات الصافية الأخرى من صافي التدفقات الإستثمارية الأخرى الطويلة الأجل, بما فيها القروض الرسمية و الخاصة.

### 3.1.3.2 الحد من ظاهرة هروب رأس المال

قد أوضحت نشرة صندوق النقد العربي 1997، أن أسواق الأوراق المالية بالدول النامية شهدت منذ مطلع التسعينات تطورا ملحوظا يتناسب مع برامج الإصلاح الاقتصادي وخصخصة القطاع العام التي يجري تنفيذها في معظم الدول النامية، وهذا يعني أن إجراءات التحرير المالي المرتبطة ببرامج الخصخصة وبخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص، سوف تؤدي إلى جذب تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال التي يحتفظ بها المقيمون في الخارج، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من ظاهرة هروب رأس المال إلى الخارج.

كما تسمح عملية التحرير المالي للبلدان المصدرة لرؤوس الأموال و هي في الغالب الدول الصناعية الكبرى بخلق فرص استثمارية واسعة أكثر ربحية أمام فوائضها المتراكمة وتوفير ضمانات لأصحاب هذه الأموال وتنوعا ضد كثير من المخاطر من خلال الآليات التي توفرها الأدوات المالية والتحكيم بين الأسواق المختلفة.

### 2.3.2. مخاطر تحرير حساب رأس المال

رغم ما يحمل تحرير أسواق رأس المال من مزايا وفوائد للدول النامية إلا أن هناك مخاطر تصاحب التحرير.

### 1.2.3.2. المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال

إن من أهم أشكال تدفقات رؤوس الأموال إنسيابا إلى الدول النامية في عقد التسعينات هي التدفقات رؤوس الأموال الخاصة حيث تعاضمت وبشكل سريع، ففي عام 1997 وصل حجم هذا الإنسياب إلى حوالي 280 مليار دولار أمريكي، وخلال المدة "1990 - 1997" كان النصيب النسبي لتدفق القروض من البنوك التجارية الخاصة دولية النشاط لا يزيد عن 10 % من جملة إنسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة التي تدفقت إلى هذه الدول، حيث وصل نصيب الإستثمارات الأجنبية المباشرة إلى حوالي نصف هذا الإنسياب وكان حظ البلاد النامية من تلك الإستثمارات متفاوتا، وسيتم إستثمار الحافظة المالية بسرعة النمو، وبضخامة الحركة والتنقل من سوق لآخر وبصورة فجائية فهو أكثر أشكال التدفقات تقلبا، حيث أشار تقرير الإستثمار العالمي لعام 1998 إلى أن درجة التقلب في إستثمار الحافظة المالية يصل إلى 0,43 % في حين يصل إلى 0,35 % بالنسبة للإستثمار الأجنبي المباشر، وإلى 0,71 % بالنسبة للقروض من البنوك

التجارية وذلك من واقع الخبرة عن الفترة ما بين 1992-1997 [58] ( ص:36), كما بينها الجدول التالي.

جدول رقم (16): تقلبات الإستثمار الأجنبي في الحافظة المالية و في الإستثمارات الأجنبية المباشرة للبلاد النامية خلال الفترة: (1992-1997). [58] ( ص ص : 38 -39)

معامل الاختلاف	متوسط الإنسياب بملايين الدولارات	المؤشرات
		<b>جميع البلاد النامية</b>
0,35	100,2	الإستثمار الأجنبي المباشر
0,43	63,3	الإستثمار الأجنبي في الحافظة المالية
0,37	33,2	الإستثمار في الأسهم
0,51	31,8	الإستثمار في السندات
0,71	21,6	قروض البنوك التجارية
		<b>الأرجنتين</b>
0,96	4,3	الإستثمار الأجنبي المباشر
0,46	10,0	الإستثمار الأجنبي في الحافظة المالية
		<b>الشيلي</b>
0,71	2,4	الإستثمار الأجنبي المباشر
0,68	0,8	الإستثمار الأجنبي في الحافظة المالية
		<b>أندونيسيا</b>
0,52	3,6	الإستثمار الأجنبي المباشر
0,63	2,9	الإستثمار الأجنبي في الحافظة المالية
		<b>كوريا الجنوبية</b>
0,57	1,4	الإستثمار الأجنبي المباشر
0,47	11,9	الإستثمار الأجنبي في الحافظة المالية
		<b>المكسيك</b>
0,4	8,2	الإستثمار الأجنبي المباشر
1,22	10,7	الإستثمار الأجنبي في الحافظة المالية
		<b>تايلاندا</b>
0,19	1,9	الإستثمار الأجنبي المباشر
0,52	3,3	الإستثمار الأجنبي في الحافظة المالية

فقرارات المستثمرين في الحافظة المالية تتسم بدرجة عالية من الحساسية تجاه الأمور الجارية في الأجل القصير, فهم يميلون إلى تصفية إستثماراتهم على نحو واسع والخروج بها من

البلد حينما تحدث أية أزمة وقد يعودون بكميات كبيرة من إستثماراتهم حينما تسترد الأسواق الثقة فيها, وتلعب هذه الحركة الواسعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي دخولا وخروجا عبر الحدود الوطنية للدولة, تتسبب في حدوث كثير من الآثار والإنعكاسات السلبية على الإقتصاد الوطني [58] (ص : 37).

تدفق الإستثمارات قصيرة الأجل للداخل بكميات كبيرة, وبشكل مفاجئ, فإنها تزيد من عدم إستقرار الإقتصاد الكلي, إذ غالبا ما يحدث [58] ( ص ص : 37-38) :

- إرتفاع في سعر صرف العملة الوطنية, الأمر الذي يضر بالصادرات ويزيد من الواردات , فيزداد العجز في الميزان التجاري.
- إرتفاع أسعار الأصول وبالذات الأراضي والعقارات والأصول المالية.
- زيادة معدل التضخم.
- زيادة الإستهلاك المحلي.

أما حين تخرج تلك الإستثمارات بشكل مفاجئ فتؤدي إلى :

- إنخفاض سعر صرف العملة الوطنية.
- تدهور أسعار الأصول العقارية والمالية .
- هبوط الأسعار وتدهور معدلات الربح .
- تزايد العجز في ميزان المدفوعات .
- فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلية .
- استنزاف الإحتياطيات الدولية للبلد, وبخاصة إذا حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة .

### 2.2.3.2. مخاطر تعرض البنوك للأزمات

من بين المخاطر التحرير المالي هو تعرض الجهاز المصرفي لأزمات قوية, ويرجع ذلك لعدة أسباب [58] (ص : 40):

- أن تلك الأزمات كان لها تأثير شديد في مجمل الإقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها, نظرا لما سببته من خسائر فادحة في الثروة وإضطرابات في الجسد الإقتصادي.

- الآثار التي نجمت عن تلك الأزمات على الأسواق المالية العالمية بعد أن زادت درجة إندماجها وتكاملها والإعتماد المتبادل بينها, بحيث أصبح من الوارد تماما, أن تمتد المصاعب التي يعانيتها الجهاز المصرفي في بلد ما إلى سائر القطاعات المصرفية في دول أخرى.

- أنه نظرا لخطورة تلك الأزمات فإنها طرحت بقوة ضرورات التحوط لمثل هذه الأزمات, وأهمية وضع نظام للإنذار المبكر يعتمد على تطوير مجموعة من المؤشرات التي تحذر من الأزمة قبل وقوعها.

فالأزمات المعاصرة للبنوك تبين الصلة الوثيقة بينها وبين التحرير المالي, فالغاء القيود التي كانت مفروضة على الجهاز المصرفي خلال فترة الكبح المالي كثيرا ما تهيء الفرصة للبنوك لإتخاذ قرارات سيئة بالنسبة للإقراض وخاصة في حالة غياب الخبرة وقواعد التحوط الكافية, ففي عقد التسعينات حدثت أزمات في الجهاز المصرفي في ما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي, حيث تصاعدت أزمات البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا وشمال أوربا وجنوب شرق آسيا وإفريقيا وأمريكا اللاتينية, فضلا عن الأزمات التي واجهتها بنوك روسيا ودول شرق ووسط أوربا هي تتحول إلى النظام الرأسمالي [57] (ص : 117).

تؤكد الأزمة التي إندلعت في جنوب شرق آسيا في صيف عام 1997 , كيف أن التحرير المالي من خلال تحرير حساب رأس المال والانفتاح دون ضوابط على الأسواق المالية العالمية, في اندلاع أزمة النظام المصرفي, ولهذا لا بد من السماح بمشاركة دولية أكبر في النظام المصرفي, والحد من الإقتراض الخارجي بواسطة البنوك و غير البنوك. [49] ( ص : 31)

### 3.2.3.2. مخاطر دخول الأموال القذرة ( غسيل الأموال )

إن إصطلاح غسيل الأموال لم يعرف تحديده إلا في نهاية الثمانينات, ويرجع الفضل في أول تعريف تمت صياغته لجريمة غسيل الأموال إلى إتفاقية الأمم المتحدة لمكافحة الإتجار غير المشروع في المخدرات والمبرمة بفيينا 1988 [60] ( ص : 08), وتتمثل أهم مصادر غسيل الأموال في الأعمال غير المشروعة مثل : المخدرات والمافيا وتجارة السلاح [61] ( ص : 33), وقد أصدرت لجنة العمل المالي لغسيل الأموال F.A.T.F والمسماة " فاتف " التي أنشأها قمة

الدول الصناعية السبع في 1989، والتي تتكون من 26 دولة ومنظمتين دوليتين هما الإتحاد الأوروبي ومجلس التعاون الخليجي، أربعون توصية في عام 1990 [60] (ص ص : 09-10).

كما تم في سنة 1996 تكليف فريق العمل المعني بالنشاط المالي الخاص بغسيل الأموال التابع لصندوق النقد الدولي ومركزه باريس ب'عداد دراسة عن تأثير غسيل الأموال على الإقتصاد الكلي، و كان الدافع الدراسة إلى أن صندوق النقد الدولي يشجع انفتاح الأسواق المالية الدولية أو قابلية العملة للتحويل من خلال إلغاء الرقابة على الصرف، ولكن هذا التحرير يكون محفوفا بالمخاطر لأنه يفتح قنوات إضافية لغسيل الأموال الفذرة بل إن وسائل الأعلام نشرت تحقيقات تحت عناوين رئيسية مثل: عام 1992 قيام سوق موحدة للجريمة فمع إلغاء الجمارك والرقابة على الصرف في الإتحاد الأوروبي ستزدهر عملية غسيل الأموال ما لم يتم سن قوانين جديدة [62] (ص : 07).

فعملية غسيل الأموال تؤثر سلبا على الإقتصاد الكلي، ومن بين الآثار التي تنجم عليه [58] (ص : 49) :

- إنتشار الفساد الإداري في النظام المصرفي.
- إضعاف هيبية الدولة وتشجيع التهرب من الخضوع للقوانين.
- تشجيع إنتشار الجريمة.
- إضعاف الثقة في السوق المالي المحلي.
- ما تحدّثه من إنحراف لتحول تشجيع المستثمرين إلى الأنشطة المجرمة ذات الأرباح العالية وتأثير ذلك سلبا على الإقتصاد الوطني.
- خسارة الدولة ماديا , لأن هناك ضرائب لن تدفع عند تلك الأموال المغسولة.

### خلاصة الفصل الثاني

تضمن هذا الفصل دراسة حول تحرير التدفقات الدولية لرأس المال، والذي نستخلص منه أهم النتائج التالية:

- إن تزايد تدفقات رؤوس الأموال الدولية دليل على إندماج الأسواق المالية العالمية، هذا الإندماج التكنولوجيا الحديثة و ثورة المعلومات.

- من أجل التوجه نحو التحرير المالي لا بد من إجراءات التصحيح الهيكلي وغيرها من الإصلاحات التي تخص الإقتصاد الكلي.
- كما لا بد عند إتخاذ إجراءات إلغاء القيود على تدفقات رؤوس الأموال وتحرير حساب رأس المال أن يكون تدريجيا, من أجل تجنب مخاطر التحرير.
- هناك آثار مختلفة للتحرير المالي على إقتصاديات الدول النامية, حيث من أهم المزايا هو سد فجوة الموارد المحلية والحد من المديونية, كما له أخطار تتمثل في التقلبات الفجائية للإستثمارات الأجنبية وكذلك إنتشار عمليات غسيل الأموال .

ومن خلال ما تناولناه في هذا الفصل نستنتج بأن من أجل مواكبة التحرير المالي لا بد من إجراءات وشروط يتمتع بها الإقتصاد الوطني وخاصة القطاع المالي ولهذا في الفصل الموالي سنتناول أهم التطورات التي طرأت على القطاع المالي والمصرفي العالمي والمشاكل التي يمكن أن تواجهها الدول عند التحرير.

### الفصل 3

## القطاع المالي في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال

عرف القطاع المالي تطورات على المستوى العالمي نتيجة لتحرير الأسواق المالية، حيث قامت كثير من الدول النامية بإلغاء القيود التي كانت مفروضة على التدفقات المالية عبر الحدود، ومن ثم أصبحت هذه الدول أكثر تكاملاً مع النظام المالي العالمي، ولكن رغم هذا لا تزال هناك مشاكل يعاني منها القطاع المالي بالدول النامية تعيقه على تحقيق الاستقرار المالي، كما أن ظهور الأزمات المالية بالأسواق الناشئة دليل على الصعوبات التي تواجه النظم المالية بهذه الدول.

ولتبيين وضعية القطاع المالي العالمي بصفة عامة وبالدول النامية بصفة خاصة، ومن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى ثلاثة مباحث والمتمثلة في: المبحث الأول والذي يحدد اتجاهات القطاع المالي والمصرفي العالمي، أما المبحث الثاني يظهر المشاكل التي تواجه القطاع المالي بالدول النامية، في حين المبحث الثالث يدرس انعكاسات التحرير المالي على القطاع المالي في الدول النامية وذلك من خلال الأزمات المالية التي مرت بها الأسواق الناشئة.

### 1.3. إتجاهات القطاع المالي و المصرفي

يعد القطاع المالي من القطاعات الحيوية والمؤثرة في الإقتصاديات المحلية والعالمية، لأنه يعكس التطورات والظروف الإقتصادية التي يمر بها العالم، وهو قطاع ذو علاقات متشابكة مع القطاعات الأخرى، حيث شهد هذا القطاع عدة تطورات تمثلت في تدويل النشاط المالي و تزايد دور البورصات وأسواق المال العالمية.

### 1.1.3. تطورات القطاع المصرفي

عرف القطاع المصرفي عدة تغيرات خاصة بعد إزدياد حدة التناقس الدولي على استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وأهم مظاهر التغيرات التي حدثت في هذا القطاع تتمثل فيما يلي [63] ( ص : 26):

- زيادة المنافسة أدت بالدول إلى إلغاء كافة القيود المحلية على الأنشطة المالية.

- التقدم التكنولوجي ساعد على إلغاء القيود بين القطاعات والدول والحد من القيود الرسمية الخاصة بتدفقات رؤوس الأموال, كما أدى التطور التكنولوجي إلى حدوث ثورة في نظام المعلومات وابتكار منتجات تمويلية جديدة.
- توسع البنوك في تقديم الخدمات الحديثة التي تتلاءم مع الوضع الجديد فظهرت المشتقات بأنواعها وتطورت مفاهيم إدارة المخاطر وغيرها من التحولات التي أدت على تنوع أنشطة البنوك عامة, و فيما يلي سنتناول أهم التطورات الحديثة في مجال العمل المصرفي:

### 1.1.1.3. الاندماج المصرفي و الاتجاه نحو الشمولية

#### أ- الاندماج المصرفي

#### تعريف الاندماج المصرفي

يقصد بالاندماج المصرفي أو الدمج المصرفي بشكل عام هو اتحاد أكثر من مصرف في مصرف واحد أو ذوابان كيانين مصرفيين أو أكثر في كيان واحد, أي تحرك أي هو تحرك جماعي نحو التكتل أو التكامل ما بين البنوك لإحداث شكل من أشكال التوحد لتجاوز النمط والشكل الحالي إلى خلق كيان أكثر قدرة وفعالية لتحقيق أهداف كانت تبدو مستعصية التحقيق قبل اتمام عملية الاندماج, ومن أمثلة الاندماج لأكثر شبيوعا التي تؤدي إلى الإستحواذ على بنك أو أكثر بواسطة مؤسسة مالية أو مصرفية أخرى, بحيث يتخلى البنك المندمج عادة عن إستقلاليتة ويدخل في البنك الدامج ويصبح كيانا واحدا [64] ( ص ص : 5 - 8).

ويتخذ الكيان الجديد إسما جديدا عادة إسما المؤسسة الدامجة أو إسما مشترك بينهما و هناك أصول و خصوم البنك الدامج [57] ( ص : 98).

#### أنواع الاندماج المصرفي

هناك عدة أنواع من الاندماج أو الدمج المصرفي [65] ( ص : 42):

- الاندماج الأفقي : و يتم بين بنكين أو أكثر يعملان في نفس النشاط.
- الاندماج الرأسي : و يتم بين البنوك الصغيرة في المناطق المختلفة مع البنك الرئيسي في المدن الكبرى.
- الدمج المختلط : و يتم بين بنكين أو أكثر يعملان في أنشطة مختلفة وغير مترابطة.

أما من حيث العلاقة بين أطراف عملية الإندماج المصرفي فهناك الدمج الطوعي والدمج الإجمالي أو العدائي والذي يواجه عادة بمعارضة شديدة من قبل إدارة البنك المندمج. وقد سارت حركة الإندماج المصرفي بسرعة فائقة، حيث بلغت قيمة عمليات هذا الإندماج التي حدثت خلال عام 1997 حوالي 1,7 تريليون دولار وفي عام 1998 بلغ قيمة هذه العمليات ما يقرب 2.6 تريليون دولار بزيادة نسبتها 53% مقارنة بعام 1997 [57] (ص : 97).

وانتشرت حركة الإندماج المصرفي على نطاق واسع نتيجة سلبية النظام المصرفي و فشله في إثبات وجوده على صعيد العمل المصرفي سبب صغر حجم المؤسسات وقلة الموجودات والسيولة المالية لديها وتخلفها في مجال المنافسة فالحل الأمثل هو اللجوء إلى خلق كيانات مصرفية كبرى عن طريق الدمج بين المصارف ذات الإمكانيات المتفاوتة التي تتكامل طاقاتها فيما بينها في إطار جماعي مشترك واسع النطاق [66] (ص : 7).

وهناك جملة من الأسباب التي ساعدت الإتجاه العالمي نحو الاندماج و منها : [63] (ص : 28)

- إنخفاض العائد المتحقق من الأنشطة المصرفية التقليدية في ظل إتجاهها الإنكماشى المستمر.
- الإستفادة من مزايا الإنتاج الكبير وتحقيق معدل تركيز عال في الأسواق المصرفية الرئيسية والفرعية والذي سوف يؤدي بدوره إلى تحقيق الثقة بدرجة أكبر لدى العملاء, وإلى زيادة مستوى جودة الخدمات المصرفية, كذلك إلى مزيد من الإستفادة بخدمات المتخصصين في الأعمال المصرفية المختلفة مما يكفل إنخفاض نصيب العمل من النفقات الإضافية.
- القدرة على تقديم خدمات تمويلية لنوعية معينة من العملاء.
- تحقيق التوازن بين الفروع ذات الفائض والأخرى ذات العجز والإستفادة من الانتشار الجغرافي.
- تقليص تكاليف الرقابة والمتابعة والإعلان والدعاية والتدريب وغيرها.
- زيادة إستخدام الأدوات الحديثة ذات التكاليف العالية لإنخفاض تكلفتها الرئيسية عند توزيعها.
- وبالنسبة لمقررات " لجنة بازل " \* كان لمقرراتها ضرورة تعديل نسب رؤوس أموال البنوك بعد الآثار على البنوك الصغيرة بضرورة زيادة رؤوس أموالها أو الإندماج مع غيرها حتى تصل إلى النسبة المقررة.

\* - لجنة بازل : هي عبارة عن لجنة أنشأت سنة 1974 ببازل بسويسرا تعمل من أجل الإشراف على الأنشطة المصرفية .

كما قامت بنوك في كثير من دول العالم بعمليات الاستحواذ وهي نوع من الاندماج اللابرادي و يطلق عليه أحيانا الاندماج العدواني[67] (ص : 200), ففي عام 1993 استحوذ Nations Bank على CRT وهي شركة متخصصة ورائدة في المشتقات المالية.

### مراحل الإندماج المصرفي

تمر عملية إندماج البنوك بثلاثة مراحل أساسية هي [68] (ص : 323):

#### المرحلة الأولى

التمهيد للإندماج من حيث ترتيب البنك من الداخل والإعداد الجيد له وإيجاد المفاهيم الواحدة, والضوابط والمحددات القياسية الموحدة والموجهة والضابطة للعمل المصرفي.

#### المرحلة الثانية

إعلان الإندماج و مواجهة التأثيرات السلبية وغير السلبية المترتبة على هذا الإعلان سواء من جانب العملاء, أو من جانب السوق المصرفي ككل.

#### المرحلة الثالثة

تطوير الحيوية الجبهوية للبنك المندمج, وزيادة فاعليتها, والارتقاء بها ككيان فاعل في السوق المصرفي سواء من حيث الأثر المتولد عن عملية الإندماج, أو من حيث التأثير التفاعلي الناجم عن عمل وتشغيل وإرتقاء مهارة البنك المندمج أداء أو عملاً أو ربحية.

وتزايدت أهمية الإندماج المصرفي و كمثل على ذلك فإن عدد عمليات الإندماج والإستحواذ التي تمت بين البنوك التجارية والولايات المتحدة الأمريكية تشير إلى أنه خلال فترة الثمانينات تمت 3555 عملية إندماج بين البنوك وهذا المعدل يعني 355 حالة في المتوسط كل سنة وهو ما يمثل أكثر من ضعف حالات الإندماج التي تمت في الفترات الأربع السابقة (الأربعينات, الخمسينات, الستينات, السبعينات) بينما السنوات الست الأولى من التسعينات قد ظهرت زيادة أكثر في عدد حالات الإندماج لتصل في المتوسط إلى 485 حالة في السنة [69] (ص:25-26).

ويحقق الإندماج المصرفي عدة مزايا منها تحقيق وفورات مالية تتمثل في الحصول على حدود ائتمان أكبر ومزايا أفضل من مراسيلها من الخارج والإستفادة من السيولة التي تتوفر لدى أحد البنوك المندجة فضلا عن زيادة القدرات المالية للبنك بعد الإندماج سوف تساعد على إستخدام التقنيات الحديثة بكل أبعادها مما يدعم قدرته التنافسية بعد الإندماج[70](ص:333).

فقد بلغت قيمة عمليات الاندماج التي حدثت خلال عام 1998 وحده ما يزيد عن 2,6 تريليون دولار بزيادة نسبتها 54 % عن عام 1997, وقد استأثر السوق الأمريكي بنحو 1,62 تريليون دولار تمثل قيمة 1400 صفقة إندماج, في حين دول أوروبا قد استأثرت بعمليات اندماج قدرها 700 مليار دولار خلال عام 1998, بزيادة نسبتها 30 % عن ما حدث خلال عام 1997[68](ص:313).

فقد تضاعفت عدد إندماجات المصرفية في فترة التسعينات على مستوى العالم إلى ما يفوق 4000 عملية إندماج, كما زادت القيمة السوقية لصفقات الإندماج من 200 مليار دولار عام 1994 إلى ما يقرب من 900 مليار دولار عام 1999, مما يوضح التصاعد الحاد في قيمة وعمليات الدمج المصرفي على المستوى العالمي والذي يعد من أهم التحولات التي شهدتها القطاع المصرفي العالمي[57](ص:97) .

### ب- البنوك الشاملة

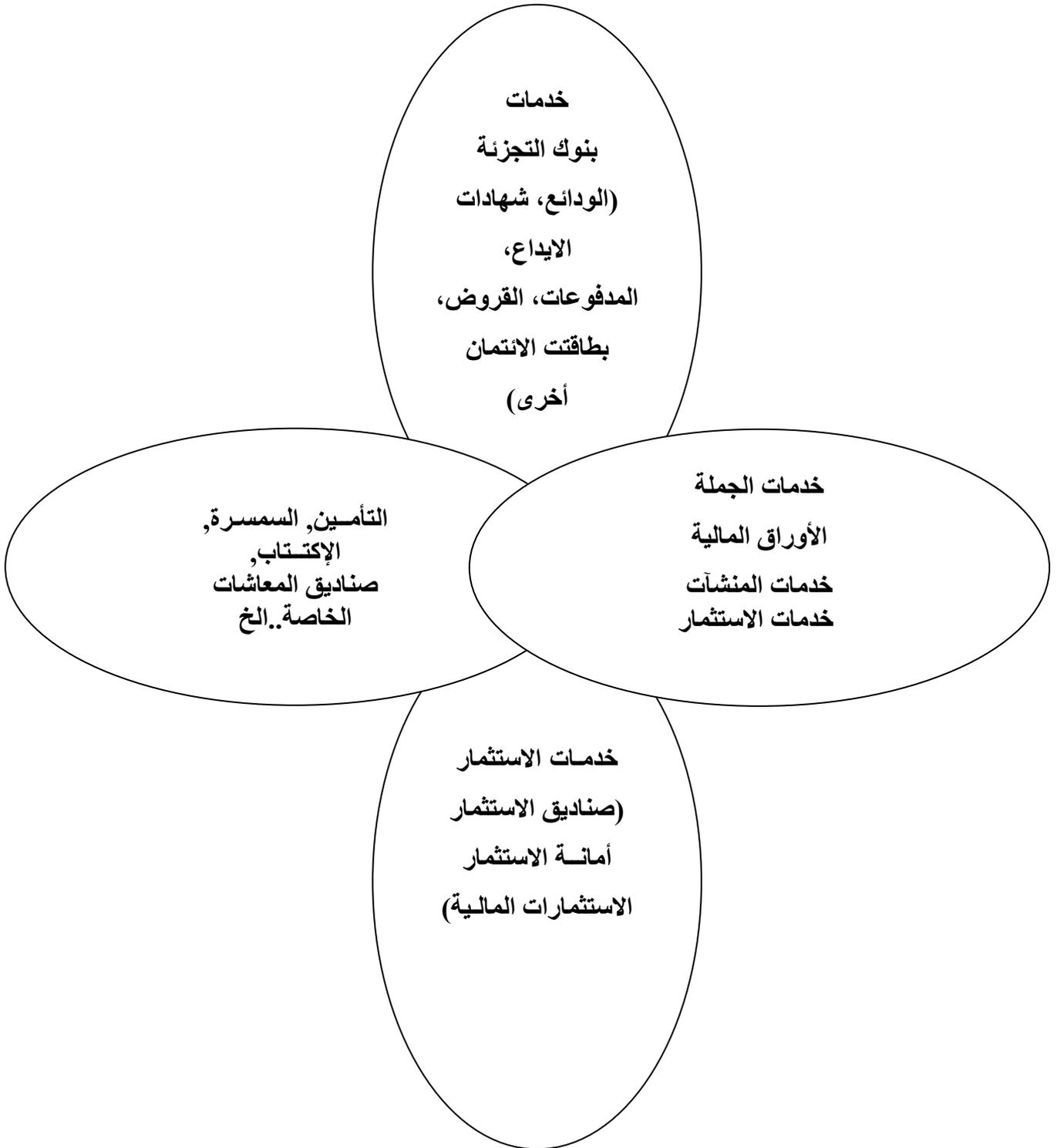
يعد التحول إلى مفهوم البنوك الشاملة من أهم الإستراتيجيات التي أنتهجتها البنوك التجارية لمواجهة التحديات التي فرضتها التغيرات العالمية.

### - تعريف البنوك الشاملة

هي بنوك تجارية جامعة تقوم بالوساطة وخلق الائتمان ودور المنظم, أو البنوك التي تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية ( الوظائف المصرفية الخاصة ) وبين مصارف الإستثمار بما تتضمنه من إمتلاك أسهم الشركات المساهمة والإشتراك في إدارتها[71](ص:21)، أي أنها تقوم بأعمال كل البنوك هذا يعني أنها بنوك متعددة الوظائف والمهام غير متخصصة في نشاط مالي معين.

وبصفة عامة فإن البنك الشامل هو ذلك البنك الذي يحصل على موارده المالية من كافة القطاعات والفروع الإقتصادية في داخل البلاد وخارجها من ناحية, ويقوم الإئتمان لكافة القطاعات الأخرى, كما يقدم مجموعة واسعة من الخدمات المصرفية وتلك الخدمات التي لا تعتمد على وجود رصيد[72](ص:43).

ويمكن التعبير عن تلك الوظائف المتعددة للبنوك الشاملة من خلال الشكل التالي[63](ص:60):



شكل رقم 4: الوظائف المتعددة للبنوك الشاملة [63] (ص:60)

## - أنواع المصارف الشاملة

لقد تطورت أشكال البنك الشاملة من خلال الأنظمة المالية في العلم و ذلك من خلال ثلاثة مستويات [67](ص:204):

### المستوى الأول

نجد أن البنوك الشاملة في القطاع المالي في بعض الدول مثل كندا وبريطانيا يكون لها حصص ملكية محدودة أو معدومة أو صلات بالمنشآت غير المالية وتنخرط البنوك في أنشطة الخدمات المالية الأخرى مثل تغطية اكتتاب الأوراق المالية.

### المستوى الثاني

فتوجد الأنظمة المصرفية الشاملة " ذات البنك الرئيسي " ومن أبرز الدول التي تطبق هذه الأنظمة اليابان وكوريا, وعند هذا المستوى تكون هناك صلات ملكية متشابهة بين البنوك ومنشآت القطاع الحقيقي كما يمكن لها الإنخراط في أنشطة الخدمات المالية الأخرى.

### المستوى الثالث

فتوجد البنوك الشاملة تماما ومن أمثلتها الأنظمة السويسرية و الألمانية , و يتميز بوجود درجة أكبر من التكامل بين الخدمات المالية في نطاق البنك الشامل .

وتقوم إستراتيجية البنوك الشاملة على تبني إستراتيجية التنوع بهدف إستقرار حركة الودائع وإنخفاض مخاطر الإستثمار والموازنة بين السيولة والربحية و درجة المخاطر المصرفية.

البنك الشامل ينوع في القطاعات التي يتعامل معها, ولهذا يتعرض لحد أدنى من المخاطر وفي مقدمتها مخاطر نقص السيولة ومخاطر الإفلاس التي بسببها قد يضيع جزء من ودائع العملاء, فيعد التنوع من أهم المزايا التي يفورها العمل المصرفي الشامل والمتمثلة في المجالات التالية [73](ص:63-75):

## - التنوع في مجال الخدمة المصرفية

وتتم من خلال تنوع مصادر التمويل وتنوع مجال الإستثمار, ولذلك سعت البنوك إلى زيادة مواردها بوسائل غير تقليدية, عن طريق إبتكار أدوات مالية حديثة نسبيا وكما يسعى البنك الشامل

إلى تنويع الإستخدامات في المجالات التقليدية, كما يعتمد على وسائل الإستثمار المستحدثة والتي تقوم على تمويل المشروعات ذات الوفورات المستقبلية و يؤدي ذلك إلى تنوع آجال التمويل.

#### - التنويع بدخول مجالات غير مصرفية

وتتمثل في الأنشطة التي يمارسها البنك نفسه ومن أبرزها التأجير وتجارة العملة وتولي إصدار بعض الأوراق المالية, وإدارة إستثمارات العملاء, كما هناك أنشطة يمارسها البنك عن طريق شركة شقيقة ومن أكثر الشركات الشقيقة شيوعا تلك التي تمارس أنشطة التأمين والإستثمار والتأجير.

وهناك شروط معينة على الجهات المختصة والبنوك المركزية بصفة خاصة لا بد من مراعاتها عند الترخيص للبنوك الشاملة, واهمها ضرورة الإلتزام بمعايير كفاية رأس المال قبل ممارسة النشاط المصرفي الشامل لمقابلة كل الإلتزامات المحتملة مع ضرورة وجود الإدارة المؤهلة لإدارة هذه الأعمال المتنوعة مع مراعاة ضمان وجود التخصصات المطلوبة ووجود الموظفين الأكفاء لإدارة هذا النوع من البنوك [74] (ص : 371).

وكذلك من أهم المسائل التي نالت إهتماما مصرفيا في عقد التسعينات هو التوجه نحو عدم التخصص المصرفي, بحيث أخذت المصارف تمارس كافة العمليات والخدمات المصرفية دون تمييز في ظل التطورات المالية والمصرفية العالمية المتلاحقة واشتداد المنافسة في القطاع المالي والمصرفي محليا وإقليميا وعالميا [63] (ص : 55), ولهذا من أجل تعزيز وتجميع القدرات التمويلية والتوظيفية للمؤسسات المصرفية بالدول النامية فينبغي عليها تجنب التزام أسلوب المؤسسات المصرفية المتخصصة [75] (ص : 207).

### 2.1.1.3. خصخصة المصارف

تعتبر خصخصة المصارف أحد نواتج التغييرات العالمية, وقد حدث الإتجاه نحو الخصخصة في الدول النامية بالتحديد بعد زوال مبررات الملكية العامة للبنوك مع تحول الكثير من هذه الدول إلى تطبيق برامج الإصلاح الإقتصادي و الهيكلي والتحول لآليات السوق [57] (ص : 99).

وتتمثل أهم دوافع خصخصة البنوك في مواجهة التحديات التي تواجه العمل المصرفي في ظل التطورات المصرفية العالمية و التكيف مع ما جاءت به إتفاقية تحرير الخدمات المالية في إطار إتفاقية الجات ومنظمة التجارة العالمية, حيث وقع على إتفاقية تحرير الخدمات المالية حوالي 70 دولة في ديسمبر 1997, إضافة إلى دوافع أخرى تتمثل في تحقيق عدد من الإيجابيات أهمها

الوصول إلى تطبيق مفهوم البنوك الشاملة ومواجهة التحديات التي تفرضها عليها المنافسة الدولية وتحقيق الكفاءة في التشغيل وتقليل معدلات المخاطرة، كما تهدف خصخصة القطاع المصرفي والمالي في تنشيط سوق الأوراق المالية وتوسيع قاعدة الملكية وزيادة المنافسة في السوق المصرفية وتحسين الأداء الإقتصادي وزيادة أداء الخدمات المصرفية، كما تعمل على تحفيز تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل وتوفير فرص واسعة أمام المستثمرين الأجانب [65] (ص ص : 43-44).

### 3.1.1.3. الإلتزام بمعيار كفاية رأس المال حسب مقررات لجنة بازل

لقد إرتبط حجم رأس المال في قطاع البنوك بقدر المخاطر التي تتعرض لها لأن البنوك تعمل أساسا بأموال الغير والمتمثلة في الودائع و من خلال استخدامها لدى الغير في شكل قروض وتسهيلات بالإضافة إلى صور الإستثمار الأخرى أي أنها تتحمل مخاطرها ومخاطر الآخرين، فمع تزايد تعرض البنوك للمخاطر المصرفية بعدة وسائل وأهمها تدعيم رأس المال والإحتياطات وقد اتخذ معيار كفاية رأس المال أهمية متزايدة منذ أن أقرته لجنة بازل 1988، وأصبح لزاما على البنوك الإلتزام به كمعيار عالمي يدل على متانة المركز المالي للبنك و يقوي ثقة المودعين فيه.

وترجع مبادرة إنشاء لجنة بازل لعوامل مختلفة أثرت على إستقرار النظام المصرفي العالمي والمتمثلة في تراكم الفوائض البترولية خلال السبعينات والتي أدت إلى زيادة حجم السيولة الدولية ومن ثم زيادة موارد البنوك وإتاحة فرص إستثمارية أوسع، وقد أدت المنافسة بين البنوك إلى التوسع في الإقراض الدولي والتي نتجت عنه ظهور مشاكل المديونية وهذا ما أثر على التمويل العالمي بسبب تعرض العديد من البنوك الدولية لخسائر باهظة.

ومن ثم إستحدثت بلدان مجموعة العشرة (\*) إتفاقات عن طريق " لجنة بازل للإشراف على الأنشطة المصرفية " التي أنشأت في عام 1974، والتي لديها سكرتارية دائمة في بنك التسويات الدولية، بعد حدوث أزمة في أسواق العملات الأجنبية [76] (ص : 26)، وهناك إتفاق آخر إستحدثته لجنة بازل بوضع إشتراطات تنظيمية لرؤوس أموال البنوك الدولية، وسيسمح للبنوك العاملة في المجال الدولي بإستخدام نماذجها الداخلية الخاصة بإدارة المخاطر لتقدير الحسارة الكلية التي تستطيع تحملها، وهناك لجنتان أخريان تتناولان المسائل الشاملة للعملة الأوروبية، التي أنشأت

(\*) - بلدان مجموعة العشرة هي : الولايات المتحدة الأمريكية ، فرنسا ، المملكة المتحدة ، كندا ، ألمانيا ، إيطاليا ، اليابان ، هولندا ، السويد ، بلجيكا .

في 1992 إستجابة للمخاوف بشأن نمو أسواق اليورو دولار, ولجنة أنظمة الدفع والتسوية التي أنشأت في 1979 لوضع معايير لأنظمة الدفع بالجملة [76] (ص:27).

ومن أهم الأهداف الأساسية لمقررات بازل 1988 مايلي : [63] (ص:40)

- إستقرار النظام المصرفي الدولي, وذلك نتيجة لتعرض كثير من المصارف الدولية لمخاطر بسبب زيادة الإقراض لدول العالم الثالث, وعجز هذه الدول عن السداد.
- وضع مبادئ ومعايير تلتزم بها كافة البنوك الدولية مما يؤدي إلى إستمرار المنافسة العادلة والسلامة المصرفية العالمية.
- تطوير الأدوات الرقابية وخاصة بعد التوسع في استخدام كثير من المستحدثات المالية والتطورات في أسواق المال, وحدث تغييرات في الوظائف التقليدية في البنوك و خاصة بعد دخول المنشآت غير المصرفية إلى الأعمال المصرفية.

وقد تطورت طرق تقدير كفاية رأس المال, فمن أوائل الطرق المتبعة لقياس كفاية رأس المال كانت نسبة رأس المال إلى الودائع, كانت هذه الطريقة مقبولة عالميا وتقدير هذه النسبة بـ10 % و لكن تغير هذا الاتجاه بعد الحرب العالمية الثانية نتيجة لدراسات تمت في فترة الخمسينات والستينات لتقدير كفاية رأس المال من بينها ربط رأس المال بالأصول وليس بالودائع وتقسيم البنوك إلى مجموعات من حيث الأحجام وسيولة الأصول وبياتباع وسائل أخرى مثل سيولة الأصول ومدى تطور الربحية, وإمكانية على الودائع, مع مراعاة أن كفاية رأس المال ليست بديلا لكفاية المخصصات [63] (ص:41).

ومع نهاية عام 1992 أقرت لجنة بازل برفع مستوى كفاية نسبة رأس المال لدى البنوك من مجموع الأصول المرجحة لتصبح في حدود 8 % [65] (ص:40).

### 4.1.1.3. تنويع النشاط المصرفي وإعادة هيكلة الخدمات المصرفية

#### أ- الأدوات المالية الحديثة

يشهد النظام المالي العالمي الجديد العديد من التغيرات والإبتكارات المالية والمتمثلة في الهندسة المالية والمقصود بها : مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة, وتكوين مجموعة حلول إبداعية لمشاكل التمويل في الشركات, وتستخدم كلمة "مبتكرة" لوصف الحال أو العملية أو الأداة التمويلية التي لها تأثير جذري في التطبيق وليس تأثير هامشي [77] (ص:15).

ومن هذا التعريف يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأنشطة:

- الإبتكارات في الأوراق المالية
  - تطوير عمليات مالية مبتكرة بغرض تخفيض تكلفة تأدية العمليات المالية في الأسواق المالية.
  - تقديم حلول إبداعية لمشاكل التمويل في الشركات.
- وتعتبر الإبتكارات المالية من بين أهم التطورات التي حدثت على مستوى النظام المالي، وتمثل الإبتكارات المالية في الأساليب والأدوات والمؤسسات والأوراق والمنتجات المالية الهجينة أو المشتقة والتي تضع بدائل جديدة ومرنة أمام متخذ القرار [67] (ص : 222).

فقد اتجهت البنوك نحو تنويع النشاط المصرفي بالإضافة إلى أنشطتها المشتقات المالية حيث أخذت تتعامل مع [65] (ص : 39):

### العقود المستقبلية

وهي العقود التي تلزم صاحبها بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل.

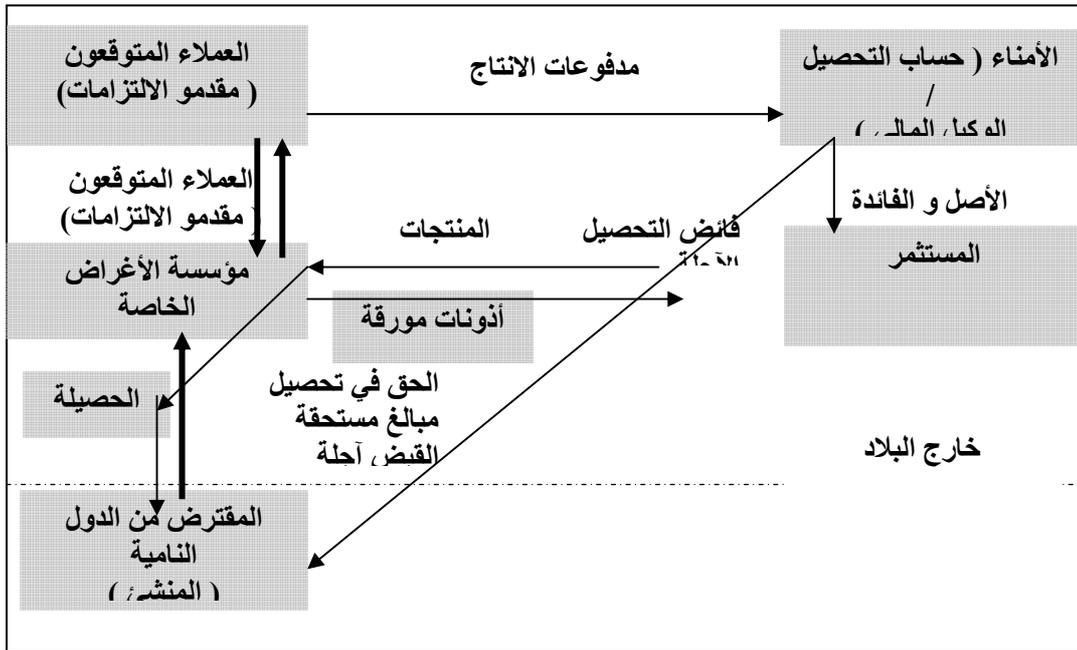
### حقوق الشراء الإختيارية

وهي حقوق تعطى لصاحبها حق شراء أصل من البائع بسعر محدد في فترة لاحقة في المستقبل ويطلق عليها عقود الإختيار أيضا حقوق البيع الإختيارية.

### عقود المبادلة

وهو عبارة عن إتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينة في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقا، ومن أهم العقود عقود معدلات العائد والعملات [63] (ص : 47).

ومن بين الإبتكارات المالية الحديثة هي عملية التوريق وتتمثل في تمويل المقترضين بإصدار سندات يغطيها إنسياب المبالغ المستحقة القبض الأجلة بالعملة الصعبة، حيث يوضح الشكل التالي (5) هذه العملية.



الشكل رقم (5): هيكل التوريق المعتاد للمستحقات الآجلة: [78] (ص: 47)

وتتم هذه العملية حيث يقوم المنشئ (المقترض) في دولة نامية ببيع منتجاته الآجلة بصورة مباشرة أو غير مباشرة لإحدى مؤسسات الأغراض الخاصة في الخارج التي تقوم بإصدار سند المديونية، ويتم توجيه العملاء الدوليين المدنيين لسداد ثمن البضائع التي يستوردونها من المنشئ مباشرة في حساب تحصيل خارجي يديره أحد الأمناء، ويقوم وكيل التحصيل بسداد أصل الدين مع الفوائد للمقترضين، ويتم تحويل أية أرصدة متبقية إلى المنشئ [78] (ص : 46).

وتتيح "التوريق" لمصدري الأوراق المالية من الدول النامية إطالة أمد إستحقاق ديونهم وتحسين مراقبة المخاطر وأداء الميزانية العامة، وإجتذاب طبقة أوسع من المستثمرين، كما تزيد مثل هذه الصفقات من قدرة المقترضين على الدخول مستقبلاً إلى أسواق المال وتخفيض تكاليف القروض الخاصة بهم [78] (ص: 47).

والمشتقات المالية تحقق عدة مزايا أهمها التحكم والسيطرة على المخاطرة وتحسين معدلات الإقتراض والإقراض وإستكشاف الأسعار في السوق وسهلت للعمليات الوصول إلى الأسواق المالية المختلفة وتحسين السيولة [65] (ص ص : 39 - 40).

## ب- إعادة هيكلة الخدمات المصرفية

إن زيادة أهمية الخدمات في الإقتصاديات القومية وإرتفاع مؤشرات مساهمتها في الإجماليات الكلية أدى إلى إدراك وتفهم حقيقي لأهمية الخدمات، ويعتبر هذا الموضوع من أهم المواضيع التي تناولتها جولة أوروغواي ضمن مباحثات التجارة العالمية وبعد سنوات من النقاش توصلت الدول إلى إقرار إتفاقية التجارة العامة للخدمات (GATS) وقد جاءت الخدمات المالية تحت بند من بنود إتفاقية التجارة الدولية [79] (ص:239)، حيث تشكل تجارة الخدمات المالية والمصرفية جانبا أساسيا من تجارة الخدمات والتي أصبحت تشكل نحو 21 % من إجمالي التجارة الدولية [80] (ص:93).

وتتضمن الخدمات المصرفية كل الخدمات التقليدية التي تقدمها البنوك مثل قبول الودائع، الإقراض بكافة أشكاله وخدمات الدفع وخدمات تحويل الأموال، ومن الخدمات المالية الأخرى تجارة الصرف الأجنبي، تجارة المشتقات وجميع أنواع الأوراق المالية، والإكتتاب في الأوراق المالية، وإدارة الأصول وخدمات التسوية والمقاصة والخدمات الإستشارية.

وتعد التطورات التكنولوجية وما صاحبها من تقدم مذهل في مجال الإتصالات والمعلومات ومعالجة البيانات من أهم العناصر التي ساهمت في تطوير الأعمال والخدمات المصرفية، ومن ثم حدوث تطور كبير في أعمال البنوك وخدماتها سواء على المستوى المحلي أو الدولي، كما نتجت عن هذه التطورات دخول المؤسسات المالية غير المصرفية مثل، شركات التأمين كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية، مما أدى إلى تراجع دور البنوك التخارية لا سيما في مجال الوساطة المالية غير المصرفية، ومن ثم فقد طرأ تحول هيكلي على الخدمات المصرفية في البنوك التجارية القائمة على أساس "مخاطر الإئتمان فقط" حيث أخذت تتحول إلى خدمات بنوك الإستثمار القائمة على أساس "مخاطر السوق" [57] (ص ص : 90-92).

ولقد أدت ثورة الإتصالات والمعلومات إلى ظهور تعبيرات جوهرية في طبيعة عمل القطاع المصرفي والمالي، فلا بد من إعادة النظر إلى الدور التقليدي للبنوك الذي يقوم على قبول الودائع ومنح الإئتمان، والتطلع إلى تقديم خدمات مصرفية ومالية متطورة وذلك بالإعتماد على ما أنتجته التكنولوجيا من وسائل حديثة متطورة أدت للإستعاضة عن بعض الخدمات التقليدية بخدمات إلكترونية على تقنية المعلومات والإتصال، فقوم العمل المصرفي الإلكتروني هو شبكة الأنترنيت ونظام التبادل الإلكتروني للمعلومات [82] (ص : 191).

فاستخدام البنوك للخدمات المالية عبر الأنترنت يعود عليها بالفوائد، والتي أهمها: [82] (ص ص: 206-207) :

- تخفيض النفقات التي يتحملها البنك لإجراء بعض المعاملات البنكية المختلفة بدون الحاجة للانتقال إلى البنك وقد بينت إحدى الإحصائيات حول تكلفة الخدمة المصرفية أن تكلفة الخدمة المصرفية تبلغ 1.07 دولار في مقابل 55 سنتا إذا تمت بواسطة الهاتف وتنزل إلى 25 سنتا بواسطة الصراف الآلي و2 سنتا بواسطة الأنترنت.
  - تعزيز رأس المال الفكري وتطوير تكنولوجيا المعلومات.
  - إن الصيرفة الإلكترونية تؤدي لتيسير التعامل بين المصارف وجعله متوصلا على مدار الوقت.
  - إختصار المسافات الجغرافية ورفع الحواجز التقليدية.
  - قيام علاقات مباشرة بين المشتري و البائع.
  - توفير المزيد من فرص العمل و الإستثمار.
  - إستخدام الأنترنت في المصارف يشكل نافذة إعلامية لتعزيز الشفافية وذلك من خلال التعريف بالبنوك وترويج خدماتها و الإعلام، بمؤشرات المالية.
- كما ساهمت التجارة الإلكترونية في العمل المصرفي إلى إزالة الحدود وإختزال المسافات والتي جعلت التطوير الواعي لإستراتيجيات وأساليب عمل البنوك ضرورة حتمية وليس ترفا أو هدرا للأموال [83] (ص ص : 477-478).

### 2.1.3. التغييرات الهيكلية في أسواق رأس المال

تتكون أسواق رأس المال من أسواق الأوراق المالية وأسواق الإقراض طويلة الأجل، فأسواق الأوراق المالية يتم التعامل فيها بأدوات الدين كالسندات التي تصدرها الشركات المساهمة والحكومة وأدوات ملكية كالأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة، أما أسواق الإقراض طويلة الأجل تتعامل بالقروض العقارية والقروض الإستهلاكية، وقروض البنوك التجارية والقروض الزراعية والقروض التنموية الأخرى، والمؤسسات التي تتعامل في هذه الأسواق هي المؤسسات المالية الوسيطة وعلى رأسها البنوك التجارية.

وخلال هذا المطلب سوف نركز الدراسة على أسواق الأوراق المالية.

### 1.2.1.3. تطور أسواق الأوراق المالية

أسواق الأوراق المالية هي إنعكاس لتطور إقتصاديات الدول، وقد ظهرت الأدوات المالية بهدف تلبية حاجات المتعاملين بهذه الأسواق من خلال تبادل هذه الأدوات (الأسهم والسندات)، وهذه الأدوات تباع وتشتري من قبل المتعاملين بها، لذلك تعتبر سلع شأنها شأن أي سلعة أخرى إلا أن لها خصوصية باعتبارها أداة استثمارية.

ويعود التوسع في التعامل بهذه الأدوات إلى الثورة الصناعية حيث اختلف الوجه الإقتصادي للعالم وظهرت الإستثمارات الكبيرة والتي أصبحت تفوق المقدرة الفردية، وبهذا ظهر مفهوم الشركات المساهمة والتي تقوم على أساس مشاركة المساهمين في ملكية المشاريع، وهذا الوضع خلق فرص مناسبة لتوظيف الأموال وكذلك أعطى فرصة للشركات والحكومات على الإقتراض من خلال طرح أسهم وسندات ونتيجة لذلك إزداد التعامل بهذه الأدوات، وهذا كان مناسباً لتجميع مدخرات الأفراد والمشروعات وإستثمارها في مشاريع إقتصادية مفيدة، ولتشجيع الأفراد والمشروعات الإكتتاب بها تطلب الأمر تهيئة وسيلة لتمكينهم من التصرف بهذه الأدوات وتوفير السيولة لهم في الوقت الذي يحتاجون لها، وهذا أدى إلى ظهور أسواق الأوراق المالية لتلبي هذه الإحتياجات [84] (ص: 45).

وإزداد الدور الإقتصادي لهذه الأسواق حيث أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم، ومن أهم البورصات في العالم [30] (ص : 17):

- بورصة نيويورك وتطلق عليها " الـول ستريت"
- بورصة لندن
- بورصة طوكيو
- بورصة أستراليا
- بورصة سدني

أما بورصات الدول العربية فهي حديثة العهد ولا تزال بدائية مقارنة بالبورصات الدولية السابق ذكرها، ومن أهم البورصات العربية [3] (ص : 18) :

- بورصة الأوراق المالية بالقاهرة
- بورصة سوق الإمارات للأوراق المالية
- سوق عمال المالي
- سوق البحرين للأوراق المالية

- سوق مسقط للأوراق المالية
- بورصة الجزائر

وهناك بورصات عربية أخرى سنتطرق إليها في الفصل الرابع.

وسوف نبين فيما يلي تطور فكرة أسواق الأوراق المالية في العالم قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً.

### 2.2.1.3. تطور أهم البورصات في العالم

لقد كان التعامل بالأدوات المالية في بدء الأمر في فرنسا وإنجلترا وأمريكا يتم على قارعة الطريق، ثم إستقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن أسواق الأوراق المالية (البورصة)، وهذه الأسواق هي نتيجة التطور الإقتصادي، كما تطورت هذه البورصات مع تطور التجارة، ويمكن إرجاع نشوء هذه البورصات تاريخياً في فرنسا إلى القرن الثالث عشر ميلادي حيث كان يتم تداول الكمبيالات أو السندات، ولقد أوجد فيليب ملك فرنسا في ذلك الوقت مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذه العملية كما ظهر أول سوق للأوراق المالية في فرنسا في عام 1724 وكان هذا السوق خاضع للقانون بصورة مباشرة، أما بالنسبة لبورصة باريس الحالية فقد تأسست في عام 1808م.

كما أن تطور الحركة التجارية في بلجيكا شجع التجار في بلدة "بروج" على الإجماع وتبادل الصفقات التجارية أمام قصر عائلة Vandar Bourse وتطورت حركة التبادل هذه لتأخذ إسم العائلة Bourse إلى أن أصبحت هذه الكلمة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية "بورصة"، أما في إنجلترا كانت بداية ظهور هذه السوق إلى القرن 17م عندما بدأت الحكومة البريطانية وشركات تجارية كبرى لتجميع الأموال عن طريق بيع الأسهم والسندات، وبهذا تطورت السوق المالية في إنجلترا وإستقرت أعمالها في لندن في عام 1806 في مبنى Royal Exchange، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول سوق في عام 1821، وفي نفس الشارع الذي كانت تتم فيه المعاملات وهو Wall street في نيويورك والذي يعرف بهذا الإسم حتى وقتنا الحاضر .

[84] ( ص : 46 )

وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى:

- السوق الأولي.
- السوق الثانوي.

## - السوق الأولي

ويطلق على هذا السوق "سوق الإصدار" ويقصد به السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية [85] ( ص : 56).

فالسوق الأولي يعتبر وسيلة لتجميع المدخرات وتقديمها للمنشآت، ولأسواق الأوراق المالية دور مهم حيث تساهم في التنمية الإقتصادية كما تعكس تطور المجتمعات، والجدول التالي (17) يوضح قيمة الرسملة لأسواق الأوراق المالية الدولية الكبرى وذلك في نهاية عام 1992 لتبين إسهامها في تنمية إقتصادياتها [86] (ص : 295).

جدول رقم (17): رسملة البورصات الدولية في 1992/12/31: [86] (ص : 296).

الدولة	رسملة البورصة بمليارات الدولارات
الولايات المتحدة	4550
اليابان	2335
إنجلترا	890
ألمانيا	360
فرنسا	354
كندا	229
هونج كونج	157
هولندا	126
المكسيك	120
استراليا	120
إيطاليا	106
كوريا	103
تايوان	92
إسبانيا	86
السويد	74
ماليزيا	71
بلجيكا	68
سنغافورة	51
تايلاند	44
الدانمارك	37

## -السوق الثانوي

وهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة البنوك، وهي تنقسم إلى نوعين: [85] ( ص ص : 56 – 57)

## الأسواق غير المنظمة

تطلق هذه التسمية على المعاملات التي تجري خارج البورصة والتي تتولاها بيوت السمسرة ولا توجد أماكن محددة لإجرائها حيث تتم عن طريق شبكة الإتصالات القوية بين السماسرة والتجار والمستثمرين وتتعامل هذه الأسواق أساسا في الأوراق المالية المسجلة في بورصة الأوراق المالية.

## الأسواق المنظمة (البورصات)

تتميز هذه الأسواق بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء لورقة مالية مسجلة بهذه الأسواق، كما أنها تدار بواسطة مجلس منتخب (لجنة البورصة) من أعضاء السوق.

### 3.2.1.3. عوامل تطور أسواق الأوراق المالية

شهدت أسواق الأوراق المالية نموا سريعا وتغيرا مؤسسيا كبيرا والذي أدى إلى رفع كفاءة هذه الأسواق وتقليل المخاطر المالية، وقد تحققت هذه التغيرات بفعل التكنولوجيا والتحرير الإقتصادي وابتكار وسائل مالية جديدة.

## - التطور التكنولوجي

إن التطبيق الواسع لتكنولوجيا الحاسبات الإلكترونية والاتصالات في الأسواق المالية ساهم في معالجة أكبر حجم من المعاملات وحتى عام 1979 لم يكن التعامل في بورصة نيويورك يتسع لأكثر من 30 مليون سهم في اليوم، وإذا فاق هذا المقدار تطلب إنجازه إستمرار العمل فترة أطول بعد الوقت المقرر إعتياديا، إلا أنه نتيجة التطور التكنولوجي وإستعمال الحاسب الآلي إرتفع حجم التعامل عام 1986 إلى حوالي 140 مليون سهم، وقد بلغت المبيعات الذروة في أحد أيام شهر سبتمبر 1986، إذ سجلت رقما قياسيا جديدا عن مستوى 240.5 مليون سهم في يوم واحد [87] ( ص ص : 70-71)، ومن أجل تسهيل عملية التعامل الدولي إرتبطت شبكة التعامل دوليا بواسطة نظام يعرف باسم "بيغ بانغ" الذي إستحدثه العقل البريطاني فأصبحت البورصات العالمية مرتبطة ببعضها البعض، وبدأ العمل في هذا النظام عام 1985 ويعتبر ثورة التكنولوجيا في نهاية القرن العشرين، حيث يستطيع المستثمر شراء أو عرض أي سهم لأي شركة في أي بورصة عالمية في مدى ثوان فقط وهذا يعني أن بورصات العالم أصبحت بورصة واحدة [87] ( ص:72).

وأهم ما يميز التغيير الكبير في وسائل الإتصال والمعلومات هو ظهور الأنترنت كوسيلة أسرع لنقل المعلومة من مكان إلى آخر مما زاد من ترابط وتشابك العالم، فتعتبر الأنترنت أكبر شبكة معلوماتية في العالم، إذ تحيط بنسيج يشبه بيت العنكبوت لذلك وصفت أيضا "ببيت العنكبوت

العملاق"، حيث بدأت فكرة شبكة الأنترنت أواخر الستينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أنشأت وكالة الأبحاث لتخزين المعلومات وتزويد بها، ودعيت باسم "أربانيت" Arpanet إلا أن تلك الشبكة الخاصة ما لبثت أن تحولت إلى تجمع هائل من الشبكات المترابطة معا أطلق عليها اسم إترنت ويعتبر العام 1986 عام الولادة الرسمية لشبكة أنترنت [88] ( ص ص: 89-94)، ذلك عندما دشنت المؤسسة الوطنية للعلوم الأمريكية NSF طريقة إلكترونية لنقل البيانات إلى خارج.

### - التحرير المالي

إن التحرير المالي ظاهرة حديثة نسبيا ويقصد بها محاولة تخفيف القيود الحكومية على المؤسسات المالية وآليات عملها وأدواتها، وقد بدأت عمليات التحرير المالي منذ بداية عقد الستينات وفي العديد من الدول المتقدمة، فقد أدى التحرير المالي إلى تكامل المراكز المالية الدولية، وكذا إلى تفعيل آليات المنافسة في ظل عمليات الإفتتاح الإقتصادي [79] ( ص ص : 36-37)، وقد سار التحرير في خطين أساسيين: تخفيض قيود الأسعار والكميات، وتخفيض القيود على أنواع معينة من النشاط المالي، وكانت أهم تدابير التحرير هو تخفيف قيود الصرف في البلدان الصناعية الرئيسية الثلاثة التي أبقّت على مثل هذه الضوابط فرنسا واليابان والمملكة المتحدة، وسمح هذا التخفيف لرعايا هذه البلدان بالحصول على إستثمارات بالعملات الأجنبية، مما زاد إمكانية الإستبدال بين الأصول المحلية والأجنبية، كما خففت أيضا القيود على وصول المقترضين الأجانب إلى الأسواق الوطنية، وعلى قدرتهم على الإقتراض بالعملات الوطنية، مما زاد من تكامل الأسواق المالية الدولية، وشملت تدابير التحرير كذلك تخفيف القيود على الحق في إقامة المؤسسات وعلى الأنشطة المالية، وعلى حوافز الأوراق المالية التي يجوز للمؤسسات المالية حيازتها وخاصة من حيث آجال الإستحقاق وأنواع الصكوك، وسمح للمساهمين في السوق بإصدار صكوك لم يكن مسموحا بها من قبل مثل السندات بسعر عائم في جمهورية ألمانيا الإتحادية، وشهادات الإيداع في فرنسا وألمانيا واليابان، والأوراق التجارية في فرنسا وللمملكة المتحدة، وفي البلدان التي تفصل بين البنوك وشركات الأوراق المالية، بحكم القانون مثل اليابان والولايات المتحدة أو بحكم العرف مثل المملكة المتحدة، خففت اللوائح التي تقيد المنافسة بين البنوك وشركات الأوراق المالية كوسيلة لتشجيع الكفاءة [87] (ص: 73).

## - الصكوك الجديدة

أدت التكنولوجيا المتطورة للحسابات إلى استخدام أساليب جديدة للتغطية الأجلة ضد المخاطرة، ومن بينها الخيارات والعمليات الأجلة المالية وتعتبر الصكوك المبتكرة القوة الرئيسية الثالثة التي تطور هيكل الأسواق المالية، وتنقسم هذه الصكوك إلى فئتين: صكوك لخلق الإئتمان أو السيولة، صكوك لتحويل المخاطر، حيث في الفئة الأولى كانت زيادة استخدام الأصول القابلة للتبادل التي يصدرها المقترض مباشرة "التحويل إلى سندات" هي أهم عنصر، وبشكل خاص حلت محل الديون إلى حد كبير إصدارات الأسهم الدولية، وإصدارات الأوراق التجارية الأوروبية التي لا تضمنها مؤسسات مالية، كما شمل التحول إلى سندات تجميع أصول لم تكن من قبل قابلة للتبادل مثل الإئتمانات المصرفية والرهنونات ومستحقات الشركات في أصول قابلة للتبادل [87] (ص : 75).

وأهم الصكوك الجديدة هي عقود المستقبلية، وعقود الخيارات فتمثل العقود المستقبلية في أنها علاقات تعاقدية يتم التعامل فيها بالأسهم و السندات وذلك من خلال اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق [84] (ص:49)، حيث لا توجد وثائق ملكية الأوراق المالية ولا إجراءات لنقلها للسوق إما مغطون للأخطار وإما مضاربون على الأسعار وإنما تسديد لفرق الربح والخسارة بين الشاري والبائع والتي تتمثل في فرق السعر المتفق عليه مع السعر الجاري حين التسوية، وهذا هو الهدف من المضاربة في المستقبلية [87] ( ص : 77).

أما عقود الخيارات فهي عبارة عن اتفاقية قانونية تعطي مالكيها حق في شراء أو بيع أسهم أو سندات أو عملات أجنبية عند سعر محدد، ففي سوق الأوراق المالية تعتبر حقوق الخيار اتفاقيات قابلة للتداول (بيع وشراء)، وهو يعتبر إحدى أشكال تقادي الأخطار التي يستخدمها المستثمرون لحمايتهم من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية أو تغير سعر الفائدة في السوق، كما يستخدمها المضاربون لتحقيق الأرباح [84] (ص:50).

أما المراجعة فهي عملية تنطوي على استغلال حالة عدم التوازن في السوق وتحقيق الربح من وراء ذلك، وعادة ما تنتهي بإعادة التوازن واختفاء فرص تحقيق الأرباح، وطبقا لنظرية تسعير المراجعة، فإن الأوراق المالية التي تتعرض بالتساوي لذات المخاطر تحقق نفس العائد وهو ما يطلق عليه بقانون السعر الواحد، وإذا لم يحدث هذا تبدأ عملية المراجعة، حيث يندفع المراجعون نحو شراء الورقة ذات العائد المتوقع المرتفع وبيع الورقة ذات العائد المتوقع المنخفض، وبالتالي سيرتفع سعر الورقة الأولى فينخفض العائد المتوقع المتولد عنها، ويستمر نشاط المراجعون على

هذا النحو إلى أن يتساوى عائد الورقتين أي إلى أن تختفي أرباح المراجعة، ويتحقق التوازن في أسعار الأوراق المالية [87] ( ص : 81).

وكذلك يوجد ما يسمى بمحفظة الإستثمار وهي عبارة عن تشكيلة مختلفة من الأوراق المالية وهذا التنوع من شأنه أن يخفف المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، دون أن يكون لذلك أثر عكسي على العائد.

### 2.3. المشاكل التي تواجه القطاع المالي في الدول النامية

عرفت فترة التسعينات إندماج عدد كبير من الدول النامية والتي تمر بمرحلة إنتقال في النظام المالي العالمي، ولكن معظم هذه الدول النامية لا تزال تعاني من مشاكل في القطاع البنكي، وسوق الأوراق المالية، ولهذا عليها تقوية أنظمتها المالية من أجل الإستفادة من هذا الإندماج.

#### 1.2.3. ضعف القطاع المصرفي

تمثل البنوك لب النظام المالي في البلدان النامية والتي تمر بمرحلة إنتقال، حيث تلعب في تمويل النشاط الإقتصادي في البلدان التي تمر بمرحلة إنتقال دورا أكبر مما تلعبه في كثير من الدول النامية.

#### 1.1.2.3. مواطن ضعف الجهاز المصرفي في البلدان النامية

من بين أسباب ضعف الجهاز المصرفي [89] ( ص : 33):

#### التدخل الحكومي

التدخل الحكومي فقد شجعت الحكومات في كثير من البلدان النامية والتي تمر بمرحلة إنتقال سواء بقصد أو بغير قصد على ممارسة التركيز المفرط من خلال التأميم والملكية العامة، وفرض قيود على الملكية الأجنبية وتطبيق قواعد رخوة على العلاقات بين البنوك المحلية والهيئات المالية أو الشركات، وقد تفاقمت هذه الإختلالات مرارا من جراء التدخل الحكومي المباشر في قرارات البنوك المتعلقة بالإقراض، مما ترتب على ذلك آثار معاكسة على ميزانيات البنوك.

#### سيطرة عدد قليل من البنوك الكبيرة على النظام المالي

تقوم هذه البنوك بزيادة مفاجئة في القروض المعدومة وذلك بسبب زيادة الفروق بين أسعار ودائعها وأسعار الإقراض مع الامتناع عن منح القروض لمقترضين جدد وجديرين بالثقة، ومثل هذه التصرفات تضعف النظام المالي، حيث أنها تجعل قاعدة الودائع تتدفق إلى الخارج، وتخلق ضغوطا

مالية إضافية على المقترضين، وينجم عن ذلك دائرة مفرغة من تباطؤ النشاط الاقتصادي مما يعرض الاستقرار المالي للخطر، فمثلا في بلدان التحول الاقتصادي كالبطيق وروسيا وغيرها من دول الإتحاد السوفياتي السابق، تتراوح تقديرات نسبة الديون عديمة الأداء إلى مجموع القروض بين 14 إلى 65 %، فتكاليف حل مشاكل القروض المعدومة في بعض بلدان التحول الاقتصادي قد تكون باهضة للغاية مما يهدد بإحباط جهود ضبط أوضاع المالية العامة، ويرجع المصدر الأساسي لتزايد مشاكل القروض عديمة الأداء إلى أن المؤسسات العامة الضعيفة الكفاءة تواصل الحصول على معظم موارد التمويل من البنوك على حساب الشركات الخاصة الأكثر كفاءة [90] ( ص : 113)، والجدول التالي يبين فوارق أسعار الفائدة المصرفية في بعض بلدان التحول الاقتصادي.

الجدول رقم (18): بلدان التحول الاقتصادي المختارة:

فوارق أسعار الفائدة المصرفية (\*). [90] ( ص: 113)

"بالنسبة المئوية".

البلدان	1991	1992	1993	1994
ألبانيا	-	7	7	6
جمهورية التشيك	-	7	7	6
أستونيا	-	-	15	13
هنغاريا	5	11	8	6
بولندا	8	8	9	9
جمهورية السلوفاك	-	7	4	4

(\*): متوسط أسعار الفائدة على ودائع الأسر و المؤسسات، والودائع الجارية و الودائع لأجل.

ونلاحظ أن فروق أسعار الفائدة تراوحت بين حد منخفض يبلغ 4% (في جمهورية السلوفاك) إلى 13 % (في أستونيا) في سنة 1994، والفروق كبيرة تنطوي على العديد من الآثار السلبية على تخصيص أموال الإستثمار، فالمشروعات ذات الإمكانيات الإنتاجية التي لا تستطيع تحقيق العوائد اللازمة لتغطية تكلفة الإقتراض أما أنها تستثمر بدون تمويل أو يتأخر تنفيذها في حين القروض المتعاقد عليها قد تنطوي على أعلى درجات المخاطر، ثم تصبح عديمة الأداء بمرور الوقت.

## صدّات الإقتصاد الكلي

إن مثل هذه الصّدّات التي تتعرض لها البلدان النامية والتي تمر بمرحلة إنتقال يمكن أن تضعف بنوكها، فحين يتراجع الإقتصاد الكلي لن يكون هناك سوى القليل من المشروعات الجديدة المرعبة لإستثمار رأس المال التي تمولها البنوك، وسيجد المقترضين الذين تتخفّض دخولهم صعوبة في خدمة ما عليهم من ديون.

## عدم قدرة المقترضين على السداد

إذا كانت قدرة المقترضين على السداد للبنوك محل شك، فإن المودعين قد يفقدون الثقة في قدرة البنوك على الوفاء بالتزاماتها مما يمكن أن يؤدي إلى التدافع على البنوك لسحب الودائع، وهذه الإمكانية مضافا إليها حقيقة أن البنوك شديدة الحساسية تجعل النظام المصرفي عرضة بوجه خاص لنوبات مفاجئة من عدم الإستقرار.

الجدول رقم: (19) بلدان التحول الإقتصادي المختارة: القروض المشكوك في سدادها [90] ( ص :

(112)

1994	1993	1992	1991	
				كنسبة مئوية من القروض المصرفية المقدمة للمؤسسات و الأفراد
30.2	42.6	20.7	9.4	هنغاريا
29.0	27.4	26.8	16.5	بولندا
38.8	22.1	19.3	2.7	جمهورية التشيك
				كنسبة مئوية من مجموع الأصول
11.0	15.7	7.5	4.1	هنغاريا
9.8	9.7	10.2	6.9	بولندا
20.1	10.5	10.4	1.2	جمهورية التشيك
				كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي
7.9	11.9	5.4	3.5	هنغاريا
3.2	2.7	3.3	2.2	بولندا
30.4	16.9	14.2	1.9	جمهورية التشيك

تسبب إرتفاع مستويات الديون عديمة الأداء في الجهاز المصرفي في بلدان التحول الإقتصادي قلقا متزايدا فالبيانات الخاصة بالبلدان الثلاثة تشير إلى أن المشكلة خطيرة وتزيد من التكاليف وضعف الجهاز المصرفي، لأن التعامل مع الفوائد المستحقة غير المدفوعة على القروض المدفوعة كدخل خاضع للضريبة، كما تفرض حدود على تكوين مخصصات من الأرباح قبل الضريبة.

### 2.1.2.3. آثار مشاكل القطاع المصرفي في البلدان النامية

تكون آثار مشاكل القطاع المصرفي في البلدان النامية ضارة بشكل خاص لأن أنظمتها المالية تميل إلى أن تتحكم فيها البنوك إلى حد أكبر بكثير مما يحدث في البلدان الصناعية، ومن بين هذه الآثار: [91] (ص: 77)

#### - ارتفاع نسبة الوساطة المالية

التي تتم من خلال الجهاز المصرفي، إذ تقوم البنوك بحوالي 80 % من أنشطة الوساطة المالية في معظم بلدان آسيا وأمريكا اللاتينية.

#### ارتفاع نسبة القروض عديمة الأداء

وارتفاع تكاليف التشغيل نسبياً، إلى إعاقة التخصيص الكفء للإئتمان والحد من قدرة الجهاز المصرفي على تعبئة المدخرات.

#### زيادة الفوارق بين أسعار الفائدة على الودائع وعلى القروض

مما يؤدي إلى خفض مستويات الإستثمار، فقد كان أحد العوامل المشتركة في المشاكل المصرفية التي ظهرت أخيراً في عدد من البلدان، هو الإتساع الملحوظ في فروق أسعار الفائدة المصرفية، مما إنطوى في بعض البلدان مثل البرازيل والمكسيك وتركيا على ارتفاع حاد في أسعار الفائدة الحقيقية على القروض ويمكن أن يؤدي ذلك إلى مشاكل سيولة واسعة النطاق للقطاع الخاص، وبالتالي إلى كبح النشاط الإقتصادي، فقد كانت أسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة أثناء الأزمة المالية في تركيا في 1994 عاملاً أساسياً أسهم في شدة التدهور الإقتصادي.

#### تضخيم نطاق دورات النشاط الإقتصادي

فالبنوك التي تواجه نقصاً في رأس المال مع عدم كفاية الإحتياطات اللازمة لتغطية القروض عديمة الأداء، فتضطر إلى اللجوء إلى قروض أخرى أو بيع أصول قروض مضمونة في أسواق هابطة، مما يؤدي إلى تفاقم الهبوط الدوري للنشاط.

#### إعاقة كفاءة أدوات السياسة النقدية غير المباشرة

حيث يجعل الإعتماد على هذه الأدوات أمراً غير عملي، أما من حيث التعامل بين البنوك في بيئة تتسم بضعف القطاع المصرفي فيكون محدوداً لأن البنوك الأقوى سوف تحجم عن التعامل مع

البنوك التي تتضمن حوافظها نسبا أكبر من الأصول عديمة الأداء. وبالتالي فإن توزيع السيولة سيكون غير متساوي وتجد البنوك الأضعف أنه من الصعب عليها تكيف إحتياجاتها والإستجابة لإشارات السياسة النقدية الصادرة من البنك المركزي، فقد تطور في زامبيا على سبيل المثال، سوق من طبقتين حيث تتعامل البنوك الأكبر مع بعضها البعض وتعتمد البنوك الأصغر على السحب على المكشوف من البنك المركزي، وعند ما لا يمكن التنبؤ بإدارة السيولة من خلال عمليات السوق المفتوحة، فقد تضطر البنوك المركزية إلى إستخدام أدوات مباشرة إلى حد كبير، ولو بصفة مؤقتة على الأقل، وبالإضافة إلى ذلك فإن إستمرت البنوك التجارية في مساندة البنوك ذات الأوضاع الضعيفة من خلال السماح لها بالسحب على المكشوف فقد يؤدي ما يترتب على ذلك من حقن للسيولة إلى ضغوط تضخمية وعدم إستقرار سعر الصرف.

### تقييد خيارات السياسة المتاحة أمام السلطات

عن طريق إعاقة تحرير الضوابط المفروضة على الصرف، خاصة بالنسبة لمعاملات الحساب المالي والرأسمالي، وإذا كانت البنوك قد كونت مراكز كبيرة عن طريق الإقراض من الخارج من أجل إقراض جهات محلية، أو أقرضت محليا بالعملة الأجنبية بمساندة موارد محلية، فقد تحتاج السلطات النقدية إلى دعم سعر الصرف من أجل منع إخفاق البنوك، مما يؤدي إلى نقل عبء التصحيح بشكل مفرط إلى أسعار الفائدة والأسعار المحلية.

وتبين من خلال المشاكل التي يواجهها القطاع المصرفي في البلدان النامية فإنه لا بد من إدخال تحسينات على النظم و الممارسات الإشرافية و على البنية القانونية الحاكمة للنظم المصرفية وهذا من أجل إجراء الإصلاحات المالية الشاملة في هذه الدول.

### 2.2.3. أهمية أسواق الأوراق المالية بالدول النامية والصعوبات التي تعاني منها

شهدت أسواق الأوراق المالية في العديد من الدول النامية تطورات خلال فترة التسعينات، حيث قامت بتحرير أسواقها من القيود من أجل إستيعاب المستجندات في الأدوات والمؤسسات المالية، وكذا من أجل إجتذاب الإستثمارات المحلية والأجنبية، حيث سميت هذه الأسواق بأسواق الأوراق المالية الناشئة، وهي تعاني من مشاكل وقبل التطرق إلى المشاكل سنبين أهميتها في الإقتصاديات النامية.

### 1.2.2.3. أهمية الأسواق الناشئة

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور مهم في التنمية الاقتصادية، حيث تجمع وتوجه الموارد المالية وتوظفها في المشاريع الإستثمارية، وتسهم سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية من خلال [40] (ص ص : 120-130)

#### زيادة الإدخار

تساهم سوق الأوراق المالية في زيادة الإدخار من خلال ما يوفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدة الفائض لتوليد أصول مالية أكبر وبالمحافظة على تفضيلاتها، كما توفر السوق أصولا تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، وبذلك تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الإستهلاكي لصالح الإدخار.

#### خلق السيولة

إن أسواق الأوراق المالية تجعل الإستثمار أقل مخاطرة وأكثر جاذبية لأن تسمح للمستثمرين بالحصول على الأصول المالية وهي أسهم رأس المال وبيعها بسرعة ويسر إذا إحتاجوا إلى إسترداد مدخراتهم، أو تغيير محافظهم المالية، في الوقت الذي تتمتع فيه الشركات بفرصة الحصول بشكل دائم على رأس المال من خلال إصدارات أسهم رأس المال، ومن المقاييس الشائعة للسيولة بيان القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وأوضحت دراسة لـ38 دولة وفقا لهذا المعيار، أن الدول التي كانت لديها سيولة نسبية في أسواق الأوراق المالية في عام 1976 حققت خلال فترة الـ18 عام التالية معدلات نمو أسرع كثيرا من معدلات النمو في الدول التي كانت أسواقها أقل سيولة.

#### تخصيص الموارد

بالنسبة لدور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد، فإنه يقوم بدورين متميزين إحداهما مباشر والآخر غير مباشر ويعزي الدور المباشر إلى أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية وبناءا عليه فإن الشركات تتاح لها فرص إستثمارية يعلم بها المتعاملين في السوق، هي التي يمكنها إصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع تحقق حصيله كبيرة للإصدار، الأمر الذي يعني إنخفاض تكلفة التمويل أما الدور غير المباشر فينتج من

أن زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة، يعد بمثابة شهادة أمان للمقترضين ومن ثم تستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض.

### علاج المديونية الخارجية

تقوم أسواق الأوراق المالية الناشئة بجذب المدخرات الأجنبية للإستثمار في الأسهم المصدرة محليا، مما يترتب عنه تفادي المشاكل التي تنجم عن الاقتراض الخارجي والمتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، كما ينطوي الإستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر.

جدول رقم (20) : تدفقات رأس المال الخاص الأجنبي إلى شرق آسيا (مليار دولار) [92] (ص : 13)

1994	1993	1992	1991	1990	1985	
-	2.1-	2.6	5.1	4.5	1.0	البنوك التجارية
-	8.2	2.0	3.6	0.5	4.3	السندات
-	2.4	2.3	1.9	2.2	3.2	رؤوس أموال خاصة أخرى
42.7	26.5	20.9	14.0	11.0	3.2	الإستثمار المباشر الأجنبي
17.6	18.1	5.1	1.0	2.3	0.1	تدفقات أسهم محافظ الأوراق المالية
30.6	63.1	43.8	25.6	20.5	10.9	المجموع

حيث نلاحظ من خلال الجدول رقم (20) أن هناك زيادة كبيرة ما بين عامي 1990 و1993 حيازة الأجانب للسندات في شرق آسيا، كان إصدار بلدان شرق آسيا للسندات الدولية ناجحا وذلك إنعكاسا لأدائها الإقتصادي في الماضي وسجلها الجيد في خدمة الديون الخارجية، وإمكانية النمو التي توفرها لمستثمري محافظ الأوراق المالية الدوليين.

فقد حدث إنخفاض في قروض البنوك التجارية إلى الدول النامية كنسبة من إجمالي الدين الخاص لها من 62 % في عام 1980 إلى 46 % في عام 1993، وكذلك زيادة في نسبة توريق الدين من 8% إلى 32% في نفس الفترة، وتتمثل تقنية توريق الدين في عملية تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية وتعتبر أحد التقنيات لمواجهة أزمة الدين وتخفيف حجم المديونية، وتسمى الأدوات المالية المستخدمة في هذه التقنية بسندات التخارج.

وتتم عملية مبادلة الدين بالأسهم كما يلي:

- وجود مستثمر أجنبي يرغب في إستثمار أمواله في شراء أسهم بإحدى شركات الدول المدينة، ومن ثم يقوم هذا المستثمر بالبحث عن بنك أجنبي يقوم نيابة عنه بالتعامل مع البنك الدائن للدولة النامية المدينة.

- ويقوم البنك الأجنبي الوسيط بشراء أذونات الدين من البنك الدائن مقابل خصم يتفق عليه بين المستثمر الأجنبي و البنك الأجنبي الوسيط و البنك الدائن.
- يتولى البنك الدائن مبادلة أذونات الدين التي في حوزته مقابل حصوله على القيمة السوقية لهذا الدين بالعملة الأجنبية.
- يرسل البنك الأجنبي الوسيط أذونات الدين المقدمة بالعملة الأجنبية لعميله المستثمر الأجنبي مقابل مصروفات محددة.
- يبحث المستثمر الأجنبي عن أحد البنوك المحلية في الدولة المدينة ويفوضه في إستخدام أذونات الدين بعد تحويلها إلى عملة محلية في شراء إحدى الشركات أو جزء منها في الدولة المدنية من أسواق أوراقها المحلية، وبعد إتمام البنك المحلي الخطوات السابقة ذلك يقوم بإرسال الأسهم التي تم شراؤها لحساب المستثمر الأجنبي، وبذلك تتم عملية مبادلة الدين بالأسهم وينخفض رصيد الدين الخارجي بقيمة الأسهم.

### إستعادة رأس المال الهارب

تعتبر أسواق الأوراق المالية الناشئة أحد عوامل الجذب لإسترداد الأموال الهاربة وخاصة تلك التي تبحث عن عائد أعلى وهو ما يتوافر في تلك الأسواق الناشئة، وعادة ما يعود جزء من هذه الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة حتى قبل أن يكتشف المستثمر الأجنبي الفرص الإستثمارية في الأسواق الناشئة، نظرا لقرب المستثمر المحلي في الدول ذات الأسواق المالية الناشئة من مصادر المعلومات الخاصة بالتطورات الإقتصادية والأحداث المتوقعة عن المستثمر الأجنبي، كما تساهم في تقليل فرصة هروب الأموال للخارج وخاصة تلك التي تخرج نظرا لعدم وجود أسواق مالية محلية تعطي بدائل إستثمارية متعددة، ومن ثم فإن توافر مثل هذه البدائل في الأسواق الناشئة مع إرتفاع العائد بها، يترتب عليه ليس فقط عودة جزء من الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة مرة أخرى بل تقليل فرصة هروب رؤوس أموال جديدة إلى الخارج.

### تلطيف التقلبات الإقتصادية

هناك إختلاف في الآثار الناجمة عن الإستثمار في محفظة الأوراق المالية وتدفقات رأس المال مثل القروض، عبر مراحل الدورة الإقتصادية، حيث يساعد الإقتراض من البنوك على تفاقم الدورة نظرا لرغبة البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد، في حين الإستثمار في محفظة الأوراق المالية يؤدي إلى حدوث مكاسب وخسائر معينة لذلك نجد أن المستثمر الخاص يحجم عن البيع أو الشراء في أوقات الإنخفاض أو الإرتفاع الشديد لأسعار الأسهم

حتى يتجنب الخسائر الرأسمالية، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلتطف وتحد من تقلبات الدورة الإقتصادية.

### 2.2.2.3. مخاطر أسواق الأوراق المالية الناشئة

تعاني أسواق الأوراق المالية بالدول النامية من مشاكل تعيقها عن تحقيق كفاءة في النظام المالي، ومن أهم هذه المشاكل:

#### نقص عدد الشركات المدرجة بأسواق الدول النامية

إن عدد الشركات المدرجة بأسواق الدول النامية لا يمكن مقارنتها بالشركات المدرجة بأسواق الدول المتقدمة لا من حيث العدد أو من حيث الحجم وقيمة الأوراق المالية للشركات بالدول المتقدمة.

#### الافتقار إلى الوسطاء صانعي السوق

إن أسواق رأس المال بالدول النامية تفتقر إلى الوسطاء صانعي السوق والأخصائيين والخبراء في أوراق بذاتها المعروفين في الأسواق المتقدمة الذين يقدمون عروض مزدوجة للبيع والشراء للأسهم التي يتخصصون في التعامل فيها، فهم يوفران سيولة دائمة لحاملي هذه الأوراق وتعتبر الأسعار التي يعرضونها أسعار إرشادية يمكن للمستثمر العادي الإهتمام بها وليس يدافعون عن السوق ضد موجات الصعود والهبوط في الأسعار وقدرتهم على مواجهة التقلبات العنيفة محدودة [42] ( ص : 106).

#### الافتقار إلى العمق والسعة

كما تفتقر الأنظمة المالية في البلدان النامية والتي تمر بمرحلة إنتقال إلى العمق والسعة، وغالبا يرجع ذلك إلى الفترات الطويلة من الركود المالي، والتدخل الحكومي في الأسواق المالية، والقيود المفروضة على صفقات الحساب الخارجي والحساب الجاري لرؤوس الأموال وذلك نظرا للفجوات الكثيرة و الكبيرة التي تزال موجودة في أنظمتها المالية فإن هذه البلدان لا تستفيد من الإنضباط السوقي الذي يمكن أن يوقف البنوك سيئة الإدارة عن مواصلة عملها [89] ( ص : 34).

#### نقص الإفصاح عن المعلومات المالية

إن نقص الإفصاح عن بيانات إقتصادية ومالية دقيقة موثوقة يعتبر من أهم المشاكل، فمن المهم أن تشمل أفضل أساليب الأنظمة المالية السليمة في البلدان النامية والتي تمر بمرحلة إنتقال،

معايير لتوفير البيانات والكشف عنها، ونشرها، وقد إتخذ صندوق النقد الدولي منذ عام 1996 خطوات للتشجيع على نشر بيانات عن الإقتصاد الكلي للبلدان الأعضاء من خلال مبادرتين مترابطتين، الأولى هو المعيار الخاص لنشر البيانات وهو نظام طوعي توافق بموجبه البلدان التي تكون أو ترغب في أن تكون نشطة في الأسواق المالية الدولية على تقديم بيانات إقتصادية أساسية معينة على أساس منتظم ومتقارب، والمبادرة الثانية هي النظام العام لنشر البيانات الذي يتعين على جميع البلدان الأعضاء في الصندوق الإنضمام إليه بمجرد أن تسمح ظروفها [89] ( ص : 34).

### حدوث تقلبات في أسواق الأوراق المالية

نتيجة للتحرير تحدث تقلبات في أسواق الأوراق المالية حيث تؤدي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة للإستثمار في المحفظة إلى الإضرار باستقرار الإقتصاد الكلي أو أن تكون تلك التدفقات عابرة ورغم أن التدفقات الدائمة يمكن أن تخلق مشكلات إلا أن التدفقات غير المستمرة يمكن أن تؤدي إلى إهتزاز إستقرار الإقتصاد المحلي عند دخولها وعند خروجها [42] ( ص : 145)، و هذه التقلبات قد تكون مصدر كعدم الثقة مما يؤدي إلى تجنب المستثمرين الوطنيين و الأجانب الإستثمار في تلك الدولة.

### 3.3. الأزمات المالية في الأسواق الناشئة

أدى إنفتاح الأسواق وتحرير المعاملات المالية وتزايد حركة رؤوس الأموال على الصعيد العالمي إلى حدوث أزمات مالية، وأصبحت قابلة للإنتقال من دولة لأخرى ومن قطاع إقتصادي لآخر، وخلال هذا المبحث سنعرف بالأزمة المالية ومسبباتها بصفة عامة، ودراسة الأزمة المالية الآسيوية التي حدثت عام 1997.

#### 1.3.3. الأزمة المالية

شهدت الأسواق المالية خلال عقد التسعينات إضطرابات حادة ساهمت في إنخفاض أسعار الأسهم مما أدى إلى ظهور الأزمات.

#### 1.1.3.3. تعريف الأزمة المالية

تتمثل الأزمة المالية في التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس على

تدهور في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم و بالتالي تنجم آثار سلبية على قطاع الإنتاج و العمالة كما  
ينجم عنها إعادة توزيع الدخل و الثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية [18] ( ص : 200).

وتتميز هذه الأزمات بسرعة إنتقالها من سوق لآخر نتيجة إستخدام أحدث الأساليب في الإتصال  
وأكثرها تطوراً، وكذلك راجع لتحرير عمليات إنتقال رؤوس الأموال بين الأسواق المالية الدولية من  
مختلف أنواع القيود حيث تساعد على إضعاف صفتها الوطنية و إكتسابها الصفة الدولية. [93] ( ص  
ص:204-205)

### 2.1.3.3. أسباب الأزمة المالية

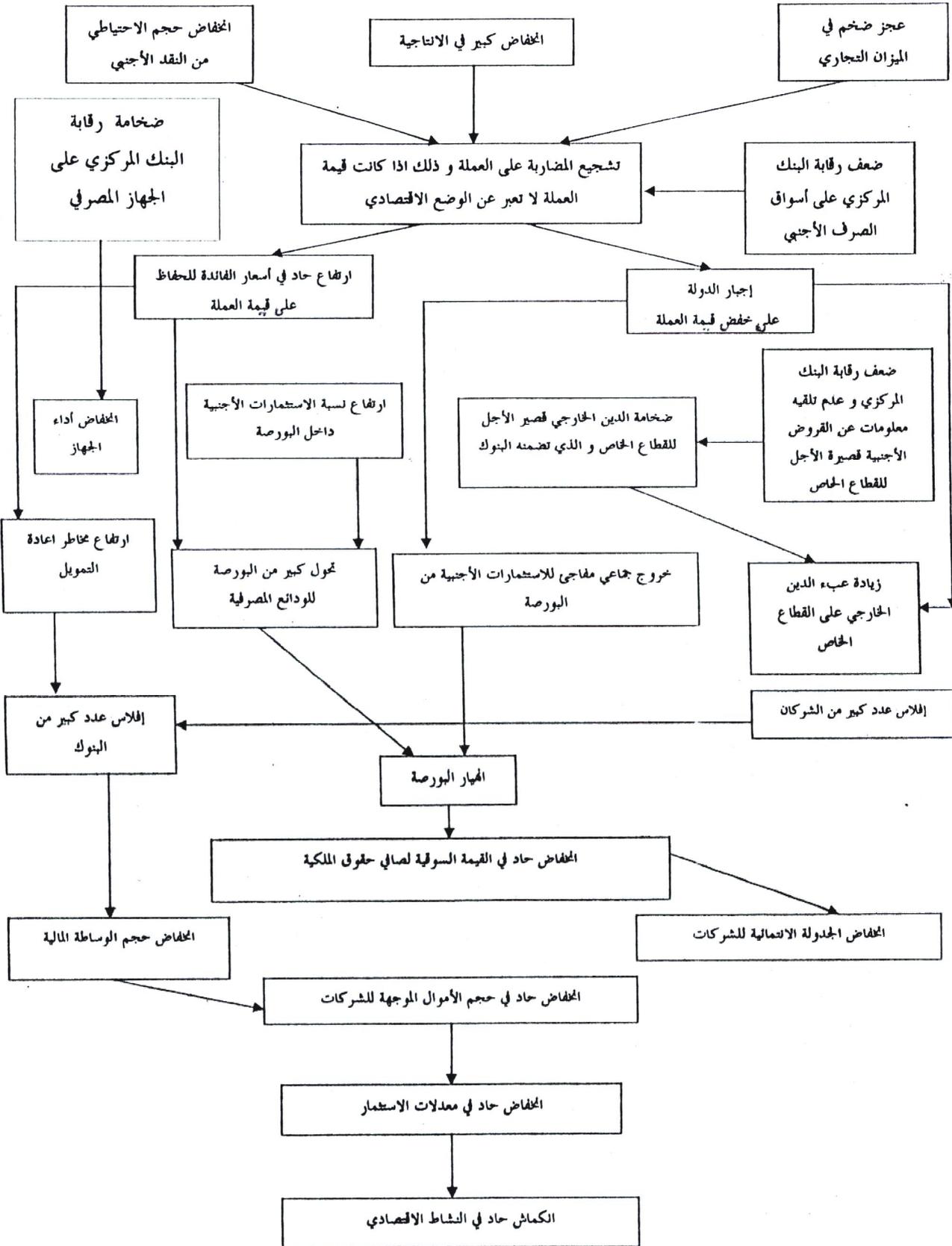
هناك مجموعتين من الأسباب يمكن أن تؤدي إلى حدوث أزمة مالية [94] ( ص : 38):

#### - المجموعة الأولى

- تتضمن الأسباب التي تؤدي إلى بداية وتحريك الأزمة المالية هي:
- عجز ضخ في الميزان التجاري
- انخفاض كبير في الإنتاجية.
- انخفاض حجم الإحتياطي من النقد الأجنبي
- ضعف رقابة البنك المركزي على كل من أسواق أسعار الصرف والجهاز المصرفي.

#### المجموعة الثانية

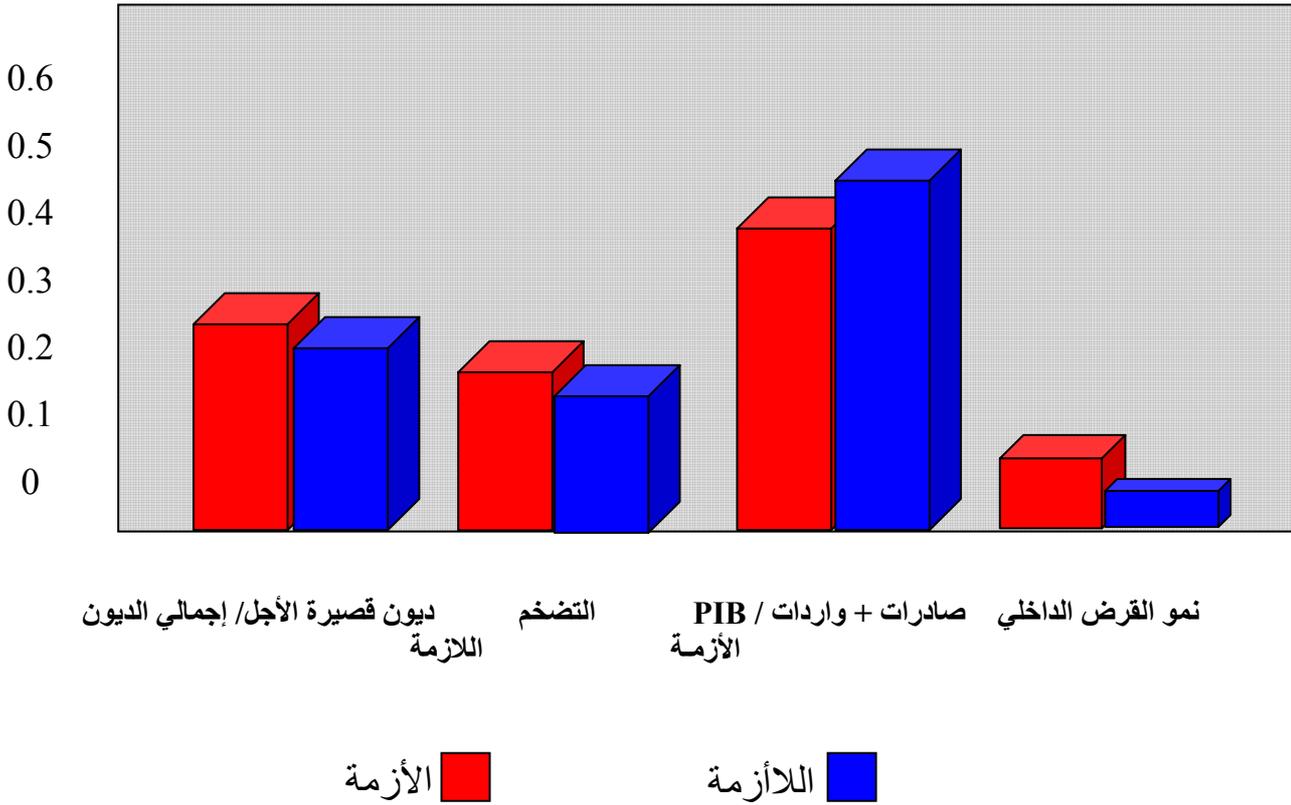
- تحتوي على الأسباب التي تؤدي إلى زيادة سرعة وحدة الأزمة المالية وهي:
  - ضخامة حجم الدين الخارجي قصير الأجل الممنوح للقطاع الخاص.
  - ضعف رقابة البنك المركزي وعدم تلقيه أية معلومات عن الإقتراض الخارجي للقطاع الخاص.
  - انخفاض أداء الجهاز المصرفي.
  - ارتفاع نسبة الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة داخل البورصة
- والشكل التالي يوضح دور هذه الأسباب في إحداث الأزمة المالية.



الشكل رقم (6): أسباب وكيفية حدوث الأزمة المالية [ 94 ] ( ص: 39 )

ومن الشكل السابق يتضح لنا أن حدوث الأزمة المالية راجع إلى وجود خلل في المؤشرات الاقتصادية للدولة بالإضافة إلى انخفاض أداء الجهاز المصرفي وضعف دور الرقيب متمثلاً في البنك المركزي، فوجود عجز ضخم في الميزان التجاري وإنخفاض كبير في الإنتاجية يشجعان على دخول المضاربين بقوة للمضاربة على العملة المحلية إذا كانت قيمة العملة لا تعبر عن حقيقة الوضع الاقتصادي.

وهناك مؤشرات تتغير قيمتها ما بين حالة البلد في أزمة وحالة الأزمة والشكل التالي يوضح ذلك:



الشكل رقم (7): مقارنة القيم المتوسطة في حالة الأزمة وحالة اللازمة [95] (ص : 18)

### 2.3.3. الأزمة الآسيوية

إن الأزمة المالية التي تعرضت لها دول جنوب شرق آسيا كان لها تأثير مدمر ليس فقط على اقتصاديات البلدان المتضررة بل أيضا على الدول النامية الأخرى التي كانت في نفس الوضع.

### 1.2.3.3. تطورات الأزمة

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهيارا كبيرا منذ يوم الإثنين الموافق لـ 1997/10/27 والذي أطلق عليه بيوم الإثنين المجنون حيث ابتدأت الأزمة من تيلندا ثم

انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، فإنخفض مؤشر " Hang Seng " بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين عاما، إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة دون أن يكن متوقعا إنهيار هذه الأسواق بهذه الدرجة والسرعة نظرا لما تتمتع به إقتصاديات الدول المعنية من تنوع قاعدتها التصديرية وإندماج أسواقها وإقتصادياتها في الأسواق العالمية، ومن معدلات نمو مرتفعة في السنوات الأخيرة (7-8 % كمتوسط) [18] (ص:204)، ويرجع أساسا تحقيق هذه النسبة من النمو في هذه البلدان إلى سمات إجتماعية متمثلة برخص الأيدي العاملة ونشاطها وجديتها في الحصول على فرصة عمل مضمونة مستعينة بالمثل الآسيوي القريب منها "اليابان" في التماثل والتحقيق، وكذلك يعود إلى أسباب سياسية في مقدمتها الشكل الشمولي لتلك الدول حكومة وسياسة مع سماح وتشجيع من قبل الولايات المتحدة الأمريكية لكي تعطي نماذج متحققة وذات شكل يوصف أحيانا بأنه "معجزة" لهذه الدول التي أخذت النظام الرأسمالي، وعكس ما يحدث من نمو في جانب الأنظمة الشمولية الأخرى، وتحديدا في الصين.[96] (ص : 15)

وتعتبر تايلاند أول دولة في جنوب شرق آسيا تشتعل فيها أزمة سعر الصرف والعملات الأجنبية، وهي من أضعف إقتصاديات دول المنطقة ثم إنتقلت عدوى الأزمة إلى أسواق ماليزيا فقد إنخفض الرنجت الماليزي بنسبة 17.8 % بحلول 15 سبتمبر 1997 مقارنة بنهاية ديسمبر 1996، ويبدو أن السياسة المستقبلية التي تبعتها «مهانير محمد» رئيس وزراء ماليزيا في تنمية بلاده وتشدده مع المضاربين، دفع هؤلاء المضاربين ببعض المساندة الخارجية إلى تنشيط عملياتهم في بورصة كوالالمبور ومن ثم التأثير سلبيا على الإقتصاد الماليزي كله، وإمتدت الإضطرابات لتشمل عددا آخر من دول جنوب شرق آسيا وبحلول 15 سبتمبر 1997 مقارنة بنهاية ديسمبر 1996 إنخفضت الروبية الأندونيسية بنسبة 24.6 % والبيزو الفلبيني بنسبة 13.7% وحتى العملات القوية مثل عملي سنغافورة وهونغكونج تأثرتا ولكن ليس بنفس الدرجة التي أصابت العملات في دول أخرى، حيث إنخفضت بنسبة 8.2 و5% على التوالي.[65] ( ص : 281)

### 2.2.3.3. أسباب الأزمة الآسيوية

إن حدوث الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا يعود إلى عدة أسباب أهمها:

## - المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية لدول جنوب شرق آسيا

فعندما وجدت الدول الآسيوية أن هذه المضاربات ستؤثر على قيمة العملة الوطنية، بدأت برفع أسعار الفائدة السائدة في البنوك الوطنية على هذه العملات بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، فضلا عن تشجيع المستثمرين في الداخل والخارج على تحويل دولاراتهم إلى العملات الوطنية، وعند رفع أسعار الفائدة بدأ المستثمرون يتحولون عن الإستثمار بسوق الأوراق المالية إلى إيداع أموالهم بالبنوك للإستفادة من سعر الفائدة المرتفع وكان معنى ذلك أن عرض كميات كبيرة من الأسهم والسندات للإستفادة من سعر الفائدة المرتفع وكان معنى ذلك أن عرض كميات كبيرة من الأسهم والسندات للبيع في السوق الوطنية وهذا العرض لم يقابله في نفس الوقت طلبات شراء لتلك الأوراق المالية ونتيجة لزيادة المعروض بكميات كبيرة عن الطلب في هذه الأسواق إنخفضت الأسعار بمستوى لم يحدث من قبل إذ تراوحت نسبة الإنخفاض من 25% إلى 50% من الأسعار السائدة في هذه الأسواق [65] (ص:283).

كما نتج عنه إنهيار البنوك اليابانية التي كانت تعتبر من أكبر المقرضين للمنطقة ولذا فإن اليابان هي أكثر المتضررين من الأزمة، ومن الأسباب الرئيسية التي تقف وراء الهجوم على نمط الرأسمالية اليابانية هو الضوابط والقيود على تدفق رأس المال الأجنبي وكذلك الضوابط على المستثمرين الأجانب وتسليمهم إلى الصناعات اليابانية، وأصبحت مثل هذه القيود غير مقبولة وأصبح من الضرورات الملحة للمضاربيين العالميين أن تفتح أمامهم الأبواب وتلغى القيود المفروضة على حركات رؤوس الأموال والعملات [97] (ص ص : 232-233).

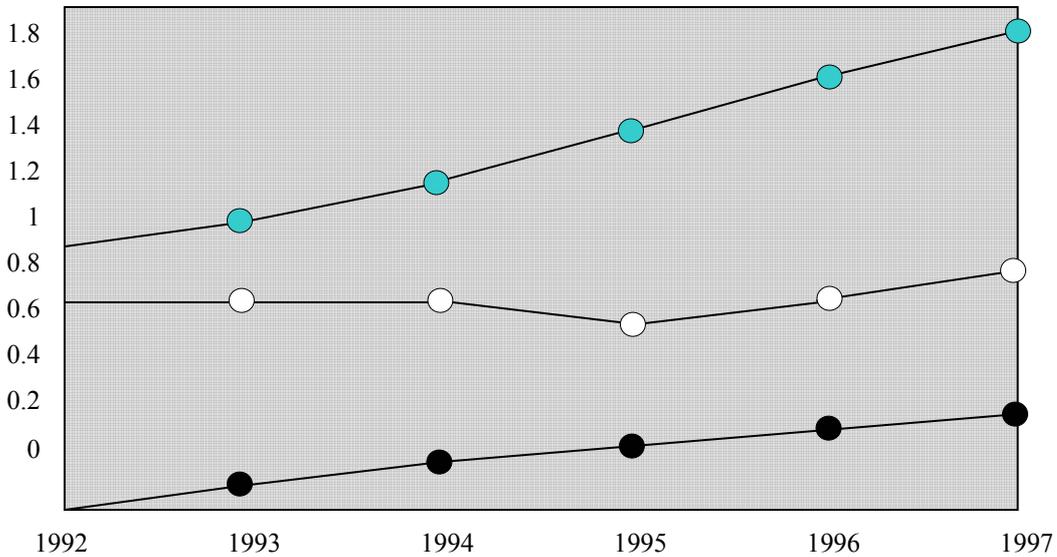
### الجدول رقم (21) : مخلفات الأزمة المالية في بعض البلدان الآسيوية [98] ( ص : 8 )

تغييرات في سعر الفائدة	تغييرات في مؤشر أسعار الأسهم	إنخفاض قيمة العملات مقابل الدولار	
نقاط أساسية		نسبة مئوية	
	17 فيفري 1998	1 جويلية 1997	
239.8	81.74	231.00	أندونيسيا
25-	48.37	87.09	تايلند
000	49.17	51.37	الفلبين
965	62.06	83.04	كوريا
272	58.41	55.43	ماليزيا

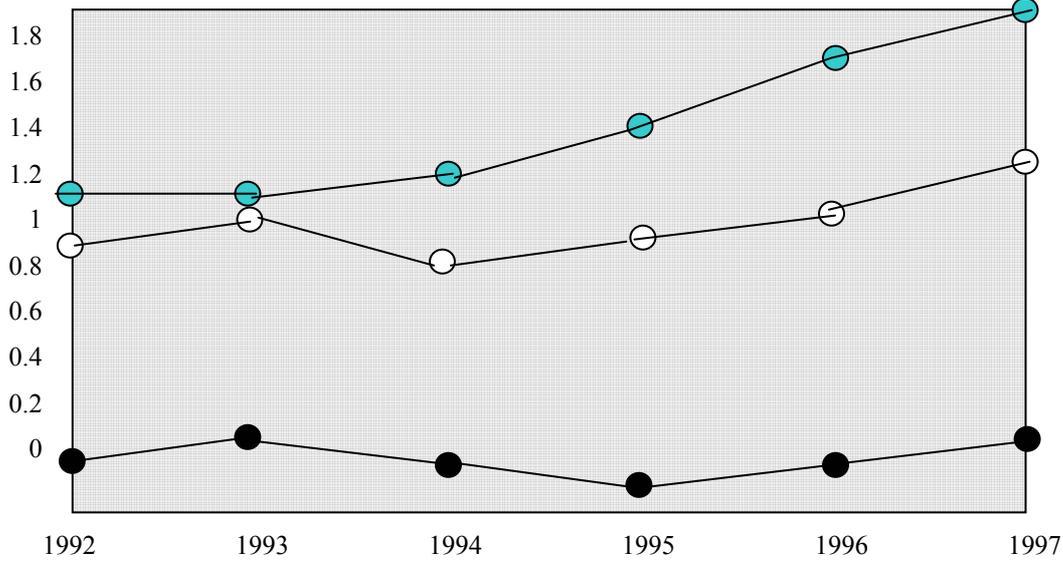
ونلاحظ من خلال الجدول رقم (21) أن هناك تخفيضات كبيرة في أسعار العملات وسببها تزايد ضغوط المضاربة، كما أن البلدان الآسيوية كانت تواجه صعوبة ومشاكل في الدفاع عن عملاتها بسبب ضعف نظمها المالية مما أدى إلى إنهيار ترتيباتها لسعر الصرف و أصبح من المستحيل الدفاع عن تكافؤ العملات وذلك بالسحب من الإحتياطيات ورفع أسعار الفائدة كما إنهارت أسواق الأسهم.

### وجود بعض المشاكل بالجهاز المصرفي في بعض دول جنوب شرق آسيا

وأولها إرتفاع مديونات البنوك المحلية والمشاركة بالعملات الأجنبية إذ توسعت تلك البنوك في الإستدانة بالدولار في السنوات الأخيرة لتمويل عمليات التوسع وكذلك لضخ السيولة في إقتصاديات آسيا الناشئة مما يعرضها إلى مخاطر كبرى في حالة تخفيض قيمة العملة المحلية كما حدث في تايلاند وماليزيا وأندونيسيا [65] ( ص:283)، كما يبين الشكلين التاليين تزايد قيمة الديون والإلتزامات الخارجية في كل من تايلاند وماليزيا.



شكل رقم (8): الديون المتفجرة و الإلتزامات الخارجية في تايلاندا (نسبة مئوية). [99] (ص: 14)



شكل رقم: (9) الديون المتفجرة و الالتزامات الخارجية في ماليزيا (نسبة مئوية). [99] (ص : 14)

### ارتفاع نسبة القروض المصرفية

إنتمت سياسة الإقراض المصرفي في تلك البلدان بارتفاع نسبة "قروض المجاملة" نتيجة الفساد السياسي ولتمويل التوسع العقاري والمضاربات ولا سيما في سوق الإسكان الفاخر مما أدى إلى ارتفاع نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها، بلغت 20% من جملة القروض الممنوحة بواسطة البنوك في تايلاند وحوالي 17% في حالة أندونيسيا وحوالي 16% في حالة كوريا الجنوبية وحوالي 16% في حالة ماليزيا. [65] (ص : 284)

### الإفراط في تقديم القروض للشركات التي تتعامل في العقارات والأسهم

حيث أنه مع تعاضم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى دول جنوب شرق آسيا أصبح العديد من البنوك في دول المنطقة أقل حذرا في تعاملاته، ومن ثم قامت بالإفراط في منح القروض للشركات التي تستثمر في العقارات والأسهم، ولكن نتيجة للخبرة المحدودة للمؤسسات المالية في التسعير وإدارة المخاطر وإساءة الشركات الخاصة لتقدير مخاطر الإقتراض المحلي والأجنبي أصبحت عالية الاستدانة مما أدى إلى ظهور عيوب في ميزانيات البنوك في 1996-1997 عندما أدى ارتفاع أسعار الفائدة وإنخفاض قيمة العملات وإنهيار أسعار العقارات والأسهم و الوضع غير المستقر للعديد من الشركات إلى الإنهيار الحاد في نوعية الأصول مما تسبب في أزمات كاملة للبنوك [59] (ص : 29).

## إختلال وضعف وفساد الجهاز المصرفي و النظام المالي في معظم دول جنوب شرق

### آسيا

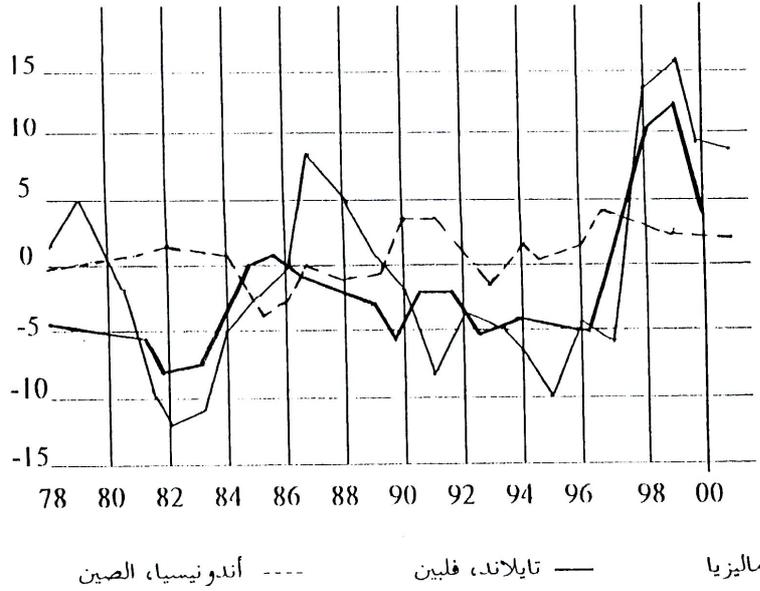
حيث يشير الواقع العملي إلى أن هذا الجهاز و النظام إتسم بالآتي: [65] ( ص ص : 284-

(285)

- إنتشار الفساد و الرشوة.
- عدم توفر المعلومات والمتابعة.
- عدم القدرة على التطوير وإدارة الأموال المتاحة بالكفاءة المطلوبة لخدمة أهداف الإقتصاد القومي ككل.
- عدم الشفافية أو السلامة المصرفية.
- إنسحاب الحكومة من القطاع المصرفي، ومن ثم عدم وجود رقابة أو إشراف.
- إرتفاع أسعار الفائدة مما أدى إلى إرتفاع تكاليف الإنتاج وزيادة حالات الإفلاس، ومن ثم التخلص من العملات و الأموال.
- منح قروض قصيرة الأجل للقطاع الخاص بدون ضمانات أو ضوابط أو رقابة من البنوك المركزية
- تمويله للتنمية الإقتصادية بالقروض قصيرة الأجل.

### العجز الكبير والمنتزaid في الميزان التجاري

وكذلك في موازين العمليات الجارية في بعض دول جنوب شرق آسيا مما جعل تلك الدول تسعى إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل إستثمارات أجنبية لتمويل العجز والشكل رقم (10) يبين تطور وضعية الحساب الجاري لمجموعة من الدول الآسيوية التي مستها الأزمة.



شكل رقم (10) : تطور الحساب الجاري للبلدان الآسيوية ( % من PIB ) [100] ( ص: 30 )

كما ساهمت التدفقات الرأسمالية الداخلة في السنوات المفضية إلى الأزمة في 1995-94 إلى إحداث عجز كبير في الحساب الجاري الخارجي للبلدان الآسيوية نتيجة لزيادة أسعار الأسهم والعقارات ونمو المشاريع للأصول والخصوم المصرفية والجدول التالي يظهر العجز الذي يعاني منه الحساب الجاري الخارجي قبل الأزمة.

الجدول رقم (22): متوسط الحساب الجاري في بعض البلدان الآسيوية قبل الأزمة [ 98 ] ( ص: 07 )  
(نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)

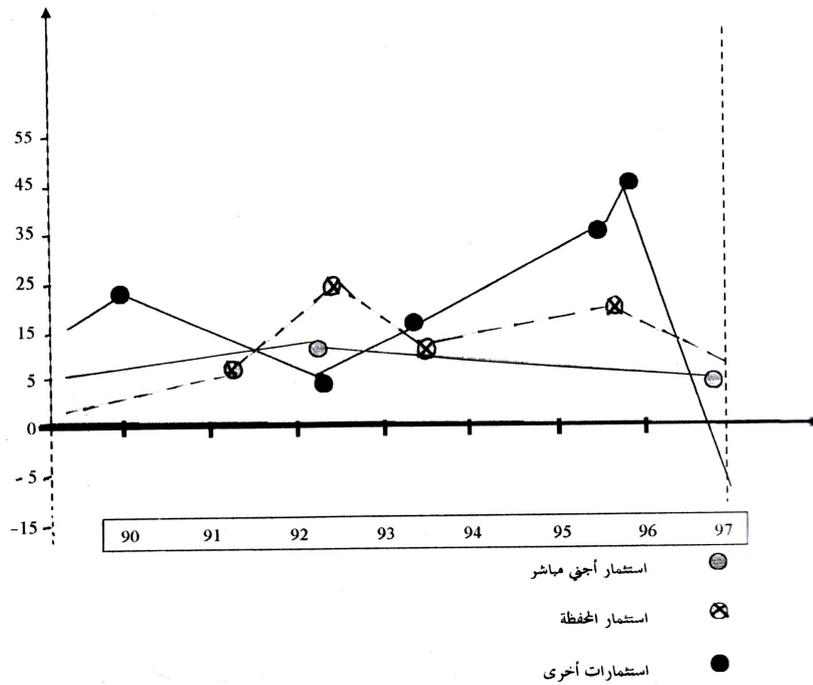
1997	1996	1995	أندونيسيا
2.9-	3.3-	3.3-	تايلندا
3.9-	7.9-	8.0-	الفلبين
4.5-	4.7-	4.4-	كوريا
2.8-	4.9-	2.0-	ماليزيا
5.8-	4.9-	10.0-	أندونيسيا

وقد شهدت منطقة جنوب شرق آسيا، لعدة سنوات سبقت الأزمة تدفقات رأسمالية ضخمة من بقية أنحاء العالم حيث جذبها إنفتاح تلك الأسواق ومعدلات النمو الإقتصادي لدولها كما في الجدول التالي.

جدول رقم (23) متوسط النمو من الناتج المحلي الاجمالي [100] ( ص: 30)

الصين	أندونيسيا	الفلبين	تايلاندا	ماليزيا	
9.7	6.9	3.8	8.4	9.3	1997-1987
7.8	-13.0	-0.6	-10.8	-7.4	1998
7.6	4.3	3.4	2.9	4.4	2001-1999

ولكن الذي زاد من مخاطر تعرض هذه المنطقة لتحويلات معاكسة ومفاجئة في تلك التدفقات أن نسبة كبيرة من تلك التدفقات كانت في شكل محافظ استثمارية قصيرة الأجل في أسواق الأسهم و السندات المحلية وهي تتصف بسهولة تسهيلها عند الطلب بعكس الإستثمارات المباشرة طويلة الأجل والشكل رقم (11) يظهر تطور تدفقات رؤوس الأموال نحو الدول الآسيوية.



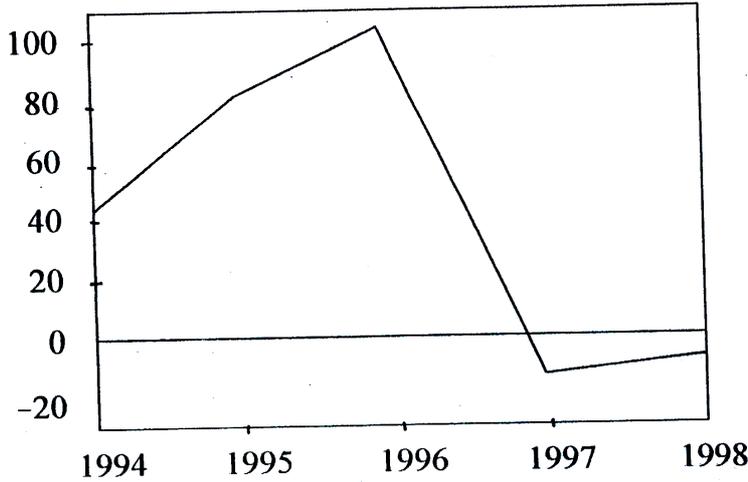
الشكل رقم (11) تدفقات رؤوس الأموال نحو دول المنطقة الآسيوية [59] ( ص: 29)

### التوسع الكبير في التعامل في المشتقات المصرفية والمالية

الذي أدى إلى فتح المجال واسعا أمام المضاربات التي كانت محفوفة دائما بمخاطر متزايدة.

### العجز الكبير في الموازنة العامة لبعض دول جنوب شرق آسيا

مما دفع تلك الدول للإعتماد بصورة كبيرة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة لتمويل ذلك العجز وقدرت تلك التدفقات بنحو 432 مليار دولار عام 1996 [65] (ص:285) والشكل رقم (12) يظهر تزايد التدفقات نحو خمس دول آسيوية التي مستها الأزمة.



الشكل رقم (12). التدفقات الرأسمالية الخاصة نحو 05 دول آسيوية خلال (1998-1994). [99]

(ص:13)

(بمليار دولار )

ويظهر من خلال الشكل أن مقدار تدفقات رؤوس الأموال الخاصة ما بين 1996-1997 للدول الخمسة الآسيوية قبل الأزمة وهي: (أندونيسيا، كوريا، ماليزيا، فلپين، تايلند) حيث وصلت إلى 100 مليار دولار أي 11% من الناتج المحلي الإجمالي.

ولقد أدى عبء الدين الخارجي الثقيل الذي تحمته دول جنوب شرق آسيا إلى تزايد العجز، فمثلا وصل إلى 48% من الناتج المحلي الإجمالي في كل من أندونيسيا والفلبين و43% في تايلند، 39% في ماليزيا [65] (ص:285).

### 3.2.3.3. آثار الأزمة الآسيوية و موقف المؤسسات المالية منها

كان للأزمة الآسيوية آثار مختلفة على الدول المعنية بالأزمة والمتمثلة فيما يلي: [18] (ص

ص : 206-207)

### أ- آثار الأزمة على صعيد الدول المعنية بها

- تضائل الثقة بالأنظمة الإقتصادية خاصة المالية والسياسية.
- الإنسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية بعدما ساهمت في رفع معدلات النمو
- تؤدي التمويلات الرأسمالية للخارج إلى خفض الإنفاق العام والخاص وزيادة عجز الحساب وتفاقم المديونية للخارج.

### ب- موقف المؤسسات المالية من الأزمة

- بادرت بعض المؤسسات المالية إلى معالجة الأزمة لتضييق نطاقها إلى بعض الدول الأخرى، حيث قام صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بالتنسيق مع بعض الدول المتقدمة بتقديم تسهيلات مالية إلى الدول المعنية بعد أن فرض مشروطيته التي تضمنت إجراء جملة من التغييرات الهيكلية على الإستراتيجيات الإنمائية التي تبنتها هذه الدول في السنوات السابقة وخاصة في الميدانيين التاليين:
- إعادة تقييم العملات الآسيوية.
  - إغلاق عدد من البنوك الآسيوية.

### 4.2.3.3 الدروس المستفادة من الأزمة الآسيوية

إن من أهم الدروس المستخلصة من الأزمة الآسيوية من أجل تفادي مثل هذه الأزمات مستقبلا تتمثل فيما يلي [101] ( ص ص : 118 – 119):

#### - إن الأسواق المالية سلاح ذو حدين

أحدهما لا شك في أهميته للتنمية (تسهيل إنتقال رؤوس الأموال وهو بالطبع أحد عوامل تشجيع وجذب الإستثمارات)، والآخر لا شك في أنه يمكن أن يلحق أفدح الأضرار بالتنمية (المضاربة، وحركات رؤوس الأموال الساخنة)، ومن شواهد التنمية في النمر الآسيوية، إتضح أنه في ظل إنفتاح أسواق المال على بعضها إقليميا وعالميا، وفي غياب الرقابة الحكومية على هذه الأسواق وعلى إنتقال الأموال بينها، ويمكن أن تتحول الأسواق المالية إلى سلاح يفتك بالتنمية.

#### - إن الأسواق المالية لا تصح نفسها بنفسها

إلا عندما تكون الإنحرافات بين العرض والطلب ضئيلة، أما عندما تكون هذه الإنحرافات ضخمة فإن آليات السوق تعجز عن إحداث التصحيح، و إذا ترك المجال لها كي تعمل على هواها فإنها تقود إلى نتائج كارثية.

### - فقد الثقة يصعب إعادتها

من خلال التطورات التي حدثت يتبين بأنه عندما تفقد الثقة فمن الصعب جدا إعادتها، فإن إعادة الثقة تستدعي إلتزاما قويا بالتصحيح الإقتصادي والإصلاح المالي الذي قد ينتج عنه بعض الإجراءات المؤلمة، كذلك إن المسألة تستدعي من الجميع الإلتزام بتقديم المعلومات الدقيقة والشاملة والتي تمكن الأسواق من تقييم المدى الذي تطاله مشكلاتها الداخلية وجدية الجهود لتصحيحها، وبالتالي يقود ذلك إلى التقليل من عدم الثقة لأن عملية إعادة الثقة تستلزم وقتا طويلا.

### - ظهور عجز في الحساب الجاري من وراء معدلات النمو المرتفعة

إن معدلات النمو الإقتصادي الفلكية التي حققتها دول جنوب شرق آسيا كانت تخفي بعض المشكلات الكبيرة منها عجز هائل في الحساب الجاري وتدفق الإستثمارات في ظل نظام إعتد بصورة كبيرة على تقديم قروض بالعملة الصعبة بأسعار فائدة منخفضة للغاية لقطاعات غير منتجة.

### - ضرورة العمل على التصحيح السريع للاقتصاد العام

لا بد من تصحيح الخلل الذي يصيب الإقتصاد العام للبلاد قبل أن يتحول الأمر إلى كارثة، وهذا لم يحدث للأسف في تايلندا رغم التحذيرات المبكرة وعلى عكس ذلك قام المسؤولين عن السياسة الإقتصادية بمهاجمة أعراض الكارثة بالضغط على العملة المحلية مما أدى إلى تراكم الخسارة في الإحتياط وكذلك القدرة على التعامل بالعملة الأجنبية بالإضافة إلى ذلك كان هناك تباطؤ في التعامل مع المشكلات القاسية للقطاع المالي في تايلندا وكذلك عدم الوضوح في سياسة البلد، وهذا بدوره أدى إلى تعميق الكارثة وإنتشارها وسريانها لتشمل إقتصاديات الدول المجاورة.

كما لا يمكن إستبعاد الجهاز المصرفي عن الأزمة الآسيوية حيث أن دور البنوك في الأزمة الآسيوية نتيجة لما حدث من أزمة للجهاز المصرفي في تلك الدول ولهذا لا بد من إصلاح النظام المصرفي والسلطات الرقابية والإشرافية، وأيضا ضرورة المحافظة على نظام مالي سليم ومستقر في إطار إقتصاد شامل مترابط والعمل على تعزيز التعاون الإقليمي والدولي على حد سواء لمحاربة المضاربات الكثيرة على الأمد القصير في الأسواق الدولية.

## خلاصة الفصل الثالث:

من خلال هذا الفصل الذي يتناول القطاع المالي في ظل التحرير نستلخص النتائج التالية:

- عرف القطاع المصرفي تحولات جذرية تمثلت في الإتجاهات التالية منها التوسع في عمليات الإندماج المصرفي، وزيادة الإتجاه نحو خوصصة البنوك، والتحول نحو مفهوم البنوك الشاملة، وتنويع النشاط المصرفي والتوسع في التعامل بالمشنقات المالية، كما شهدت أسواق الأوراق المالية نموا سريعا نتيجة التطور التكنولوجي والتحرير المالي و إبتكار وسائل مالية جديدة.
  - يعاني القطاع المصرفي في الدول النامية من إختلالات أدت إلى عدم كفاءة القطاع إلى جانب ذلك نجد أن أسواق الأوراق المالية بالدول النامية تتسم بالإفتقار إلى وسطاء صانعي السوق، وكذلك إلى نقص السعة و العمق و الإفصاح عن المعلومات المالية مقارنة بأسواق الأوراق المالية المتطورة.
  - نتج عن الإنفتاح المالي و تحرير المعاملات المالية إلى حدوث أزمات مالية بالأسواق الناشئة و أهمها الأزمة الآسيوية التي تناولناها خلال هذا الفصل وكان سببها المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية بدول جنوب شرق آسيا ، وكذلك راجع للمشاكل التي كان يعاني منها القطاع المصرفي بسبب المديونية الكبيرة، وكذا العجز المتزايد في الميزان التجاري لتلك الدول.
- ونستنتج من كل هذا أن عملية التحرير المالي وما يرافقه من التطورات المالية العالمية لها منافع على إقتصاديات الدول لكن لا بد من إصلاح النظام المالي المحلي أولا حتى نستفيد من مزايا التحرير المالي ونتجنب مخاطر الأزمات المالية التي تؤدي إلى إعاقاة التنمية الإقتصادية وسنتناول في الفصل الرابع واقع النظام المالي العربي الذي يعتبر جزء من الدول النامية وكيف يمكنه الإستفادة من التحرير المالي.

## الفصل 4

### القطاع المالي العربي

إن القطاع المالي في الدول العربية يعاني بعض السلبيات التي تحد من قدرته على التطور والنمو، ولهذا تحاول معظم الدول العربية معالجة هذه النقائص من خلال برامج الإصلاح الإقتصادي، وقد ركزت على تطوير الأسواق المالية من النواحي التشريعية والمؤسسية لحماية المستثمرين، وتعزيز الثقة في الأسواق وخلق أدوات مالية أكثر قبولا وتنوعا، ورغم هذه الجهود فمزال القطاع المالي العربي يتسم بالمحدودية وعدم العمق والنطاق الضيق، كما تخطو مجموعة من الدول العربية نحو تحرير حساب رأس المال وهذا في ظل التطورات العالمية، والتي من خلالها ستواجه الدول العربية صعوبات خاصة في مجال المنافسة الدولية، وعلى هذا الأساس تمت دراسة هذا الفصل من خلال التطرق الى ثلاث مباحث، فالمبحث الأول مخصص لتبيين واقع المصارف العربية وأهم المشاكل التي تعاني منها والأسباب المؤدية لذلك، وأهم التحديات التي تواجهها وأهمية ظاهرة الاندماج المصرفي للبنوك العربية، أما في المبحث الثاني يكون حول الأسواق العربية للأوراق المالية من خلال دراسة أدائها والمعوقات التي حالت دون تطويرها، كما نركز على أهمية الربط بين البورصات العربية وتبيين السبل لتحقيق ذلك، أما في المبحث الثالث نحاول تتبع مسار التحرير المالي العربي من خلال دراسته واقع تحرير حساب رأس المال في بعض الدول العربية وهذا بتبيين الشروط اللازمة لتحقيق تحرير حساب رأس المال ومتطلباته الوفاء بقابليته التحويل، إضافة إلى ذلك بينا أهم التحديات التي يرفضها تحرير القطاع المصرفي والمالي على الدول العربية.

#### 1.4. واقع المصارف العربية

يعد القطاع المصرفي العربي من أكثر الأنشطة المتأثرة بظاهرة التحرير المالي، ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى خصائص المصارف العربية وإظهار التحديات التي تواجهها من أجل القيام بعمليات إصلاح لتفعيل دور هذه المصارف.

#### 1.1.4. خصائص المصارف العربية

تعتبر المصارف العربية جزء لا يتجزأ من مصارف الدول النامية ولهذا يشتركان في الخصائص والمشاكل التي سبق الحديث عنها في الفصل الثالث.

#### 1.1.1.4. المشاكل التي تواجه المصارف العربية

تعيش المصارف العربية وضعاً ضعيفاً مقارنة بالمصارف الدولية، وذلك وفقاً للتقارير المصرفية الصادرة عن إتحاد المصارف العربية في عام 2001، حيث تشير التقارير إلى أن عدد المصارف العربية بلغ 350 مصرفاً، وتتمثل نقاط الضعف فيها في المؤشرات التالية [102] :

#### ضعف حقوق المساهمين

فلا يوجد 3 مصارف من بين 350 مصرفاً تزيد حقوق المساهمين بها عن مليار دولار.

#### ضعف الأصول و الموجودات

فلا يوجد سوى 9 مصارف فقط تزيد أصولها عن 15 مليار دولار، في حين أن موجودات بنك واحد مثل دويتش بنك الألماني تبلغ 732.5 مليار دولار، وهي تزيد عن إجمالي موجودات الجهاز المصرفي العربي كله (526.3 مليار دولار).

#### وجود تركيز شديد

فحصة أول 100 بنك في قائمة المصارف العربية من موجودات الجهاز المصرفي تصل إلى 93.5 %، وأن أول 10 مصارف منها تسيطر على 35.1 %، وأن معظم هذه المصارف صغيرة ولا تحصل إلا على نصيب صغير من السوق رغم عددها الكبير، ورغم وجود هذه الظاهرة في معظم دول العالم فإنها أكثر حدة عربياً.

#### عدم تناسب الكثافة المصرفية مع عدد السكان

فلبنان مثلاً يوجد بها 75 مصرفاً، في حين أن عدد سكانها لا يزيد عن 3.5 مليون نسمة، وتتركز البنوك الأوفشور في دولة مثل قطر رغم صغر عدد سكانها، في حين يوجد في مصر 67 بنكاً وفرعاً أجنبياً رغم أن عدد سكانها 65 مليون نسمة، وتنطبق هذه الحالة على دول عربية أخرى.

### ضعف عدد الفروع التي تخدم العملاء

فكل مليون عميل يخدمهم 38 فرعا، بينما لكل مليون عميل 853 فرعا في إسبانيا، 639 فرعا في إيطاليا.

### سيطرة الصيرفة التقليدية أو التجارية

فإيرادات المصارف العربية من الفوائد تشكل حوالي 85 % إلى 90 % من إجمالي إيراداتها، ولا يشكل الدخل من العمولات والرسوم سوى 10 % أو 15 % من إجمالي الإيرادات.

### وجود فجوة كبيرة في عدد الخدمات المصرفية

فعدد هذه الخدمات في العالم العربي 40 خدمة مقابل 465 خدمة في المصارف الدولية في الخارج وهذه المؤشرات أدت إلى تدني ترتيب المصارف العربية في القائمة العالمية، حيث خلت قائمة أفضل 100 بنك على مستوى العالم من أي بنك عربي، وجاء ترتيب متأخر جدا، لم تضم سوى 66 بنكا كان أولها في الترتيب رقم 166 و آخرها 995.

### جدول رقم (24) : أهم مؤشرات المصارف العربية [103]

عدد المصارف	350 مصرفا
قيمة الأصول و الموجودات	526.3 مليار دولار
حصة أول مئة مصرف من الموجودات	93.5 %
عدد الفروع لكل مليون عميل	38 فرعا
نسبة الدخل من الفوائد	85-90 % من مجموع الإيرادات
نسبة الدخل من العمولات و الرسوم	10-15 %
عدد الخدمات المقدمة	40 خدمة (465 في العالم)
العدد في قائمة المائة بنك عالمي	لا يوجد
العدد في قائمة الألف بنك عالمي	66 بنكا

### 2.1.1.4. أسباب ضعف الجهاز المصرفي العربي

هناك مجموعة من الأسباب أدت إلى ضعف الجهاز المصرفي العربي و أهمها:

## هيمنة الأعمال المصرفية التقليدية

نجد أن معظم المصارف العربية لا تزال تعاني من سيطرة نظم الأعمال المصرفية التقليدية على نشاطها وذلك راجع لجمود القوانين و التشريعات المصرفية، وتدني نوعية الكفاءات المهنية، ونقص مستوى التدريب [104] ( ص : 219)، بسبب ضعف مخصصات ميزانيات التدريب أو عدم وجودها في بعض البنوك العربية، والمفترض أن تصل إلى 3 % من ميزانية البنك كما في البنوك العالمية، مما يجعل البنوك العربية غير قادرة على تطوير مهارات العنصر البشري بها [102]، كما تقتصر أعمال البنوك العربية على الأعمال التقليدية والمتمثلة في إيداع، سحب، تحويل، إقراض قصير الأجل.. الخ، مما أدى إلى جمود الوضع الإقتصادي والمصرفي الذي تعاني منه معظم الدول العربية.

## التركيز المصرفي

يعاني القطاع المصرفي العربي من ارتفاع درجة التركيز إذ يستأثر 25 مصرفا عربيا بأكثر من 50% من النشاط المصرفي، في حين تستأثر المصارف في ست دول بحوالي 75% من الموجودات المصرفية [105].

## تزايد منافسة المصارف الأجنبية

نلاحظ من خلال عقد التسعينات توسع المصارف الأجنبية في الأسواق المصرفية لمعظم الدول العربية والتي تهدف إلى تمويل المشروعات والاستثمارات في قطاعات حيوية إعتقادا على الخدمات الإبداعية والتوظيفية المتطورة المتوفرة لديها بالمقارنة مع المصارف الوطنية، الأمر الذي أدى إلى زيادة حصة المصارف الأجنبية في عدد من الدول العربية إلى نسب مرتفعة مما عرقل توسع المصارف الوطنية الكبيرة والمتوسطة الحجم في هذه الدول، كما أن في ظل إنضمام الدول العربية إلى عضوية منظمة التجارة العالمية التي تنادي بالتحريم المالي على نطاق عالمي فإنه سيزداد زحف المصارف الأجنبية مما يؤدي إلى إغلاق عدد من المصارف في عدة دول عربية خاصة بالنسبة التي تشهد طفرة مصرفية كبيرة وذلك لعدم قدرتها على المنافسة من قبل فروع المصارف الأجنبية، ولعدم قدرتها على محاكاة المصارف الأجنبية في أساليب العمل المالي الجديد القائم على التقنية العالية والكفاءات البشرية المدربة والخدمات المستحدثة والمتطورة [104] ( ص : 220).

- وهناك أسباب أخرى كان لها دور في الوضع الذي تعيشه المصارف العربية وهي [102]:
- ضعف التطوير وخاصة في مجال إدخال التكنولوجيا والأخذ بالأدوات المالية الحديثة مثل المشتقات والتجارة الإلكترونية.
  - ضعف استقلالية معظم البنوك المركزية عن الحكومات.
  - ضعف معدلات النمو الإقتصادي و بطء سياسات الخصخصة و بالتالي عدم قدرة البنوك على إقتناص فرص النمو والعمل بمزيد من الديناميكية وتمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة الحجم مثلاً.
  - ملكية معظم البنوك العربية كلياً أو جزئياً للحكومات أو لجهات حكومية أو شبه حكومية، وبالتالي تتدخل الحكومات في عملها وهو ما يحد من إتجاه المصارف نحو التطوير، ويعرضها للمخاطر عند تنفيذ الدول العربية لإلتزاماتها الدولية في مجال تحرير الخدمات المصرفية في إطار منظمة التجارة العالمية، فمثلاً بالنسبة للمصارف في الجزائر فهناك 90 % من الجهاز المصرفي يسيطر عليه خمس بنوك كبيرة في القطاع العام والجزء الصغير المتبقي هو للقطاع الخاص [106] ( ص : 56).
  - ضعف عمليات الإندماج والتعاون مقارنة بالعالم، وقصور دور إتحاد المصارف في مجال تنشيط الإندماج والتعاون، وهو ما يقلل من قدرة الجهاز المصرفي على مواجهة تحديات التكتلات الإقتصادية والمصرفية في العالم.

#### 2.1.4. تحديات المصارف العربية

يواجه القطاع المصرفي العربي مجموعة من التغيرات الإقتصادية والمالية العالمية التي تحتم على الدول العربية السير نحو الدمج المصرفي من أجل الوقوف أمام ما يطراً على الساحة الإقتصادية.

#### 1.2.1.4. أهم التطورات العالمية المؤثرة على المصارف العربية

شهد القطاع المصرفي العالمي العديد من التطورات خلال العقد الأخير من القرن الماضي، وهذه التطورات مرشحة للتزايد خلال السنوات القادمة في ظل تنفيذ إتفاقية تحرير الخدمات المالية، ومنها الخدمات المصرفية التي جاءت بها منظمة التجارة العالمية.

ويمكن إيجاز أهم التطورات في هذا المجال والتي ستؤثر على مستقبل المصارف العربية كالتالي

- تزايد عمليات الاندماج بين المصارف العالمية، مما أدى إلى خلق كيانات مصرفية عملاقة أصبحت تهدد المصارف الصغيرة وتجعل من القرن الراهن قرن المؤسسات.
- حدوث تقدم تكنولوجي ضخم في مجال العمل المصرفي، مما ساعد المصارف العالمية على تحسين وتنوع الخدمة وسرعة تقديمها خارج الحدود باستغلال ثورة الإتصالات و المعلومات.
- الإنتشار السريع لمفهوم البنوك الشاملة، ودخول العديد من البنوك الدولية إلى مجال الوساطة المالية في أسواق المال وخدمات التأمين، وعدم الإقتصار على عملية تلقي الودائع والإقراض، وظهور أفكار مصرفية جديدة، مثل البنك الإلكتروني، وبنك العميل والربط بين البنوك.
- إحتدام المنافسة العالمية، ومواجهة الدول العربية المنافسة من المصارف الأجنبية داخل الأسواق العربية نفسها.
- ظهور بعض العمليات المالية الحديثة مثل عمليات غسيل الأموال من خلال المصارف وحركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو ما يعرف بالنقود الساخنة، والتي تهدد الجهاز المصرفي العربي، ويتطلب الأمر التنبيه لها.

ومن خلال ما تقدم فإن على البلدان العربية إعادة هيكلة قطاع المصارف، وتطوير التشريعات والقوانين المنظمة لأعماله، والنهوض بعمليات التحديث وإستخدام التكنولوجيا، وتفعيل دور إتحاد المصارف والاستفادة من تجارب الدول المتقدمة في مجال التعاون المصرفي.

ولهذا على الدول العربية، وخاصة منها الجزائر، السهر على التأطير الأفضل للنشاطات المصرفية، بهدف تفادي حدوث حالات إفلاس البنوك مثل: بنك الخليفة الذي أدت تصفيته إلى إنعكاسات بليغة على المودعين (الخواص والمؤسسات)، وفي هذا الصدد يوصي المجلس الوطني الإقتصادي والإجتماعي بـ [107] ( ص : 149):

-تكييف القوانين في مجال القواعد الإحترازية.

-تدعيم وسائل المراقبة وغيرها بهدف حماية المؤسسة من أخطار الإفلاس وحماية المودعين.

-تحسين المراقبة المستمرة.

-السهر على نوعية نظام رفع التقارير المتعلقة بالوضعيات المالية للبنوك و باحترام قواعد السلوك الجيد للمهنة المصرفية.

#### 2.2.1.4. موقع المصارف العربية من التطورات العالمية

يشهد النظام المصرفي العالمي تحركا كبيرا نحو التكامل، لكن النظام المصرفي العربي لا يزال بحاجة إلى مزيد من التطوير من أجل مسايرة الإتجاهات العالمية.

### - ظاهرة الاندماج و المصارف العربية

إن البنوك العربية بحاجة إلى مزيد من التطوير و الفعالية وخاصة في الفترة القادمة، فقد بدأت ظاهرة الاندماج تأخذ إتجاها جديدا في الأقطار العربية بتشجيع من إتحاد المصارف العربية، وبدأت المصارف العربية تسعى لتكوين كيانات مصرفية كبيرة عن طريق الاندماج.

وتعتبر فكرة اندماج البنوك في المنطقة العربية هي خطوة ضرورية لتحقيق الإصلاح المالي و المصرفي وهي تأتي في أعقاب عمليات الإصلاح الإقتصادي، خاصة إذا كان الدمج يتم بين بنكين من القطاع العام، لأنه ستحقق عدة مزايا تتمثل في النقاط التالية[108](ص:79):

- تعاني بنوك القطاع العام من المشاكل نفسها و أن إندماج بنكين منها سيوفر الوقت و المجهود و التكلفة اللازمة لإعادة تأهيلها.

- خفض الإستثمارات المطلوبة لتحديث بنكين إلى النصف تقريبا حيث سيتم الإستثمار في أنظمة واحدة للرقابة و الإئتمان و الصرف الأجنبي.

- الحد من المنافسة السعرية، فقط بزيادة قدرة البنوك على تقديم خدمات مالية متطورة بجودة و تكلفة إقتصادية.

- تحقيق وفورات إقتصادية كبيرة نظرا لتشابه كثير من أنظمة و أساليب العمل.

- سهولة إتخاذ قرار الاندماج وتنفيذه نظرا لوجود مساهم واحد في هذه البنوك وهو الحكومة.

- التعامل و التغلب على مشكلة ندرة الكفاءات الإدارية المتميزة على مستوى الإدارة العليا.

- وجود إمكانية لتحقيق تكامل بين أنشطة بعض البنوك لتخصصهم الإقتصادي والجغرافي.

ومن بين أمثلة عمليات الدمج التي تمت بين الدول العربية [63](ص:35-36):

### لبنان

من أهم الإندماجات التي تمت في لبنان إندماج بنك الإعتماد اللبناني وبنك « سوسيتيه جنرال »، وقيام بنك عودة بتملك مصارف محلية متوسطة وصغيرة.

كما إنطلق رسميا البنك الأهلي الدولي كمصرفي لبناني و الذي جاء نتيجة عملية دمج البنك الأهلي الأردني، لبنان مع بنك لبنان الكويت، ويقدر رأس ماله نحو 22 مليون دولار، حيث يملك البنك الأهلي الأدرني 31 % من الأسهم، فيما تملك شركة هولدينغ لبنان و الكويت 54% وتوزع الأسهم الباقية: 15 % على مساهمات صغيرة و للبنك حاليا في لبنان 11 فرعا منها 8 عاملة و 3 قيد

التأسيس. [109](ص:99)

## عمان

إندماج بنك عمان و البحرين و الكويت في بنك عمان التجاري باسم بنك عمان التجاري الجديد وذلك في 1998/06/20 و يبلغ إجمالي موجودات البنك الجديد 1.5 بليون دولار.

## مصر

إن من أهم عمليات الإندماج الإختياري التي التي تمت في البنك الوطني للتنمية حيث تم إندماج فروع المحافظات و التي كانت بنوكا مستقلة في البنك الأم باستثناء بنك الدقهلية الوطني (البنك المصرفي المتحد حاليا) وبنك بورسعيد الوطني للتنمية في سنة 1993، كما تم إندماج بنك الإعتدال الدولي في بنك مصر بعد أزمة في أوائل التسعينات.

## السعودية

من أهم الإندماجات إندماج بنك القاهرة السعودي في البنك التجاري السعودي وتكوين بنك جديد باسم البنك السعودي المتحد في عام 1998، وتقدر حقوق ملكية هذا البنك بألف مليون دولار أمريكي (2.25 مليار ريال سعودي).

إضافة إلى هذه الإندماجات المصرفية التي تمت بين الدول العربية هناك خطوات لدمج ثمانية من بنوك مجموعة البنك و إحدى شركاتها المالية (شركة الأمين) مع المستثمر الدولي، و الجدول التالي يبين رأس مال كل بنك و حقوق المساهمين.

الجدول رقم 25 : رؤوس الأموال وحقوق المساهمين في بنوك البركة التي سيتم دمجها بالمستثمر الدولي (مليون دولار أمريكي). [110](ص:12)

البنك	تاريخ التأسيس	رأس المال	حقوق المساهمين	حصة البركة %
بنك البركة الإسلامي – البحرين	1984	50.00	59.06	78.25
البنك الإسلامي الأدرني-الأردن	1978	54.30	74.19	53.73
شركة الأمين للإستثمار- البحرين	1978	60.00	92.39	99.00
بنك البركة – جنوب إفريقيا	1989	04.43	04.47	50.00
بنك التمويل التونسي السعودي-تونس	1983	50.00	59.74	78.40
بنك البركة الجزائر- الجزائر	1991	06.76	20.35	50.00
بنك التمويل المصري السعودي- مصر	1980	34.34	09.60	44.61
بنك البركة- لبنان	1992	07.96	08.42	66.70
البركة للتمويل- تركيا	1984	25.23	39.75	55.69
<b>المجموع</b>		<b>293.02</b>	<b>367.97</b>	

#### - معدل كفاية رأس المال و المصارف العربية

فالواقع أن الجهاز المصرفي العربي لازال يعاني من صعوبات، فبالنسبة لتطبيق المعايير المصرفية الدولية (مقررات لجنة بازال)، فإنها مازالت تصف معظم الدول العربية بأنها دول مرتفعة المخاطر، كما أن الحدود الدنيا لرؤوس أموال البنوك العربية لا تتناسب و الأوضاع الإقتصادية والمصرفية المالية العالمية، حيث أن الحدود الدنيا لهذه البنوك بلغت 30 مليون دولار في مصر، و30مليون دولار في الأردن، و8 ملايين دولار في لبنان، بينما يتجاوز الحد الأدنى لأضعف بنك أوروبي 800 مليون دولار[111].

كما أن متوسط معدل كفاية رأس المال في الدول العربية مختلف، فنجد أنه يرتفع في بعض الدول وينتدنى في البعض الآخر والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم 26: متوسط معدل كفاية رأس المال لبعض الدول العربية في الفترة (1987-1997)

[63](ص:44)

البلدان	1987	1992	1997
السعودية	7.77	9.52	17.3
مصر	4.18	17.7	6.7
المغرب	5.29	10.11	11.9
الكويت	-	33.43	16
قطر	-	16.22	15.6
البحرين	12.46	-	10.4
الإمارات العربية	12.21	-	26.6
الأردن	6.4	-	19.1

#### 2.4. الأسواق العربية للأوراق المالية

تميزت فترة التسعينات من القرن الماضي، بانخفاض نسبة الموارد الرأسمالية التي دخلت إلى الدول النامية ويتضح بصورة جلية الأهمية المتعاظمة لأسواق الأوراق المالية الناشئة كقناة لتوفير الموارد الرأسمالية وتدفع أزمة الديون وذلك بالإعتماد على الأسهم بدلا من الديون.

وتشير التقديرات الواردة في آخر تقرير عن الثروة العالمية الذي تقوم بتجميعه شركة "ميرل لينش" إلى أن 220000 فرد من الشرق الأوسط يمتلكون 1.2 مليار دولار في الخارج، ولهذا لا غنى عن تطوير أسواق الأوراق المالية الإقليمية وبالخصوص الأسواق العربية وربطها بصورة فعالة، باعتبار ذلك من الشروط الأساسية لاستعادة رأس المال العربي إلى المنطقة وإجتذاب الإستثمار الأجنبي والخبرة، الإدارة والتكنولوجيا [112] (ص:01).

#### 1.2.4. واقع الأسواق العربية للأوراق المالية

تشهد الأسواق العربية للأوراق المالية تغيرات من أجل تحسين الأسواق المحلية لكن رغم ذلك لم تتمكن من تحقيق الأهداف المرجوة في تطوير هذه الأسواق.

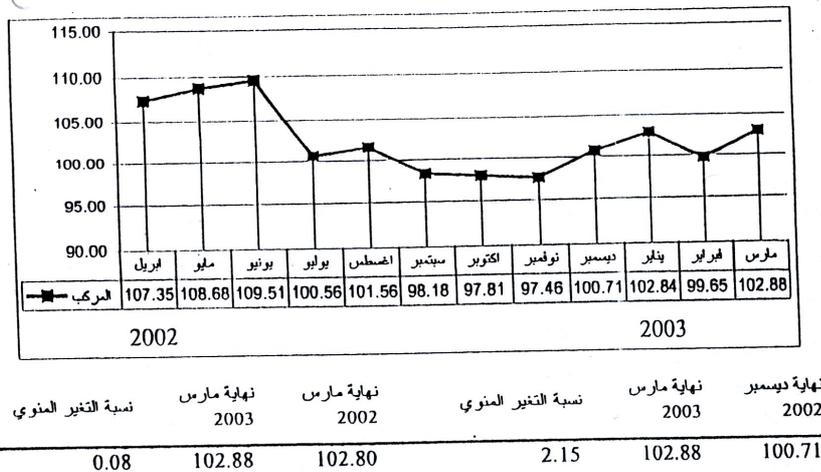
#### 1.1.2.4. أداء الأسواق العربية للأوراق المالية

يقوم صندوق النقد العربي بتقديم نشرة فصيلة لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، ويهدف من وراء إنشاء القاعدة تحقيق غرضين، فيتمثل الأول في جمع البيانات الرسمية عن نشاط أسواق الأوراق المالية العربية و إعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة، ونشرها بصورة دورية ومنظمة، أما الغرض الثاني فهو المساهمة في تنمية الوعي الإستثماري في هذه الأسواق وتفعيل دورها التنموي في الإقتصاد، وتمكين المستثمرين من إتخاذ قرارات الإستثمار السليمة.

وتتمثل قائمة أسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في القاعدة: بورصة عمان، سوق البحرين للأوراق المالية، بورصة الأوراق المالية تونس، سوق الأسهم السعودي، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، بورصة بيروت، الهيئة العامة لسوق المال بمصر، بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء، سوق أبوظبي للأوراق المالية، سوق دبي المالي، سوق الدوحة للأوراق المالية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، بورصة الجزائر، حيث البورصتين الأخيرتين إنضمت إلى قاعدة البيانات إعتباراً من الربع الأول من عام 2003، وبذلك يبلغ عدد أسواق الأوراق المالية التي تغطيها النشرة 14 سوقاً [113] (ص:06).

وبالنسبة لأداء أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة البيانات فقد تميز بالتحسن خلال الربع الأول من عام 2003 مقارنة مع الربع الأخير لعام 2002.

حيث أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي في نهاية هذا الربع إرتفاعاً بلغت نسبته 2.16% مقارنة مع الربع الأول من عام 2002 إرتفع المؤشر نسبة 0.1% كما في الشكل رقم (13).



شكل رقم 13: مؤشر صندوق النقد العربي [113] (ص:07)

وبالمقارنة مع أداء أسواق الأوراق المالية الدولية يظهر المؤشر المركب للصندوق أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال الربع الأول من عام 2003 يفوق الأداء الذي سجلته معظم الأسواق المالية الدولية , لمعرفة كيفية حساب مؤشر صندوق النقد العربي أنظر الملحق رقم 4.

فقد سجل مؤشر التمويل الدولية (ستاندرد آندبورزIFCG) الخاص بالأسواق المالية الناشئة تراجعاً بلغت نسبته 4.8 % خلال نفس الفترة، كما في الجدول التالي رقم (27).

جدول رقم 27: مؤشرات أسعار الصندوق لأسواق الأوراق المالية العربية، للفترة: الربع الأول 2003.

مقارنة مع مؤشرات أداء بعض الأسواق المالية العالمية [113] (ص:116)

السوق	نسبة التغير خلال شهر مارس	نسبة التغير خلال الربع الأول	نسبة التغير خلال العام
أبو ظبي	0.95	1.21	- 0.29
الأردن	0.95	1.94	- 3.36
البحرين	0.91	- 5.05	3.62
السعودية	0.82	1.18	- 0.46
الكويت	0.67	6.25	23.52
المغرب	0.66	5.69	9.94
الجزائر	1.02	0.38	-
تونس	3.92	- 5.82	- 8.27
دبي	0.79	- 0.50	14.58
الخرطوم	1.03	0.32	-
عمان	1.26	1.33	23.83
قطر	0.75	12.14	50.47
لبنان	2.69	0.92	6.88
مصر	2.88	- 9.17	- 8.56
المؤشر المركب	1.04	2.16	0.08
Nikkei	0.01	- 7.07	- 27.68
IFCG	0.38	- 4.76	- 20.88
CAC40	0.03	- 14.54	- 44.15
S&P 500	0.12	- 3.60	- 26.08
FT-SE 100	0.03	- 8.30	- 31.46

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية، فقد إرتفعت خلال الربع الأول من عام 2003 مقارنة بالربع الرابع من العام الماضي بنسبة 12.3 % لتبلغ 234573 مليار

دولار، وتجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية سجلت أعلى إرتفاع لها في سوق الأسهم السعودي وذلك بنسبة 30.8 % وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 10.7% حسب الجدول التالي رقم(28).

الجدول رقم 28: رسملة السوق- القيمة السوقية الإجمالية. [113](ص:111)

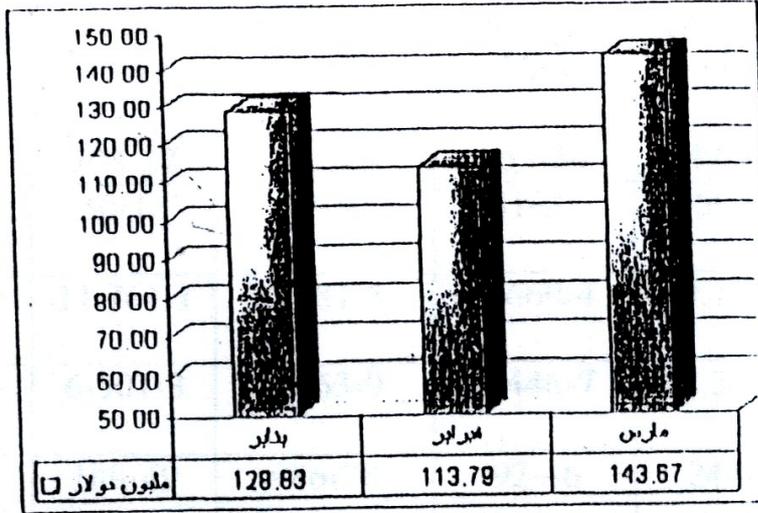
مليون دولار أمريكي

2003

2002

السوق	مارس	فبراير	يناير	الربع الأول	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	20.728.78	20.517.99	20.538.52	20.728.78	20.375.76	19.309.45	19.135.03	6.278.60
بورصة عمان	7.076.33	6.830.35	7.166.18	7.076.33	7.087.03	6.387.08	6.742.93	6.273.71
سوق البحرين للأوراق المالية	7.393.72	7.358.30	7.613.30	7.393.72	7.716.39	6.415.02	6.728.60	6.765.65
سوق الأسهم السعودي	97.894.23	89.756.31	92.347.24	97.894.23	74.851.38	78.936.21	82.116.28	76.364.55
سوق الكويت للأوراق المالية	37.192.63	35.799.46	36.820.15	37.192.63	35.098.89	31.860.58	33.659.14	28.247.16
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	9.022.38	9.473.93	9.056.96	9.022.38	8.564.24	8.066.50	8.728.51	8.552.84
بورصة الجزائر	143.67	113.79	128.83	143.67	-	-	-	-
بورصة الأوراق المالية بتونس	1.962.09	1.985.76	2.056.60	09.1.962	2.125.68	2.163.91	2.180.66	2.200.01
سوق دبي المالي	9.996.70	9.673.58	9.733.47	9.996.70	9.469.52	9.051.14	8.419.53	8.224.87
سوق الخرطوم للأوراق المالية	607.83	602.77	568.79	607.83	-	-	-	-
سوق مسقط للأوراق المالية	6.605.19	5.441.56	5.468.83	5.605.19	5.268.05	5.060.26	4.348.19	3.559.59
سوق الدوحة للأوراق المالية	11.693.54	11.046.17	11.235.34	11.693.54	10.567.22	9.788.26	9.027.74	7.327.09
بورصة بيروت	1.374.73	1.404.48	1.411.85	1.374.73	1.395.26	1.210.93	1.233.23	1.251.77
الهيئة العامة لسوق المال بمصر	23.881.29	23.252.20	24.435.39	23.881.29	26.338.69	25.799.57	25.455.23	25.323.96
المجموع	234.573.12	223.256.65	228.581.47	234.573.12	208.858.11	204.049.43	207.775.20	180.369.81

وكما يلاحظ أن بورصة الجزائر بلغت فيها القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق في نهاية الربع الأول من عام 2003 حوالي 143.7 مليون دولار، وهي أعلى قيمة لها خلال هذه الفترة كما يوضحها الشكل التالي رقم (14).



الشكل رقم 14: القيمة السوقية لبورصة الجزائر، الربع الأول: 2003. [113] (ص: 99)

**ملاحظة:** عدد الشركات المدرجة في السوق خلال هذا الربع من عام 2003 هي ثلاث شركات وهي: الأوراسي، إرياد، صيدال.

أما فيما يتعلق بأحجام التداول، فقد ارتفعت الأسهم المتداولة في الأسواق العربية للأوراق المالية خلال هذا الربع لعام 2003 بما نسبته 40% لتبلغ حوالي 20633 مليار دولار مقارنة مع 14743 مليار دولار سجلت في نهاية الربع الرابع لعام 2002 كما هو موضح في الجدول رقم (29):

**الجدول رقم (29): أحجام التداول في الأسواق المالية العربية (مليون دولار أمريكي). [113](ص:113)**

2003							2002	
السوق	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	يناير	فبراير	مارس
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	73,78	43,22	130,80	115,27	97,42	45,95	19,17	32,30
بورصة عمان	308,60	498,94	353,84	173,28	208,27	103,92	40,92	63,41
سوق البحرين للأوراق المالية	65,64	59,03	41,21	40,40	50,16	23,36	13,05	13,56
سوق الأسهم السعودي	6.751,2	9.181,4	9.660,4	5.381,5	11.761,1	3.969,0	2.613,0	5.179,1
سوق الكويت للأوراق المالية	3.425,2	8.387,7	4.446,7	5.863,9	6,901,3	3.217,6	1.289,0	2.406,5
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	116,72	244,50	92,46	986,78	189,49	54,58	56,38	75,20
بورصة الجزائر	-	-	-	-	0,06	0,04	0,01	0,01
بورصة الأوراق المالية بتونس	62,11	50,04	29,62	104,70	28,35	8,38	7,30	12,86
سوق دبي المالي	264,08	96,30	210,96	116,46	109,74	25,77	23,80	60,18
سوق الخرطوم للأوراق المالية	-	-	-	-	9,21	2,52	0,09	6,59
سوق مسقط للأوراق المالية	82,40	157,06	132,80	209,41	185,44	94,49	33,65	57,30
سوق الدوحة للأوراق المالية	192,51	321,93	227,21	141,42	329,28	121,28	61,30	146,60
بورصة بيروت	26,73	20,49	88,55	11,82	38,59	17,40	11,28	9,91
الهيئة العامة لسوق المال بمصر	1.443,07	1.504,95	1.897,26	1.598,45	724,30	366,65	224,65	165,50
<b>المجموع</b>	<b>12.812,07</b>	<b>20.565,49</b>	<b>17.279,14</b>	<b>14.743,40</b>	<b>20.632,71</b>	<b>8.054,89</b>	<b>4.393,54</b>	<b>8.229,08</b>

وننتج هذا الارتفاع بشكل أساسي عن ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي بنسبة تقارب 119 % لتبلغ حوالي 118 مليار دولار، وهي تشكل ما نسبته 57 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، وفي المقابل إنخفضت قيمة الأسهم المتداولة لبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء وبورصة تونس خلال نفس الفترة بنسبة كبيرة بلغت 80.8% و 72.9% على التوالي. كما نلاحظ أن حجم التداول ببورصة الجزائر ضعيف جدا حيث في بداية الربع الأول من 2003 يساوي 0.06 مليون دولار أمريكي، وإنخفضت مع نهاية الربع الأول من نفس السنة إلى 0.01 مليون دولار أمريكي وهي تشكل ما نسبته 83.3%.

أما من حيث عدد الأسهم المتداولة، فقد إرتفع خلال الربع الأول من عام 2003 بما نسبته 9.5 % ليبلغ حوالي 9005 مليار سهم مقارنة مع 8226 مليار سهم خلال الربع الرابع من عام 2002، وهذا حسب الجدول التالي .

**جدول رقم 30: عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم). [113](ص:113)**

السوق	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	يناير	فبراير	مارس
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	8,86	7,36	27,77	17,29	25,51	15,93	5,58	4,00
بورصة عمان	125,43	129,00	121,90	79,39	86,47	44,74	17,21	24,53
سوق البحرين للأوراق المالية	123,33	98,55	64,40	66,63	92,62	51,10	13,31	28,22
سوق الأسهم السعودي	180,90	617,66	662,80	274,48	481,81	164,23	101,41	216,16
سوق الكويت للأوراق المالية	10,573,53	10,911,76	13,216,46	7,461,54	7,925,89	3,819,82	1,413,60	2,692,47
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	2,58	4,23	2,44	13,19	4,37	1,33	1,31	1,73
بورصة الجزائر	-	-	-	-	0,01	0,01	0,00	0,00
بورصة الأوراق المالية بتونس	4,65	4,21	2,27	5,98	2,59	0,83	0,76	1,00
سوق دبي المالي	47,43	25,03	44,27	31,23	29,57	5,81	7,75	16,01
سوق الخرطوم للأوراق المالية	-	-	-	-	62,87	10,00	9,09	43,78
سوق مسقط للأوراق المالية	37,92	55,44	36,27	61,47	59,22	28,52	11,85	18,85
سوق الدوحة للأوراق المالية	17,80	29,56	20,50	11,75	24,12	8,92	4,00	11,20
بورصة بيروت	5,81	4,50	13,42	2,45	7,92	3,18	2,81	1,93
الهيئة العامة لسوق المال بمصر	194,36	154,10	284,10	200,30	202,10	79,50	57,50	65,10
<b>المجموع</b>	<b>11.322,59</b>	<b>12.041,38</b>	<b>14.496,60</b>	<b>8.225,71</b>	<b>9.005,07</b>	<b>4.223,91</b>	<b>1.646,18</b>	<b>3.124,98</b>

وارتفع عدد الأسهم المتداولة في معظم أسواق الأوراق المالية العربية، إذ بلغ أعلاه في بورصة بيروت وسوق الدوحة للأوراق المالية، ثم سوق الأسهم السعودي، كما تشكل سوق الكويت للأوراق المالية خلال الربع الأول من عام 2003 من عدد الأسهم المتداولة ما نسبته 88% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة لأسواق الأوراق المالية العربية، في حين نجد أن بورصة الجزائر بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فقد بلغت 0.01 مليون سهم والذي بلغ ذروته في شهر مارس من عام 2003 بواقع 0.006 مليون سهم، وتجدر الإشارة إلى أن المتوسط الشهري لعدد الأسهم المتداولة

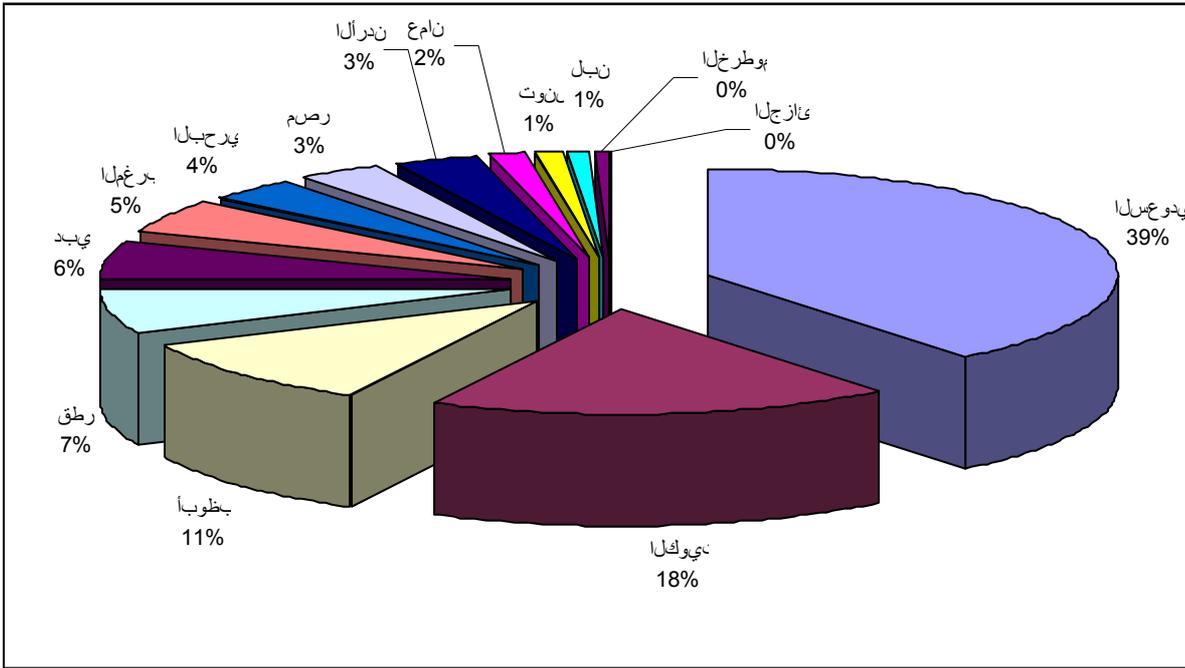
قد بلغ خلال الربع الأول في نفس العام حوالي 0.004 مليون سهم، ومن خلال هذه البيانات يتضح لنا أن بورصة الجزائر تعتبر من أصغر البورصات العربية، وذلك فيما يتعلق بالقيمة السوقية وعدد الأسهم المدرجة فيها، وللمزيد من التفاصيل عن بورصة الجزائر أنظر الملحق رقم 3.

وقام صندوق النقد العربي بترتيب أسواق الأوراق المالية العربية من حيث القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي خلال الربع الأول من عام 2003، والتي يبينها الجدول رقم (31) و الدائرة المثلثية من خلال الشكل رقم (15).

الجدول رقم (31): أوزان الأسواق المدرجة في مؤشر صندوق النقد العربي: الربع الأول 2003.

[113] (ص : 115)

الترتيب	عدد الشركات المدرجة في المؤشر	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي)	الوزن في المؤشر المركب لصندوق النقد العربي
1	السعودية 47	62.258,80	39,10
2	الكويت 56	29.197,56	18,34
3	أبو ظبي 16	16.846,16	10,58
4	قطر 20	10.906,32	6,85
5	دبي 11	9.400,68	5,90
6	المغرب 32	8.144,76	5,12
7	البحرين 23	5.814,24	3,65
8	مصر 82	5.248,96	3,30
9	الأردن 60	5.006,62	3,14
10	عمان 73	2.580,10	1,62
11	تونس 33	1.749,99	1,10
12	لبنان 12	1.310,27	0,82
13	الخرطوم 47	605,10	0,38
14	الجزائر 3	143,67	0,09



### الشكل رقم (15): أوزان الأسواق المدرجة

في مؤشر صندوق النقد العربي الربع الأول 2003. [113] (ص : 115)

وللمزيد من التفاصيل حول مؤشرات أسواق المالية العربية خلال الربع الأول 2003 , انظر

الملحق رقم 02

### 2.1.2.4. معوقات تطوير الأسواق العربية للأوراق المالية

بالرغم من التطورات العديدة التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية، وتفاوت التجارب الخاصة بها، و إختلاف البيئة الإقتصادية و الإجتماعية و القانونية لكل منها، فإن هذه الأسواق ما تزال تفتقر إلى عراقة التقاليد الإستثمارية الرشيدة، كما أنها تعاني من عدة عقبات لم تمكنها من تطوير هذه الأسواق وتتمثل أهم هذه العقبات فيما يلي [114] ( ص ص : 128-130) :

#### من حيث عرض الأوراق

تعاني الأسواق العربية من قلة المعروض منها وذلك للأسباب التالية:

- سيادة النفط العائلي للشركات المساهمة
- تملك الحكومة نسبة كبيرة من أسهم الشركات المساهمة

- طبيعة أسواق السندات و التركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة، وحيازتها التقليدية من قبل البنوك وشركات التأمين و الضمان وضالة المعروض منها في السوق الثانوية.
- بدائية توزيع الإكتسابات، لأن أسلوب التوزيع كان قائما على الإتصال الشخصي المباشر بسبب الإفتقار إلى مسؤولية ضمان التغطية و التوزيع.

### من حيث الطلب على الأدوات الإستثمارية

- هناك مجموعة من العوامل ساهمت في تدني الطلب على الأوراق المالية في البورصات العربية و تتمثل فيما يلي:
- انخفاض معدل الدخل النقدي و الادخار الفردي و عدم ثباته و عدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه.
- منافسة الحكومات و مؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات و حيازتها و حرمان السوق منها، و كذلك منافسة الأوراق المالية الحكومية و الأوعية الإدخارية للبنوك في تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات.
- انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية بالقياس على أشكال الإستثمار الأخرى.
- وبالرجوع إلى التشريعات الضريبية للدول العربية يتضح أن المعاملة الضريبية لعوائد القيم المنقولة تعتبر من العوامل المنفردة للإستثمار في الأوراق المالية، فمعدلات هذه الضرائب عالية في معظم الدول العربية.
- تفضيل السيولة في الإستثمار القصير الأجل، نظرا لما يتطلبه الإستثمار في سوق المال من توافر مستوى عال من الوعي الإدخاري والتوظيفي لدى المدخرين فقد إتجهت معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الإدخارية لدى البنوك التجارية وصناديق الإدخار.
- المنافسة الجديدة لمؤسسات التمويل المشتركة في الحد من اللجوء إلى سوق رأس المال و بروز ظاهرة البنوك الإسلامية التي لا تتعامل بسعر الفائدة بمعناها التقليدي في عدد من الدول العربية.

### من حيث الأطر القانونية والتنظيمية

- فيعتبر من بين أهم المعوقات التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية تخلف أو قصور النظم والتشريعات التي تحكم أصول وقواعد العمل في السوقين الأولية والثانوية، أو غياب تام لبعض القواعد الضرورية لتنظيم السوق وتطويرها ومعالجة أوجه الخلل فيها، كذلك تعاني

أسواق الأوراق المالية من قصور التشريعات الصادرة على أدوات إستثمارية معينة (أسهم عادية وسندات)، وإفتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصريحة حول الإفصاح المالي عن أوضاع الشركات المساهمة، وحماية حقوق صغار المستثمرين من التجاوزات غير المشروعة. [101] ( ص : 130 )

#### 2.2.4. محاولات الربط بين البورصات العربية للأوراق المالية

يرجع إهتمام الدول العربية لتحقيق درجة من التكامل في المجال المالي إلى بداية الخمسينات حيث تم توقيع إتفاقية تسوية المعاملات الجارية وإنتقال رؤوس الأموال في عام 1953، كذلك إتفاقية إستثمار رؤوس الأموال العربية وإنتقالها بين الدول العربية عام 1970، والتي تهدف إلى دعوة الأقطار المصدرة لرأس المال لبذل جهودها نحو تشجيع الإستثمارات في البلدان العربية، وإزداد الإهتمام بعد تزايد الفوائض المالية العربية بعد أزمة النفط، فقد أقر المجلس الإقتصادي العربي في الدورة الثانية والعشرون عام 1976 الموافقة من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق المالية والنقدية العربية وتكليف محافظي البنوك المركزية بالنظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق، وقد إستمرت جهود الأمانة العامة للجامعة العربية وصندوق النقد العربي في إعداد الدراسات الشاملة من أجل تطوير أسواق الأوراق المالية العربية.

#### 1.2.2.4. إستراتيجية تطوير وربط الأسواق العربية للأوراق المالية

تقوم إستراتيجية تطوير وربط الأسواق الأوراق المالية العربية على أساس تطوير كل الأسواق المالية العربية لكل بلد على حدا، كذلك التقريب التدريجي بين أسواق الأوراق المالية العربية من خلال تبادل الإصدارات من الأسهم والسندات لتهيئة الظروف المناسبة فيما بعد للربط بين الأسواق العربية، وقد تبنى صندوق النقد العربي برنامجاً لعمله يتكون من العناصر التالية : [115] ( ص ص : 78-79 )

- إجراء مسح ميدانية للأسواق المالية العربية للتعرف على أوضاع تلك الأسواق للخروج بتوصيات عملية محددة للتطوير والتنسيق، حيث قام الصندوق بإجراء مثل هذه المسوحات في عدة دول عربية.

- إنشاء قاعدة بيانات حول نشاط أسواق الأوراق المالية العربية، لتمكين الصندوق من تحديث معلوماته باستمرار وبشكل منتظم عن أوضاعها، ثم القيام بالدراسات الدولية لتحليل تلك الأوضاع ونشر المعلومات لدعم الوعي الإستثماري في البلاد العربية، ومما يذكر بأنه قد تم الإتفاق بين

الصندوق ومؤسسة التمويل الدولية للتعاون المشترك على إنشاء قاعدة البيانات للأسواق المالية العربية بمقر الصندوق بمدينة أبو ظبي، وسوف يمكن هذا المشروع الصندوق من نشر بيانات الأسواق المالية العربية بصفة دورية على المستويين العربي والعالمي.

- تقديم المعونة الفنية وفقاً لإحتياجات الأسواق المالية المختلفة، حيث تركز إستراتيجية المعونة التي يعتمدها الصندوق لتقديمها للدول العربية الأعضاء على:

- تنسيق وتوحيد الأنظمة المعمول بها في الأسواق المالية القائمة حالياً بالدول العربية وتطوير أعمالها ورفع كفاءة أدائها في القيام بدور الوساطة المحلية وذلك بالتعاون مع الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية

- مساعدة الدول الأعضاء التي تفتقر إلى أجهزة الوساطة المالية المناسبة على إنشائها وتطويرها لتواكب متطلبات التنمية الإقتصادية المحلية من جهة، والتكامل المالي والإقتصادي العربي المستهدف من جهة أخرى.

- إيجاد قنوات للإتصال بين الأسواق المالية العربية، بحيث يمكن أن يتم في بعضها على الأقل تبادل إصدارات البلد الآخر من الأسهم و السندات في ظل قوانين و إجراءات متناسقة مع تلك التي تحكم الأسواق الأخرى.

- تطوير أدوات الإستثمار المعروضة بالأسواق المالية العربية وتنويعها، و تطوير جانبي العرض والطلب على تلك الأدوات وهذا فضلاً عن تطوير الأنظمة القانونية لضمان إنسياب رؤوس الأموال بين الدول العربية.

وكما تعتمد استراتيجية عمل الصندوق على ثلاثة مرتكزات و المتمثلة:

- تطوير هياكل الأسواق المالية لكل بلد عربي على حدة مع محاولة جعل القوانين و الإجراءات المستخدمة في كل بلد عربي منسجمة و متوافقة مع بقية البلدان العربية الأخرى، خصوصاً فيما يتعلق بتشريعات الأسواق وقوانين الشركات و إجراءات المحاسبة و التدقيق وتقارير الأوضاع المالية وغيرها.

- تهيئة الظروف لربط الأسواق المالية بعضها ببعض لتمكين كل بلد من طرح إصداراته في البلدان الأخرى أو بعضها، مع إعطاء الأهمية للمواطنين العرب من غير الدول المصدرة في تملك و تداول الأوراق المالية للشركات المحلية.

- السعي لإنشاء سوق مالية عربية إقليمية مكملة للأسواق الوطنية تهيأ لها البنية الأساسية اللازمة للتعامل مع نطاق الدول العربية.

#### 2.2.2.4. متطلبات تطوير وربط أسواق الأوراق المالية العربية

في الوقت الذي ينتقل فيه العالم نحو زيادة التكامل المالي لا تزال أسواق الأوراق المالية العربية تفنقر إلى الروابط الإقليمية و الدولية الهامة، مع قلة الإستثناءات الملحوظة، حيث يتطلب إقامة ربط أقوى بين أسواق الأوراق المالية من خلال الإندماج في منظمة تداول وحيدة "وهو أعلى شكل من أشكال التكامل للربط"، تنسيقاً وتنظيماً أكثر فعالية بين البلدان المترابطة، وتمثل "يورنكست" الشبكة الإقليمية الوحيدة للأسواق المالية التي حققت هذا المستوى من التكامل، أما بالنسبة للربط بين الأسواق العربية للأوراق المالية في سوق مالية إقليمية متكاملة فمن الممكن أن يتم من خلال جهود تسيير الإدراج المشترك للشركات والتداول الإلكتروني العابر للحدود وإتاحة إمكانية الوصول للمستثمرين الأجانب عل أن يكون من خلال إقامة منصة تداول عربية وحيدة، وهذا من خلال ما يسهم به القطاع الخاص والحكومات والوكالات التنظيمية من جهود لتطوير وربط أسواق الأوراق المالية في المنطقة العربية، والمتمثلة فيما يلي: [112] ( ص ص : 69-72)

##### أ- القطاع الخاص

يمكن أن يسهم القطاع الخاص في جهود تطوير وربط الأسواق الإقليمية المالية من خلال ما يلي:

##### حسن إدارة الشركات

ستكون الشركات التي تستعمل الممارسات المحاسبية الدولية السلمية في أفضل وضع لإجتذاب المستثمرين الإستراتيجيين في الأجل الطويل ويعتمد نجاح سوق الأوراق المالية على الأصول الأساسية لصكوكها المالية المدرجة للتداول العام، وتمثل الأوراق المالية المكانة المالية للشركة وأدائها وإمكانيات نموها والسيولة التي تتمتع بها وملاءمتها وتوقعها للمستثمرين، وعليه فإن جاذبية الأوراق المالية للمستثمرين هي ناتج للمركز المالي للشركات المصدرة وتوقعات نجاحها، وبدون إمكانية مساءلة مستوى الإدارة العليا في الشركة لتوفر للمستثمرين الثقة للإستثمار في السوق، ويجب أن تنزع الروابط الأسرية لأن مصلحة الشركة هي الأهم، لهذا ينبغي لمديري الشركات بذل كل هذا لضمان أن تتخذ القرارات الإدارية لما فيه أفضل مصلحة للشركة وللمساهمين.

## الشفافية

من القضايا الشائكة التي تواجه تطوير الأسواق العربية للأوراق المالية قضية قدرة وإستعداد قطاع الشركات لتوفير إفصاح مالي شفاف على أساس منتظم، ولا غنى للمستثمرين عن معلومات مناسبة لإتخاذ قرارات استثمارية سليمة و إذا لم تكن المعلومات المالية الضرورية متاحة فإن المستثمرين سيأخذون أموالهم إلى أماكن أخرى، ولا يقتصر الإفصاح على البيانات المالية المقدمة ولكن ينبغي أن يشمل أي معلومات وتحليلات إضافية ذات صلة توفر في التقرير السنوي للشركة ويوفر الإفصاح المالي للمستثمرين المحليين والأجانب على أكفأ نحو من خلال المواقع الإلكترونية للشركات.

## الإتجاه نحو الإدراج للتداول العام

يعوق العدد الكبير من الأعمال التجارية الأسرية الملكية في الإقتصادات العربية تطوير أسواق الأوراق المالية في المنطقة، ويمكن لهذه الأعمال التجارية أن تخفض إعتماها التقليدي على التمويل المصرفي وأن تحصل على التمويل بالأسهم المنخفض الكلفة في التوسع والتحديث لتلبية طلب الأسواق الإقليمية المتنامية وزيادة المنافسة الدولية، وينبغي تشجيع الشركات الأسرية الملكية على التعرف على التمويل بالأسهم، ومن شأن الإدراج العام للأعمال التجارية على العربية الأسرية الملكية الناجحة أن يحسن عمق أسواق الأوراق المالية، ويمكن للمستثمرين الإقليميين الإستفادة ماليا من المشاركة في هذه الشركات، وقد أدرج بعض الشركات الأسرية الملكية في المنطقة للتداول العام في بورصات المنطقة، ولكن يبقى الكثير الكثير في غير متناول المستثمرين العرب.

## التدقيق (المراجعة)

قوانين الشركات هي حجر الزاوية لسوق الأوراق المالية، وقد عمدت معظم البلدان العربية إلى تنقيح قوانين الشركات بها لتشجيع إنشاء شركات مساهمة وطورت عمليات التدقيق أدى إلى ظهور عجز بعض الأسواق العربية، ونقص المعلومات المالية الدقيقة والإختلافات في اللوائح في تنفيذ النازمة التدقيق تمثل جميعا عوامل تؤثر بصورة سلبية على أسواق الأوراق المالية.

## ب- الحكومات و الوكالات التنظيمية

يمكن أن تسهم الحكومات والوكالات التنظيمية في جهود تطوير وربط أسواق الأوراق المالية في المنطقة من خلال ما يلي:

## تنويع الأصول

إكتسب الكثير من المستثمرين العرب خبرة واسعة النطاق بالأسواق المالية المتقدمة التي تتمتع بتغطية أوسع من حيث أنواع وخصائص الصكوك المتاحة للمستثمرين، ولا غنى عن التنويع ورفع مستوى الجودة بصورة مماثلة في الأسواق العربية للأوراق المالية لجذب هؤلاء المستثمرين الدوليين ومواجهة الطلب المحلي المتنامي على الأسواق المالية الأوسع التي توفر نخبة أكبر من الصكوك المالية.

## التوحيد القياسي

ينبغي تنسيق قواعد وأنظمة أسواق الأوراق المالية مع المعايير الدولية على نحو يماثل ما أنجز من خلال الإتحاد العالمي للبورصات كشرط ضروري للتنافس في السوق المالية العالمية، ولم تتخذ الحكومات العربية إلى الآن أي إجراء في هذا الشأن.

- أدى التقدم التكنولوجي الحديث إلى توحيد عمليات التداول الإلكتروني في البلدان العربية مما رفع مستوى الشفافية وكفاءة الأسواق وإختصر أوقات التسوية للمعاملات، ولا غنى عن زيادة التطوير في هذا المجال، وخاصة فيما يتعلق بتسيير التداول العابر للحدود.

- من الضروري توحيد المصطلحات المستخدمة في الأسواق العربية للأوراق المالية مع تلك المستخدمة في الأسواق المالية العالمية، ويوفر الموقع الإلكتروني للشبكة العربية للأسواق المالية المساعدة في توحيد المصطلحات لأعضاء إتحاد البورصات وأسواق المالية العربية وتحسن المصطلحات الموحدة الشفافية للمستثمرين، ويقلل التوحيد القياسي لتقارير المحللين من احتمالات إنتشار نسب الربحية على غير أسس سليمة والتقييمات المشكوك فيها للأوراق المالية وتوصيات البيع والشراء التي تضلل المستثمرين المحتملين.

## التداول الإلكتروني

يمثل ربط الأسواق العربية للأوراق المالية من خلال التداول الإلكتروني العابر للحدود خياراً سليماً للربط الإقليمي بين أسواق الأوراق المالية، وتمكن نظم التداول الإلكتروني الحديثة في البلدان العربية من تطوير سوق للأوراق المالية في عصر الإتصالات الإلكترونية، ومع وجود بورصة ظاهري، تحتفظ كل سوق من الأسواق العربية للأوراق المالية بسماتها الفردية التي تلبى الحاجات

المعنية للقطاع الخاص المحلي، في حين تعطي الشركات والمستثمرين العرب إمكانية الوصول إلى سوق مالية إقليمية أوسع.

### الشفافية

ينبغي أن تكون التشريعات والأنظمة الحكومية شفافية لضمان إتاحة إمكانية وصول المشاركين في أسواق الأوراق المالية، بما في ذلك الشركات المدرجة للتداول العام والمساهمين فيما، وتمنع الشفافية المحسوبة في التوظيف والفساد والأخطاء غير المتعمدة التي يمكن أن تحدث عند وجود القواعد والأنظمة غير واضحة أو يتعذر الحصول عليها، وينبغي أن توفر إمكانية الوصول الشفاف إلى التشريعات والأنظمة الحكومية إلى الشركات والمستثمرين الأجانب فضلا عن السوق المحلية، وينبغي أن تكون القوانين والقواعد متطابقة مع الإتفاقيات الإقليمية والدولية بما في ذلك "GATS" "الغاتس".

### تحرير الخدمات المالية

#### • الإمتثال "للغاتس" GATS

لا تزال البلدان العربية التي هي أعضاء في منظمة التجارة العالمية تحتاج إلى إنجاز الإمتثال الكامل لإلتزامات "الغاتس" ويجب أن تتخذ خطوات لتحرير الخدمات المالية، كإسماح لشركات الوساطة الأجنبية بالعمل في أسواق الأوراق المالية في المنطقة وللمزيد من التفاصيل حول اتفاقية تحرير الخدمات المالية أنظر الملحق رقم 01.

#### • المعاملة الوطنية

تمثل الضرائب وجه قلق متعلق بالمعاملات الوطنية بموجب "الغاتس"، بالنظر إلى أن هذا يمثل في كثير من الحالات عاملا محددًا في القرارات المتعلقة بموضع المعاملات المالية، ويمكن أن يغير إلى حد كبير شروط المنافسة بين موردي الخدمات المالية.

### السياسات الإقتصادية الكلية

تعتمد الأسواق المالية على السياسات الإقتصادية الكلية السلمية، وتخضع الأسعار حسب مستوى المخاطر المتصلة بالقطاع الأجنبي التي يواجهها المستثمرون الخارجيون، وهو مكون أساسي لإجتذاب مستثمري المحافظ المالية وتسيير التداول العابر للحدود، كما أن إرتفاع أسعار

الفائدة الإقليمية العالية على الصكوك المالية البديلة مثل السندات تجعل أسواق الأسهم أقل جاذبية للمستثمرين.

### الخصخصة

يمكن للحكومات العربية في جهودها الجارية لخصخصة الشركات المملوكة للدولة أن تدعم أسواق الأوراق المالية في المنطقة وأن تستفيد منها على السواء، لإستخدامها كقنوات لبيع هذه الشركات مع تحسين عمق السوق في الوقت نفسه، ويحسن وضع الإصدارات الأولية للجمهور للشركات المملوكة للدولة في أكثر من بورصة واحدة الربط الإقليمي.

### التثقيف

ينبغي أن تتوصل البرامج الحكومية التي توفر مواد تثقيفية وحلقات تدارس بشأن إستخدام أسواق الأسهم لصالح الشركات في المنطقة، ومع توافر المعلومات الشاملة بشأن الخيارات المختلفة لجمع رأس المال، سيكون مديرو الشركات العربية أفضل استعدادا لإتخاذ القرارات التي تؤدي إلى الإستخدام الكفاء لرأس المال الذي توفره بالإستدانة أو عن طريق الأسهم في أعمالهم التجارية ويقوم إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية من خلال الشبكة العربية للأسواق المالية بدور نشط في هذا الشأن للوصول عن طريق الأنترنت إلى المواد التثقيفية بشأن مزايا وعيوب الإدراج العام وكيفية المشاركة في أسواق الأسهم.

### 3.2.2.4. سبل الربط بين الأسواق العربية للأوراق المالية

هناك مجموعة من الخطوات لربط بورصات الأوراق المالية العربية والمتمثلة:

#### - تحسين المناخ الإستثماري

إن تطوير سوق الأوراق المالية له علاقة وطيدة مع تحسن المناخ الإستثمار، حيث تشكل أسواق الأوراق المالية إحدى أهم القنوات لجذب التدفقات الإستثمارية الأجنبية إلى الإقتصاديات الوطنية، وهذا يعني أنه كلما توفر سوق منظم ومتطور للأوراق المالية كلما ساعد ذلك على تحسين وتطوير مناخ الإستثمار، وقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية توجهها ملحوظا نحو تخفيف القيود على الإستثمار الأجنبي، فبالإضافة إلى غياب أي قيود على الإستثمار الأجنبي في كل من البورصة المصرية وبورصة الدار البيضاء، وبورصة بيروت أما بالنسبة للأسواق المالية العربية الأخرى فتختلف درجة الإنفتاح من بورصة لأخرى، والجدول رقم (32) يبين أوضاع القيود على الإستثمار الأجنبي في البورصات العربية.

جدول رقم (32): أوضاع القيود على الإستثمار الأجنبي في البورصات العربية [34] ( ص : 155 )

مغلقة	عبر صناديق الإستثمار	الشروط المحددة	إنتفاح جزئي للتملك	إنتفاح كامل للتملك	
	*	حد أقصى 50% في قطاعات التعدين و البناء التجارية و التجارة و الخدمات	*		سوق عمان المالي
	*				الإمارات
		الحد الأقصى 24%	*		سوق البحرين
*					سوق الدوحة
					بورصة الدوحة
	*	الحد الأقصى 49%	*		بورصة تونس
	*	الحد الأقصى في أغلب الشركات 49 %	*		سوق مسقط
	*				سوق الأسهم السعودي
*					سوق الكويت
	*			*	بورصة بيروت
	*			*	سوق المال بمصر
	*			*	بورصة الدار البيضاء

ما يتعين العمل على إزالة المعوقات الإدارية التي كثيرا ما تمثل العنصر الأكثر تنفييرا للمستثمرين، كذلك إزالة القيود الرقابية على النقد التي تعرقل محاولات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية وأيضا يمكن لسياسة الخصخصة التي تنتهجها معظم الدول العربية، أن تؤدي إلى فتح منافذ مغرية وقنوات جاهزة لإجتذاب رؤوس الأموال العربية إلى داخل المنطقة العربية مما يؤدي إلى تطور الأسواق المالية العربية.

كما تعتبر خصخصة قطاعات الأعمال المملوكة للحكومة وما ينتج عنها من إنتقال الملكية للمستثمرين يسهم بشكل كبير في زيادة عمق السوق، وبالتالي فإنه يسهم في زيادة كفاءة وسيولة

السوق، وكذلك بالنسبة للمشاريع التي يتم خصصتها سيما الناجح منها تمثل عامل جذب للمستثمرين المحليين والأجانب لأن مثل هذه المشاريع تنطوي على فرص استثمارية كبيرة يتوقع المستثمرين أن تعود عليهم بعوائد كبيرة إذا تمت خصصتها وإدارتها وفق أسس تجارية تهدف إلى تحقيق نمو متواصل بالأرباح. [116] ( ص : 97 )

#### - تنمية المؤسسات المالية العربية [115] ( ص ص : 89-91 )

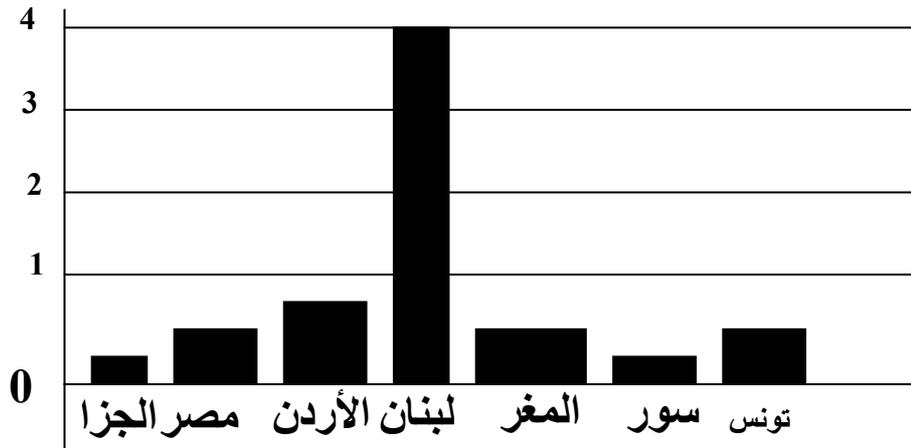
وهذا من خلال تقوية مؤسسات التمويل القائمة وذلك بدعم طاقاتها برفع نسب ملاءة رؤوس أموالها، وكذلك لا بد من تطوير الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية وهو يعتبر شرط أساسي وجوهري من أجل ربط وإفتاح هذه الأسواق عربيا، وكذلك لا بد من تطوير وتوحيد نظم المحاسبة والإفصاح المالي.

#### 3.4. مسار التحرير المالي العربي

تسير الدول العربية نحو تخفيف القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، حيث أن قابلية حساب رأس المال للتحويل تمهد الطريق للتخصيص الأكفأ للمدخرات وبذلك زيادة جاذبية البلد للإستثمارات الأجنبية، كما أن إلغاء الضوابط على المعاملات الرأسمالية يتيح فرصة الوصول إلى الأسواق المالية الخارجية، كما توفر فرصا لتنويع الحوافظ أمام المستثمرين، وتشجع الأسواق المالية المحلية على أن تصبح أكثر كفاءة.

#### 1.3.4. واقع تحرير حساب رأس المال في بعض الدول العربية

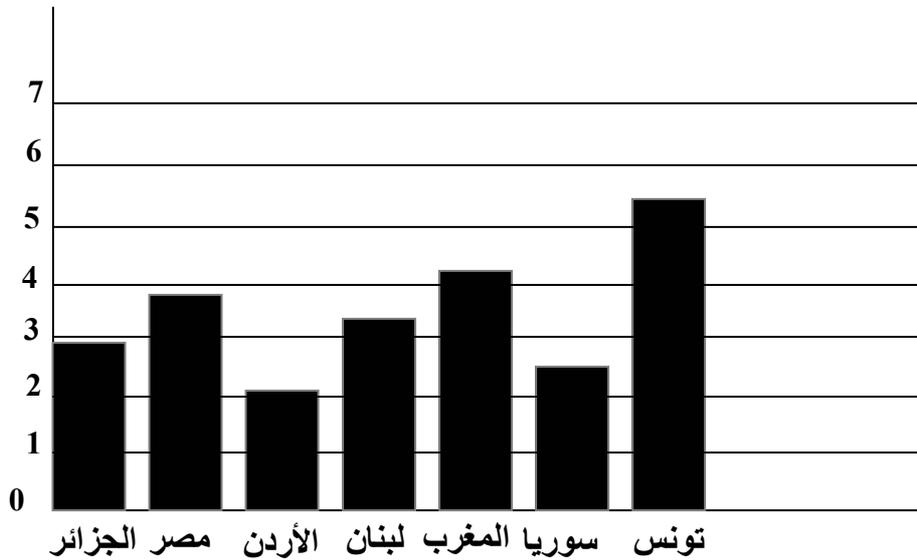
شهدت المنطقة العربية تزايد تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الصافية في سنوات التسعينات، غير أنها متفاوتة من بلد لآخر، كما يوضحها الشكل رقم (16) :



الشكل رقم (16) تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الصافية نحو المنطقة العربية،

متوسط "1997-96" (نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي): [117] ( ص : 25 )

ومن خلال الشكل نجد أن لبنان حظيت بقدر كبير من هذه التدفقات وهذا راجع إلى أن لبنان ليس لديها تقريبا أية قيود على الصرف، في حين أن سوريا البلد الذي توجد به أكثر القيود تلقت أقل حجم من التدفقات، وعموما فإن البلدان التي لديها أكثر القيود على الصرف، لديها نمو أقل من تلك التي لديها نظم صرف أكثر تحررا كما يوضحها الشكل (17).



الشكل رقم (17): معدلات النمو عند بعض الدول العربية: متوسط (1997-96)

النسبة المئوية من الناتج المحلي الإجمالي

إن من بين هذه الدول العربية التي حققت قابلية تحويل حساب رأس المال بدرجة كبيرة هي مصر والأردن ولبنان في حين أن تونس، الجزائر وسوريا و المغرب لا يزال لديها قيود مهمة.

#### 1.1.3.4. الشروط اللازمة لتحرير حساب رأس المال

حتى تعظم هذه الدول العربية الفوائد المحتملة لحساب رأس المال المفتوح وتقلل مخاطره فلا بد من إتباع نهج منظم لتحقيق القابلية الكاملة للتحويل و العمل على إستدامتها والمتمثلة في النقاط التالية [117] ( ص ص : 25-26):

#### السياسة المالية

تعتبر السياسة المالية السلمية عنصرا مهما في إنجاز قابلية رأس المال للتحويل و المحافظة عليها، فقد تحسب أوجه العجز المالي الكبيرة التي تتطلب تمويلا من خلال خلق النقود في زعزعة استقرار سعر الصرف وصد الإستثمار الأجنبي والمحلي معا والإعتماد على القروض الأجنبية ذات أسعار الفائدة المرتفعة يخلق مشاكل لإدارة الديون، ويقلل من الجدارة الائتمانية، ويضعف من قدرة الإقتصاد على التعامل مع الصدمات الخارجية.

#### السياسة النقدية

فالسياسة النقدية السلمية التي تكمل الإنضباط المالي، تعتبر عنصرا مهما آخر لأن التوسع المفرط في السيولة ستكون له آثاره غير المباشرة على القطاع الخارجي، وخلال الفترة (1996-1997) كان الأداء النقدي مختلطا في الدول التي لديها درجة كبيرة من قابلية رؤوس الأموال للتحويل، فتبدو السياسة النقدية بلبنان متوافقة جدا مع السياسة المالية، في حين تبدو في مصر أكثر إستقلالا، أما بالنسبة للأردن فسياستها النقدية أكثر تقليدا، كما تشهد بقية الدول التي لديها قيودا كبيرة على رؤوس الأموال نموا مفرطا في السيولة المحلية.

#### سعر الصرف والإحتياطيات

يعتبر سعر الصرف المتفق مع توازن السوق ضروريا لكفالة التوازن الخارجي، وإضافة إلى ذلك يتطلب الأمر أن تصطبح سياسات الإقتصاد الكلي السليمة بإحتياطيات دولية كافية تقاديا لتقلبات أسعار الصرف.

## القطاع المالي

فالقطاع المالي الكفاء والسليم يعتبر مكونا أساسيا في قابلية حساب رأس المال للتحويل، فيساعد البنوك على إستثمار تدفقات رؤوس الأموال وعلى الصمود للأزمات، وتحتاج الكفاءة إلى أدوات نقدية ذات أساس سوقي وإلى إطار تنظيمي متحرر وقد عملت البلدان العربية على إصلاح أدواتها النقدية ونظمها المصرفية بدرجات متفاوتة، فالبلدان التي فتحت حساب رؤوس الأموال فيها تعتمد بشكل كبير على الأدوات غير المباشرة وأسعار الفائدة المستندة إلى السوق، كما يعتبر تفكيك القيود التنظيمية على الأسواق المالية ظاهرة حديثة نسبيا في البلدان التي لديها قيود كبيرة على رأس المال، فمنذ 1994 بدأت الجزائر في الإعتماد بشكل أكبر على الأدوات غير المباشرة، وفي المغرب تواصل العمل في إصلاح القطاع المالي على مدار أكثر من عقد مع الإنتهاء من تحرير معظم أسعار الفائدة، وقد حررت مؤخرا معظم أسعار الفائدة، في حين أن سوريا مستمرة في تخصيص الائتمان وفقا لخطة سنوية وفي تحديد أسعار الفائدة.

## التوجه نحو السوق

إن توفر آلية سعرية تعمل بشكل جيد أمر أساسي لتجنب التشوهات التي تقلل من كفاءة تخصيص الموارد، وتؤثر على تدفق رؤوس الأموال بشكل معاكس، وتعوق النمو، لذلك يتطلب التخلص تدريجيا من الدعم والتسهيلات الضريبية والضوابط السعرية، فقد إتخذت معظم هذه الدول العربية فيما عدا سوريا تدابير لإلغاء القيود السعرية، ولدى الأردن ولبنان قواعد تنظيمية متحررة بشكل كبير بشأن أسواق العمل، كما أن العديد من البلدان حققت تقدما في خصخصة المؤسسات العامة وإصلاحها، إلا أن تونس والجزائر وسوريا ومصر والمغرب لا يزال لديها بعض ما يتعين القيام به في هذا المجال، كما لا بد من تقليل القيود الكمية لأن الرسوم الجمركية تولد شوهات فيما بين الأسعار الدولية والمحلية وبذلك يمكن أن تؤثر على تخصيص الموارد وتدفق رؤوس الأموال بشكل معاكس، ولهذا تعمل معظم هذه البلدان بتقليل الرسوم وإلغاء القيود الكمية.

### 2.1.3.4. متطلبات الوفاء بقابلية التحويل

إن من أجل تحقيق القابلية للتحويل هناك مجموعة من الإجراءات والمتمثلة [117]

(ص ص:26-27)

### أ- إزالة القيود

إن من بين القيود الواجب إزالتها في بعض البلدان التي لديها درجة كبيرة من قابلية رأس المال للتحويل، القيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي المباشر وإحتفاظ المقيمين بودائع في الخارج (مصر)، وقابلية حسابات المقيمين وغير المقيمين للتحويل، وتحتاج البلدان التي لديها قيود كبيرة على المعاملات الرأسمالية إلى التركيز على تحرير التدفقات الخارجة، فالمغرب وتونس لديها أقل القيود التي يتعين إزالتها، وتليها الجزائر، في حين تواجه سوريا أكبر التحديات.

### ب- السياسات

لتحقيق القابلية للتحويل في البلدان التي قامت بالفعل بتحرير كبير لحساباتها الخارجية و إزالة القيود المتبقية في البلدان الأخرى، يتعين إتخاذ إجراءات في مجالات مختلفة:

#### • السياسة المالية

تحتاج لبنان إلى القيام بتدابير قوية لعلاج العجز المالي الكبير لديها، وفيما بين البلدان التي لديها قيود كبيرة على حساب رأس المال، يتعين على المغرب وتونس وسوريا أن تواصل الإصلاح المالي.

#### • السياسة النقدية

فتحتاج لبنان إلى إستعراق إتساق سياستها النقدية مع أدوات السياسات الأخرى وتنعكس المشاكل المالية لهذا البلد في الفروق الإيجابية الكبيرة في أسعار الإيداع المحلية لديها وسعر الفائدة لليورو والدولار في لندن وبالنسبة للبلدان التي لديها ضوابط شديدة يعتبر الفرق أصغر بصفة عامة، بالنظر إلى القيود المفروضة على تدفق رؤوس الأموال، فنجد الجزائر لديها فرق كبير يعكس فيما يحتمل الجهود المتعمدة للإبقاء على إحكام السياسة النقدية.

#### • سياسة سعر الصرف

شهدت كل من مصر ولبنان اللتان ربطتا عملياتهما بالدولار زيادات كبيرة في أسعار صرفها الفعلية الحقيقية وفي حين أن هذا المؤشر لا يوحي بأن عمليتي البلدين مبالغ في تقييمها، فإن الإتجاه الصعودي المطرد يبرز أهمية الإعتناء برصد سياسة سعر الصرف.

### ج- القطاع المالي

فسوريا هي البلد الوحيد الذي لا يزال يتعين عليه أن يستخدم أدوات نقدية غير مباشرة، وفيما يتعلق بسلامة النظم المصرفية في هذه الدول، يعتبر نقص البيانات عن العديد من البلدان نقطة ضعف كبرى، ووجود قدر أكبر من الشفافية ضرورية للمحافظة على حسابات منتظمة لرأس المال في البلدان التي لديها درجة كبيرة من قابلية رؤوس الأموال للتحويل، ولمساعدة البلدان التي لديها قيود مهمة على الانتقال إلى قابلية تحويل رأس المال بطريقة منظمة، وتحتاج البلدان التي تتوافر بعض البيانات عنها: لبنان وتونس وسوريا بوجه خاص إلى رفع نسبة رأس المال إلى الأرصدة الخاصة بنظمها المصرفية.

### د - التوجه السوقى

فسوريا لديها أوسع مصفوفة من الضوابط التي يتعين تفكيكها ويلبها على مسافة كبيرة الجزائر، ولا يزال ينتظر معظم البلدان الكثير من العمل الذي يتعين عليها القيام به في خصخصة وإصلاح مؤسساتها العامة: الجزائر وسوريا على وجه الخصوص، مصر والمغرب وتونس إلى حد أقل، ولا تزال أسواق العمل بحاجة إلى التحرير فلا بد من تخفيض الرسوم الجمركية، كما تحتاج سوريا إلى إلغاء قيود الواردات الكمية.

### 2.3.4. التحديات التي يفرضها تحرير القطاع المصرفي و المالي على الدول العربية

يفرض تحرير القطاع المصرفي و المالي في إطار الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات GATS، وملاحظتها الخاصة بقطاع الخدمات المالية العديد من التحديات أمام حكومات الدول العربية وهو ما يتطلب ضرورة تحديث وتطوير الجهاز المصرفي ورفع كفاءة العمل المصرفي من أجل التكيف بفاعلية تحرير القطاع المصرفي و المالي تتمثل فيما يلي [57] ( ص ص : 113 - 120):

### 1.2.3.4. أهم التحديات التي تواجه القطاع المالي العربي

#### - فتح السوق المصرفية المحلية أمام البنوك الأجنبية والمشاركة

وبذلك ستواجه الدول العربية أوضاعا صعبة من جراء هذا التحرير ويرجع هذا إلى ضعف قدرات وتواضع إمكانيات الدول العربية في مجال الخدمات المصرفية والمالية وإنخفاض كفاءتها وبالتالي قدرتها التنافسية، فضلا عن أن معظم هذه الدول مستوردة صافية للخدمات، ولذلك تضمنت

الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات GATS أحكاما تحث الدول المتقدمة على تشجيع مشاركة البلدان النامية في التجارة الدولية في الخدمات من خلال تعزيز قدرات الخدمات المحلية وكفاءتها وقدرتها التنافسية، وإتاحة إمكانية حصولها على التكنولوجيا على أسس تجارية، وزيادة فرص وإمكانيات وصول هذه الدول إلى قنوات التوزيع وشبكات المعلومات.

### - تزايد التخوف من سيطرة البنوك الأجنبية على السوق المصرفية المحلية

ففي أعقاب تحرير تجارة الخدمات المصرفية، كما أن تلك البنوك قد تعتمد على تحويل المدخرات الوطنية إلى الخارج مما يضر باعتبارات النمو الإقتصادي، وأن الموردين الأجانب الأكثر كفاءة سيكون أكثر قدرة على النفاذ إلى الأسواق المصرفية المحلية، مما يساهم في خلق مزايا تنافسية كبيرة في مجال الخدمات المصرفية والمالية وهذا ما يحفز على رفع كفاءة المؤسسات المالية المحلية كما لا بد من إعطاء أهمية للدور الإشرافي الذي يمكن أن تقوم به الحكومة والبنك المركزي في وضع السياسات والشروط المنافسة التي تحول دون إساءة البنوك والمصارف الأجنبية لمراكزها والقيام بممارسات مصرفية غير سليمة، لأن حدوث الزيادة الحادة في معدلات الفائدة وإفلاس المؤسسات المالية كان راجع لنقص الإشراف المصرفي الفعال ولهذا يمكن للحكومة أن تقوم بدور فعال في هذا المجال من خلال الحوافز المالية بدلا من وضع القيود على الخدمات المالية و المصرفية.

### - قيام البنوك و المصارف الأجنبية سوى بخدمة القطاعات المربحة من السوق فقط

فمع ما يتضمنه ذلك من مخاطر تتعلق بعدم وصول الخدمة المصرفية إلى قطاعات معينة ومناطق معينة في الدول لأسباب تتعلق بارتفاع تكلفة الخدمات في بعض الأقاليم الجغرافية أو بانخفاض حجم القوة الشرائية للمستهلكين في بعض المناطق، ويتطلب لمواجهة هذا التحدي سياسات وتدابير تعتمد على الحوافز المالية ودعم القوة الشرائية للمستهلكين ذوي الدخل المنخفض في بعض الأقاليم بحيث يتم معالجة تلك الأوضاع بطريقة أفضل من تقييد الأسواق المالية، بل قد يتطلب الأمر الإتفاق على إلتزامات خدمية عالمية تفرض على المؤسسات الأجنبية والمحلية على حد سواء لضمان تحقيق الأهداف الإجتماعية بدون التضحية بمنافع المنافسة.

### - حدوث أزمات للبنوك وأزمات للأسواق المالية

وذلك سواء من خلال إجراء عملية التحرير المالي المحلي والدولي، أو بعد إتمام هذه العملية، حيث فترة التسعينات شهدت عدة أزمات وحدثت كلها في ظل إجراءات التحرير المالي و

التي كان لها آثارا سلبية وخسائر فادحة على إقتصاديات الدول ولمواجهة هذه التحديات لا بد من البحث عن الأسباب الرئيسية للأزمات التي حدثت للبنوك ومشكلات عدم الإستقرار ومعالجتها، والتي تعود لأسباب مختلفة وفي الغالب إلى السياسات غير السليمة للإقتصاديات الكلية والتنظيم والإشراف الحكومي غير المناسب و التدخل غير السليم في الأسواق المالية.

### - إنخفاض قدرة البنوك المحلية على الإستمرار

وهذا في ظل مستوى متواضع وضعيف الأداء للبنوك العربية وذلك لأن المنافسة المتزايدة تخفض من ربحية وعوائد القطاع المصرفي، وهذا يتطلب تحسين الأداء لبقاء في السوق.

### - تزايد التعامل في المشتقات المالية والمصرفية

فتعتبر التجارة في المشتقات المالية خطيرة ولها مخاطرها السوقية الكبيرة، ولكن بالنسبة لهذا التحدي فإن التعامل في المشتقات المالية والمصرفية يؤدي إلى تخفيض المخاطر وبالتالي يقل تعرض المشاركين في النظام المالي والمصرفي للمخاطرة.

### - عدم قدرة البنوك المحلية على المنافسة في الأسواق المصرفية العالمية

ويتطلب هذا التحدي من الحكومات أن تعمل بكل الوسائل الممكنة لإعداد البنوك المحلية لبيئة أكثر تنافسية ويتحقق ذلك من خلال رفع مستوى الكفاءة والتشغيل والإستثمار في تكنولوجيا مصرفية حديثة، وتشجيع التحول نحو الإندماج المصرفي وتعميق الإتجاه نحو خصخصة البنوك، والعمل على تقديم الخدمات بأقل تكلفة وبأحسن جودة وبسعر تنافسي وبأسرع وقت ممكن.

### - إنهيار بعض البنوك وإفلاسها

وهو ما يمكن أن يؤدي إلى أزمة في السوق المصرفية كلها، حيث أن فقد الثقة في بعض البنوك يؤدي إلى الإندفاع وسحب الأموال من البنوك بواسطة المودعين و المقرضين وهذا ما يؤدي إلى زعزعة الثقة في الجهاز المصرفي بأكمله، ولهذا لا بد من ضرورة الإشراف و التنظيم الجيد لنجاح عملية التحرير، لأن ذلك يساعد على تحسين توجيه البنوك وتشخيص المشكلات في مرحلة مبكرة، وهذا ما يسمح بالمزيد من الوقت لإتخاذ التدابير اللازمة لعلاج الأزمات و المشكلات قبل تفاقمها.

### 2.2.3.4. إصلاح القطاع المالي

تشكو الدول العربية في معظمها من عدم كفاءة أنظمتها المالية، و إتمادها بشكل أساسي على البنوك في التمويل ويتطلب إصلاح النظام المالي وفق محورين [118] (ص ص: 265-266):

#### أ- تطوير الأنظمة المصرفية

وهذا من خلال:

- التقيد بمعايير لجنة بازل.
- الإبتعاد عن الإئتمان الموجه.
- أبعاد الخزينة على النظام المصرفي.
- إدارة السياسة النقدية عن طريق الأدوات غير المباشرة.
- تحرير أسعار الصرف.
- إصلاح الإطار القانوني و التنظيمي لعمل المصارف.
- إعادة هيكلة المصارف العمومية بإعادة رسملتها و تأهيلها.

#### ب- الانتقال من إقتصاديات المديونية إلى إقتصاديات الأسواق المالية

ويتم ذلك من خلال :

- إصلاح الأسواق النقدية، بالفصل بين السوق البنينة للبنوك و السوق الممكن لباقي الأعوان التعامل فيها وهذا بقصد تقليص من حواجز الدخول إلى سوق رؤوس الأموال.
- تحديث تسيير المديونية العمومية، حتى تتمكن الخزينة العمومية، حتى تتمكن الخزينة العمومية من تنويع أوراقها المطروحة للتداول.
- وضع سوق مالي كفو يتوفر على المواصفات التالية:
  - \* شروط ذرية السوق.
  - \* شروط السيولة.
  - \* شروط الشفافية.

فإصلاح القطاع المالي هو ضروري لترسع نمو الأسواق المالية ولهذا على الدول العربية أن تقوم به من أجل الإستفادة من التحرير المالي بأكبر قدر ممكن، وخاصة في ظل التحديات التي يفرضها التحرير وذلك بهدف تحقيق الإندماج في الإقتصاد العالمي وكذلك لتخفيف المخاطر المصاحبة لتحرير المالي.

## خلاصة الفصل الرابع

كان موضوع هذا الفصل القطاع المالي العربي خصصنا في دراستنا القطاع المصرفي والبورصات العربية، مع تبين أهمية إصلاحهما من أجل الوصول إلى تحرير حساب رأس مال دائم في البلدان العربية، وتوصلنا من خلاله إلى النتائج التالية:

\* تحتل المصارف العربية وضعاً ضعيفاً مقارنة بالمصارف الدولية، وذلك راجع لأسباب منها هيمنة الأعمال المصرفية التقليدية، وارتفاع درجة التركيز المصرفي وكذلك تزايد منافسة المصارف الأجنبية، ولهذا لا بد من إصلاح القطاع المصرفي العربي و السير نحو الاندماج من أجل مواجهة تحديات التطورات العالمية.

- تميزت الأسواق العربية للأوراق المالية بتحسين أدائها، لكن رغم ذلك لا تزال تعاني من نقائص بسبب وجود عقبات منها قلة المعروض من الأدوات المالية، ومن حيث الطلب فهناك تدني الطلب على الأوراق المالية في البورصات العربية، وكذلك و الأهم تخلف وقصور النظم والتشريعات التي تحكم أصول وقواعد العمل في السوقين الأولية و الثانوية، ولهذا يتطلب إعادة النظر في هيكل البورصات العربية و العمل على القيام بمحاولات إصلاح و تطويرها وكذا الربط بينها وذلك من خلال تحسين المناخ الإستثماري و تنمية المؤسسات المالية العربية وتطوير الأطر القانونية.

- تتجه الدول العربية نحو تحرير حساب رأس المال وذلك وفقاً لشروط منها سلامة السياسة المالية والنقدية وكذا كفاءة القطاع المالي والذي يعتبر مكوناً أساسياً في قابلية حساب رأس المال للتحويل ولهذا يتطلب منها إزالة القيود المفروضة على الإستثمار الأجنبي المباشر، و إستخدام أدوات نقدية غير مباشرة ووجود قدر أكبر من الشفافية لإكتساب ثقة المستثمرين وكما يفرض تحرير القطاع المالي و المصرفي تحديات على الدول العربية و لأجل ذلك لا بد من تحسين وضعية القطاع المالي حتى يمكن لها مواجهة منافسة البنوك الأجنبية لأن التحرير المالي يترتب عليه فتح السوق المالية المحلية أمام الأسواق المالية الأجنبية.

## خاتمة

تتمحور إشكالية هذا البحث المعالج لموضوع تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية و مدى تكييف القطاع المالي العربي مع هذه الظاهرة، و احتوت هذه الدراسة على أربعة فصول تطرقنا من خلالها إلى مختلف الأفكار و الإحصاءات و البيانات المتصلة بها، و هكذا نتوزع هذه الخاتمة إلى ملخص عام بالفصول الأربعة، اختبار الفرضيات، فالنتائج العامة للدراسة، و تقديم مجموعة من التوصيات و الاقتراحات، وأخيرا آفاق الموضوع.

بعد تناول هذا الموضوع المتعلق بـ : « تحرير حركة رؤوس الأموال و تكييف القطاع المالي العربي »، حاولنا دراسته في أربعة فصول، فكان الفصل الأول مخصص لتناول التدفقات الدولية لرأس المال بصفة عامة وذلك بالتعريف بها وأشكالها الأساسية، وتبيين اتجاهاتها العامة من خلال تطور هذه التدفقات، والتغيير الذي حدث على نمط التمويل الدولي، كما تم التطرق الى أسباب انتقال رؤوس الأموال الدولية وأهم النتائج المترتبة عنها، أما الفصل الثاني فخصصناه الى تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية، فبدأنا بتعريف التحرير، ثم تطور حساب رأس المال من الرقابة عليه الى توجيهه نحو التحرير، وما نجم عن هذا التحرير من تكامل لأسواق رأس المال الدولية مع تبيين مظاهر هذا التكامل، وفي الأخير إبراز أهم المزايا والمخاطر الناجمة عن هذا التحرير، و ثم مناقشة وضعية القطاع المالي في ظل التحرير في الفصل الثالث، باستعراض أهم التطورات الحاصلة في القطاع المصرفي من اندماج و تكوين المصاريف الشاملة، و كذا بالنسبة لأسواق رأس المال و ما يحدث فيها من ترابط و تكامل في العالم المتقدم، كما تم التطرق الى المشاكل التي يعاني منها القطاع المالي بالدول النامية، وما نتج عن التحرير المالي من أزمات مالية مست الأسواق الناشئة وأهمها الأزمة الآسيوية، وتم تخصيص الفصل الرابع لواقع القطاع المالي العربي وتحدياته المستقبلية بعرض واقع القطاع المصرفي وأسواق الأوراق المالية العربية وأهم نقاط الضعف فيها، وأخيرا التطرق الى التحديات التي تواجه القطاع المالي العربي مستقبلا.

## نتائج اختبار الفرضيات

انطلاقاً من الفرضيات التي وضعناها في بداية هذه الدراسة، و تجلت نتائج اختبارها على النحو التالي:

- بالنسبة للفرضية الأولى المتعلقة بأن أهم نوع مسيطر على التدفقات الدولية لرأس المال هو الاستثمار الأجنبي المباشر، فلقد تحقق ذلك بحيث أنه حدث تغير في اتجاهات رؤوس الأموال الدولية بالنسبة للدول النامية، حيث كانت تعتمد على البنوك والقروض المصرفية في السبعينات وأوائل الثمانينات، ولكن بعد أزمة المديونية في الثمانينات شهد تغيراً كبيراً في هيكل التدفقات المالية، لكنه وبسبب الأزمة المالية العالمية عرف انخفاضاً خاصة سنة 1997، وأصبح بذلك الاستثمار الأجنبي المباشر يسيطر على التدفقات الخارجية.

- بالنسبة للفرضية الثانية القائلة بأن هناك نتائج ايجابية منتظرة من وراء تحرير رؤوس الأموال الدولية على اقتصاديات الدول النامية، فلم تتحقق بالقدر المطلوب، إذ أنه بالرغم من وجود تلك المنافع و التي أهمها سد فجوة الموارد المحلية و الحد من المديونية، فإن هناك مخاطر تنجم عن هذا التحرير و المتمثلة في التقلبات الفجائية لرأس المال خاصة تدفق الاستثمارات قصيرة الأجل والتي تؤدي الى عدم استقرار الاقتصاد الكلي، كما يتعرض الجهاز المصرفي لأزمات نتيجة الاسراف في الاقتراض الخارجي، أو في منح الائتمان للقطاع الخاص دون ضمانات كافية، كما تتعرض البلدان لهجمات المضاربة المدمرة كما حدث في الأزمة الآسيوية، ومن مخاطرها كذلك هروب الأموال الوطنية للخارج ودخول الأموال الفذرة.

- بالنسبة للفرضية الثالثة التي تقوم على أن القطاع المالي العربي يشهد عدة إصلاحات يمكن من خلالها مواجهة التحديات التي يفرضها النظام المالي العالمي، فلم تتحقق بالقدر المطلوب، لأن رغم الإصلاحات المتواصلة التي تقوم بها الدول العربية و الجهود المبذولة من أجل تحسين مستوى القطاع المالي العربي فإنها لا تزال بعيدة عن مواكبة التطور الحاصل في الأسواق العالمية المتطورة، وهذا راجع لنقاط الضعف التي يعاني منها النظام المالي العربي كانهدام الربط والتكامل بين البورصات العربية وقلة الدمج المصرفي الحاصل بين البنوك العربية.

## النتائج العامة

- تساهم التدفقات الدولية لرأس المال في تمويل التجارة من السلع و الخدمات و تنشيط حركة الاستثمار الأجنبي المباشرة الاستثمار في المحفظة المالية، حيث كان للقروض دور بالغ الأهمية في تمويل الاستثمارات في البلدان النامية خلال السبعينات لكن بعد اندلاع أزمة المديونية عام 1982، تعرضت حركة الاقتراض الدولية للبطء نتيجة و توقف بعض الدول النامية عن دفع أعباء ديونها، كما أصبحت قروض المنظمات الدولية و المعونات الثنائية شديدة الشروط من جانب الدول المانحة و بذلك أصبحت الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع نهاية الثمانينات المصدر الرئيسي لرؤوس الأموال الأجنبية للغالبية من الدول النامية.

- اتجهت معظم الدول نحو تحرير معاملاتها المالية، بعد ما كانت تفرض عليها رقابة و هذا بعد انهيار نظام "بروتن وودن" الذي حدث في مطلع السبعينات الذي أدى إلى خلق إمكانية لإجراء تصحيحات كبيرة في أسعار الصرف، و صاحب ذلك تدفقات واسعة النطاق لرؤوس الأموال، و يتطلب التحرير المالي التدريج عند الغاء القيود على معاملات رأس المال و كذا معالجة أهم المشكلات في النظام المالي المحلي مسبقا لتفادي المخاطر الناجمة عن التحرير، و بالنسبة لأسواق رأس المال فتحريها على المستوى المحلي يتطلب الغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بما يضمن الكفاءة في استخدامها، ثم ربط و تقوية العلاقة بين أسواق رأس المال المحلية و أسواق رأس المال الدولية، مما يؤدي الى حدوث تكامل بين الأسواق المالية العالمية و الذي نتج عن تزايد تدفق رؤوس الأموال الدولية كما صاحبها آثار مختلفة على اقتصاديات الدول النامية، فمن أهم المزايا، سد فجوة الموارد المحلية و الحد من المديونية، كما لها أخطار تتمثل في التقلبات الفجائية للاستثمارات الأجنبية، وكذلك انتشار عمليات غسل الأموال.

- تعرضت الأنظمة المالية والمصرفية لتغيرات جذرية خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وأصبحت المنافسة العالمية بين المؤسسات المالية والمصرفية واقعا لا يمكن تجاهله في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية، و رغبة في زيادة قدراتها التنافسية اتجهت المصارف نحو الشمولية والاندماج مع بعضها البعض لتكوين كيانات مصرفية عملاقة وقوية لتتغلب على المصاعب التي بدأت تواجهها، كما اتجهت نحو التخصص وتنويع النشاط المصرفي والتوسع في التعامل بالمشنقات المالية، كما شهدت أسواق الأوراق المالية نموا سريعا وتوجها نحو الربط والتكامل نتيجة التطور التكنولوجي والتحرير المالي وابتكار وسائل مالية جديدة.

- تميزت فترة التسعينات باندماج عدد كبير من الدول النامية والتي تمر بمرحلة انتقال في النظام المالي العالمي، لكن معظم هذه الدول لا تزال تعاني من مشاكل واختلالات في القطاع المصرفي أدت الى عدم كفاءته بسبب التدخل الحكومي وسيطرة عدد قليل من البنوك الكبيرة في النظام المالي، والى جانب ذلك نجد أن أسواق الأوراق المالية بالدول النامية تتسم بالافتقار الى الوسطاء صانعي السوق، ونقص السعة والعمق والافصح عن المعلومات المالية مقارنة بالأسواق المالية المتطورة، ونتيجة لهذه النقائص التي تمس القطاع المصرفي والمالي حدثت أزمات مالية بالأسواق الناشئة و أهمها الأزمة الآسيوية التي لا يمكن استبعاد الجهاز المصرفي عنها، فيعتبر أحد مسبباتها، ولهذا لا بد من اصلاح النظام المالي المحلي للاستفادة من مزايا التحرير المالي وتجنب مخاطر الأزمات التي تؤدي الى إعاقة التنمية الاقتصادية.

- تعاني المصارف العربية من تدني المستوى مقارنة بالمصارف الدولية، وذلك بسبب هيمنة الأعمال المصرفية التقليدية وارتفاع درجة التركيز المصرفي وتزايد منافسة المصارف الأجنبية، في حين نجد أن أسواق الأوراق المالية العربية تميزت بتحسّن أدائها، لكن هي الأخرى لا تزال تعاني من نقائص نظرا لوجود عقبات كقلة المعروض من الأدوات المالية، ومن حيث الطلب فهناك تدني الطلب على الأوراق المالية في البورصات العربية والأهم من ذلك تخلف وقصور النظم والتشريعات التي تحكم قواعد وأصول العمل في السوقين الأولية والثانوية، ولهذا يتطلب اصلاح القطاع المصرفي والسير نحو الاندماج، وكذا اعادة النظر في هيكل البورصات العربية و العمل على تحسينها وتطويرها من خلال الربط بينها وذلك من أجل مواجهة التحديات التي تحول دون تقدمها والارتقاء بها الى مستوى يمكنها من التغلب على المنافسة التي تواجهها والقيام بدور فعال في عملية تدوير رؤوس الأموال العربية و وضعها في خدمة التنمية داخل الوطن العربي.

### توصيات و اقتراحات

من خلال النتائج السابقة يوصي الباحث ببعض التدابير:

- يجب أن يصاحب أو يسبق تحرير رأس المال تقوية وتأهيل القطاع المالي بصفة عامة والقطاع المصرفي بصفة خاصة، و الا فقد يؤدي الى مخاطر وأزمات بتلك الدول.
- ضرورة دمج الوحدات العاملة في القطاع المصرفي للاستفادة من مزايا الحجم الكبير وتحرير حركتها بإزالة القيود و الاجراءات المعرّقة لكفائتها.

- العمل على تحديث بورصات الأوراق المالية العربية وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية وتعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال وإعادة تدويرها لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية.
- إن تنفيذ برنامج ربط البورصات العربية يتطلب دعم وتعزيز جهود اتحاد البورصات و هيئات أسواق الأوراق المالية العربية في هذا الخصوص لا سيما انشاء المؤسسة العربية للتقاص والتسويات ومشروع شبكة المعلومات وازالة المعوقات البيروقراطية أمام الربط بين البورصات العربية.
- العمل على تعميق الوعي الادخاري و التوظيفي بمختلف وسائل التوعية و الاتصال من أجل تشجيع و تنمية البورصات.
- أما بالنسبة لنمو وتطوير بورصة الجزائر فإنه يتوقف على تحسين مناخ الاستثمار المحلي، ونجاح برامج وطنية للإصلاح الاقتصادي، لأن وجود أسواق مالية كفأة يساعد في تنفيذ برامج الإصلاح بأقل تكلفة و دون تراجع في النمو الاقتصادي.

### آفاق الموضوع

- من خلال ما تقدم، فإن الباحث لا يعتقد بأنه تناول كل جوانب الموضوع، فلا تزال أسئلة عالقة يمكن أن تكون في أبحاث مستقبلية منها:
- هل أدت فعلا إزالة القيود أو تخفيفها أمام تحركات رؤوس الأموال في الدول النامية الى اندماج أسواق المال لهذه الدول في الأسواق المالية الدولية؟.
  - ما هي الآثار المحتملة لزيادة حركة رؤوس الأموال على مستويات التوظيف و الأجور؟
  - ما هي آفاق انشاء بورصة عربية موحدة في ظل التوجه الجديد نحو ربط البورصات العالمية؟.

## الملاحق

### الملحق رقم (01) : أهم عناصر اتفاقية تحرير الخدمات المالية

#### النطاق و التعريف

اشتملت اتفاقية تحرير الخدمات المالية على مجموعتين أساسيتين من الخدمات :

- 1- الخدمات التأمينية و ما يتعلق بها .
- 2- الخدمات المصرفية وغيرها من الخدمات المالية .

1- خدمات التأمين و الخدمات ذات العلاقة بالتأمين :

الخدمات التأمين و الخدمات ذات العلاقة بتأمين هي تلك التي تغطي التأمين على الحياة و تأمين الأضرار , وإعادة التأمين , خدمات السمسرة و الوكالة و الخدمات المساعدة للتأمين مثل الخدمات الاستشارة .

2- الخدمات المصرفية و غيرها من الخدمات المالية :

الخدمات المصرفية تتضمن كل الخدمات التقليدية التي تقدمها البنوك مثل قبول الودائع , الأقرض بكافة أشكال , و الخدمات الدفع و الخدمات تحويل الأموال , ومن الخدمات المالية الأخرى , تجارة الصرف الأجنبي , تجارة المشتقات و جميع أنواع الأوراق المالية , و الاكتتاب في الأوراق المالية , و إدارة الأصول , و خدمات التسوية و المقاصة , و خدمات الاستشارية و غيرها من الخدمات المالية المساعدة .

كما احتوى الملحق الخاص بالخدمات المالية على مجموعة من التريفات الخاصة بهذه

الخدمات, و منها :

#### ◆ الخدمات المالية :

الخدمة المالية هي أية خدمات ذات طبيعة مالية يعرضها مقدم خدمات مالية بإحدى الدول الأعضاء , و يقصد بمقدم خدمة المالية أي شخص حقيقي أو شخص اعتباري يرغب في عرض أو تقديم خدمات مالية , لكن اصطلاح (مقدم الخدمات مالية) لا يستعمل لوصف الكيانات العامة .

#### ◆ الكيان العام

- حكومة او بنك مركزي أو هيئة نقدية لأحد الأعضاء ،أو كيان يملكه أو يديره عضو، عمله الاساسي الاضطلاع بوظائف حكومية أو أنشطة لأغراض حكومية ،ولا يتضمن كيانا عمله الاساسي تقديم خدمات مالية على أسس تجارية .
- كيان خاص يؤدي وظائف عادة ما يؤدي البنك المركزي أو هيئة النقدية.

#### ◆ حقوق إحتكار :

يدرج كل عضو في ملحقه الخاص بالخدمات المالية حقوق الاحتكار الحالية و يبذل مساعي لإزالتها أو تقليل نطاقها.

#### ◆ الوجود التجاري :

يمنح كل عضو مقدمي الخدمات المالية من الدول الأخرى الأعضاء في الاتفاقية حق تأسيس أو توسيع وجود التجاري على أرضه بما في ذلك شراء مشروعات تجارية قائمة بالفعل , و يجوز للعضو فرض شروط وإجراءات من أجل سماح بتأسيس أو توسيع وجود تجاري إلى حد الذي لا يبطل التزامات العضو و يجعلها متماشية مع الالتزامات الأخرى للاتفاقية .

#### ◆ الخدمات المالية الجديدة :

يبيح للعضو لمقدمي الخدمات المالية من أي عضو آخر لهم وجود على أرضيه بتقديم أي خدمة مالية جديدة .

#### ◆ نقل المعلومات و معالجتها :

لايتخذ العضو تدابير تمنع نقل المعلومات أو معالجة المعلومات المالية بما في ذلك نقل البيانات بالوسائل الإلكترونية , كما لا يتخذ العضو - مع مراعات لوائح الاسترداد المتعارضة مع الاتفاقيات الدولية - تدابير تمنع نقل المعدات سواء كانت معدات لنقل المعلومات أو معدات لمعالجة المعلومات المالية , أو تمنع نقل المعدات ضرورية لأداء العمل العادي لمقدمة الخدمات المالية , و لا تحتوي هذه الفقرة على مايفرض قيود على حق العضو في حماية المعلومات الشخصية أو الأمور الشخصية أو السرية السجلات و حسابات الشخصية طالما أن هذا الحق لا يستغل للتملص من أحكام الاتفاقية .

#### ◆ الدخول المؤقت للأفراد :

يسمح كل عضو بادخول المؤقت إلى أراضيه للأفراد الوارد ذكره لاحقا التابعين لمقدم الخدمات المالية من الأعضاء الآخرين الذين يعترفون أن يؤسسو أو أسسو وجود تجاري في أراضي هذا العضو و هم :

(1) كبار الأفراد الإدارة الذين يحوزون معلومات ضرورية لتأسيس وإدارة و تشغيل خدمات مقدم الخدمات المالية .

(2) المتخصصون في تشغيل أعمال مقدم الخدمات المالية .

يسمح كل عضو - مع مراعات تيسير الأفراد المؤهلين في أراضيه - بالدخول المؤقت لأراضيه للأفراد التاليين المرتبطين بوجود التجاري لمقدم الخدمات المالية من الأعضاء الآخرين :

(1) المتخصصون في خدمات الحاسب الآلي (الكمبيوتر) و خدمات الاتصالات السلكي و اللاسلكي و حسابات مقدم الخدمات المالية .

(2) متخصصون في مجال التأمين

#### ◆ المعالجة الوطنية :

(1) بموجب الشروط التي تضيء صفة المعاملة الوطنية , يمنح كل عضو مقدمي الخدمات المالية منأي عضو الآخر له مقر في أراضيه الحق في الوصول إلى أنضمة الدفع و مقاصة التي تديرها كيانات عامة , كما يمنحهم الحق في الوصول إلى المنشآت التمويل الرسمي , و لا يقصد من هذه الفقرة إتاحة الوصول إلى المنشآت البنك المركزي (المقرض الأخير) لهذه الدولة .

(2) إذا اشترط العضو : العضوية أو المشاركة في , أو الوصول إلى أية هيئة ذاتية التنظيم , أو سوق للأوراق المالية أو سوق للعقود أو سوق صرف آجل , أو وكالة مقاصة , أو أية منظمة الهيئة أخرى - حينما يشترط ذلك - لكي يتمكن مقدمو الخدمات المالية من تقديم هذه الخدمات , فعليه أن يتوفر ذلك لمقدمي الخدمات الأجانب وعلى قدم المساوات مع مقدمي الخدمات المالية .

#### كيفية تحرير تجارة الخدمات المالية

يقصد بتحرير التجارة الدولية في الخدمات أن يتم تطبيق آليات التجارة الدولية متعددة الأطراف على كل من تجارة السلع وتجارة الخدمات بحيث يخضعان معا لنفس الآليات و الاتفاقيات , بعد أن كانت المفاوضات السابقة يقتصر العمل فيها على تجارة السلع فقط

أما عن كيفية تحرير تجارة الخدمات فيتم ذلك من خلال اتخاذ الإجراءات اللازمة لتسهيل وصول موردي الخدمات الأجانب إلى الأسواق المحلية , و خفض مستوى التمييز بينهم وبين الموردين المحليين

و من العقبات التي تمنع وصول الموردين الأجانب إلى السوق المحلية و التي ينبغي العمل على إزالتها : حظر الاستثمارات الأجنبية في بعض القطاعات أو وضع القطاعات أو وضع قيود على حرية الحركة أمام الشركات الأجنبية بمنعها مثلا من فتح فروع أو تقديم خدماتها في مناطق جغرافية معينة , أو السماح فقط للمشاريع المشتركة و تحديد حصة لا يتعداها الشريك الأجنبي في الملكية , أما بنسبة للتمييز بين الموردين الأجانب و المحليين فالمطلوب منع هذا التمييز أو خفض نطاقه , ومن أمثل هذا التمييز : التمييز في الحصول على حوافز الاستثمار أو إجراءات الضريبية , و القواعد المنضمة للتحويلات الخارجية , في الخدمات ( و كذلك باقي القطاعات) حماية الاستثمارات الأجنبية المباشرة .

كفية التنفيذ لاتفاقية الخدمات المالية :

تلتزم الدول التي توقع على إتفاقية الخدمات المالية بأن تقدم التزاماتها ضمن ما يسمى الجداول الوطنية و التي تحدد فيها ما يلي :

1- القطاعات الخدمية التي توافق على دخول الشركات الأجنبية للعمل به (النفوذ إلى الأسواق)

2- الاستثناءات الأساسية لمبدأ معاملة الدول الأولى بالرعاية و المعاملات الوطنية للقطاعات الخدمية التي التزمت بتحريرها .

ومثلا على ذلك فإنه إذا سمحت دولة عضو لأحد البنوك الأجنبية بفتح فرع خاص به في السوق المحلي (مبدأ النفوذ إلى الأسواق) , و لكن قصرت هذه الموافقة على أحد البنوك من الدول معينة دون الدول الأخرى فان ذلك يعد إستثناء من مبدأ الأولى بالرعاية كذلك إذا قررت هذه الدولة وضع شروط على أحد البنوك المحلية للسماح له بحصول على ترخيص بعمل , دون أن تطبق هذا الشرط على البنوك المحلية فإن هذا يعد استثناء على مبدأ المعاملة الوطنية .

3- تتعهد الدول الأعضاء بتقديم التزامات أفقية تتألف من مجموعة من السياسات و الأراءات التي تطبق على جميع القطاعات الخدمية التي تقدم بالتزامات بشأنها , أي ليس على قطاع دون الآخر , ولكن يحق للدول أن تحدد قيود أفقية تنطبق على جميع القطاعات الخدمية التي تقدمت بعروض بشأنها.

فمثلا إذا قررت الدولة وضع قيود على شراء الأجانب للأسهم و تحديد ملكيتهم للمشروعات ببنية لا تتجاوز 49% من رأس المال , فإن هذا المشروع تعد قيود أفقية تنطبق على كل القطاعات وليس قطاع معين .

المجالات الخاصة بالخدمات المالية و المستثناة من الجاتس :

لاتنطبق قواعد تحرير تجارة الخدمات المالية على الخدمات التي بها السلطة الحكومية , و تعرف المادة (1) فقرة (3) من الجاتس (الخدمات التي تخضع في تقديمها للسلطة الحكومية) بأنها تلك الخدمات التي لاتقدم على أساس تجاري أو التي لاتكون في تنافس مع المقدمي الآخرين) و هذا يتضمن أنشطة البنوك المركزية أو غيرها من السلطات النقدية أو أنشطة الضمان الاجتماعي القانونية أو خطط الإحالة على المعاش أو الكيانات العامة التي تستعين بالموارد المالية الحكومية .

علاوة على ذلك يستثنى الملحق الخاص بخدمات النقل الجوي التدابير التي تؤثر على حقوق النقل الجوي أو الخدمات المتعلقة بها بشكل مباشر .

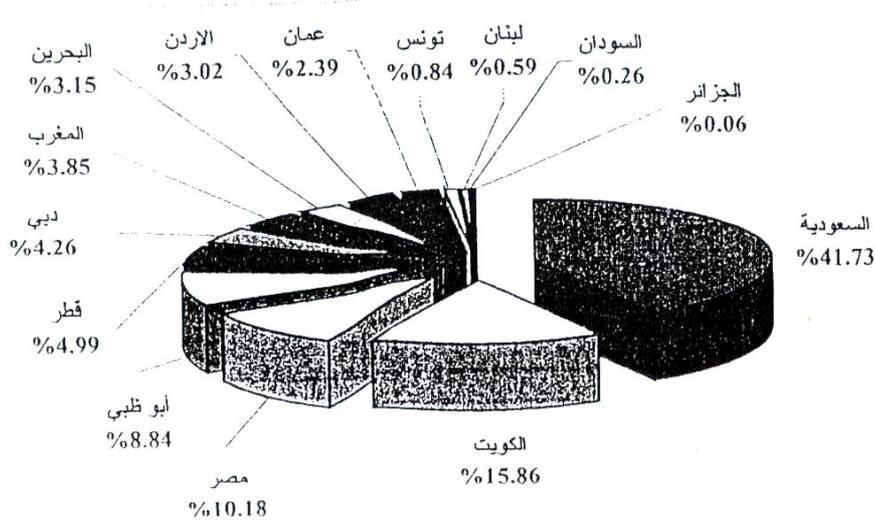
كما أن الملحق الخاص بحركة الأشخاص الطبيعيين ينص على أن الجاتس لاتنطبق على التدابير التي تؤثر على الأشخاص الطبيعيين الساعين للوصول إلى سوق العامة في دول عضو أو الذين يسعون للحصول على جنسيتها أو الإقامة فيها أو الحصول على فرصة عمل بشكل دائم .

ولقد كانت هذه النقاط الخلافية بين الدول المتقدمة و الدول النامية , حيث تريد الدول المتقدمة (وهو ما تحقق) عدم تطبيق قواعد الجاتس الخاص بحرية انتقال الأشخاص الطبيعيين على الشخص الساعين للعمل , وذلك بهدف حماية دولهم من طالبي العمل بها , في حين كانت الدول النامية ترغب في الاتفاق على قواعد تسمح و تنظم انتقال العمالة بين الدول , وذلك لكون الدول النامية سوقا طاردة طاردة للعمالة و به أعداد ترغب في العمل بالدول المتقدمة .

الملحق رقم (02) : أهم مؤشرات الأوراق المالية العربية خلال الربع الأول من 2003

الحجم النسبي للأسواق المالية العربية  
(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)

الترتيب	السوق	2002				2003			
		الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	يناير	فبراير	مارس
1	السعودية	42.34	39.52	38.68	35.84	41.73	40.40	40.20	41.73
2	الكويت	15.66	16.20	15.61	16.81	15.86	16.11	16.04	15.86
3	مصر	14.04	12.25	12.64	12.61	10.18	10.69	10.42	10.18
4	أبو ظبي	3.48	9.21	9.46	9.76	8.84	8.99	9.19	8.84
5	قطر	4.06	4.34	4.80	5.06	4.99	4.92	4.95	4.99
6	دبي	4.56	4.05	4.44	4.53	4.26	4.26	4.33	4.26
7	المغرب	4.74	4.20	3.95	4.10	3.85	3.96	4.24	3.85
8	البحرين	3.75	3.24	3.14	3.69	3.15	3.33	3.30	3.15
9	الاردن	3.48	3.25	3.13	3.39	3.02	3.14	3.06	3.02
10	عمان	1.97	2.09	2.48	2.52	2.39	2.39	2.44	2.39
11	تونس	1.22	1.05	1.06	1.02	0.84	0.90	0.89	0.84
12	لبنان	0.69	0.59	0.59	0.67	0.59	0.62	0.63	0.59
13	السودان	-	-	-	-	0.26	0.25	0.27	0.26
14	الجزائر	-	-	-	-	0.06	0.06	0.05	0.06
	المجموع	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00



المؤشرات المحلية لأسعار الأسهم  
في اسواق الأوراق المالية العربية  
(نهاية الفترة بالعملة المحلية)

البورصة	2002			2003			مارس	فبراير	يناير
	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول				
سوق أبوظبي للأوراق المالية	1,363.36	1,295.29	1,295.42	1,366.03	1,381.66	1,376.73	1,366.47	1,381.66	
بورصة عمان	172.22	185.44	174.14	170.02	170.38	172.65	164.00	170.38	
سوق البحرين للأوراق المالية	1,800.12	1,777.19	1,724.39	1,821.49	1,761.49	1,831.00	1,783.62	1,761.49	
سوق الأسهم السعودي	2,512.76	2,762.02	2,654.54	2,518.08	2,779.10	2,643.97	2,569.80	2,779.10	
سوق الكويت للأوراق المالية	1,868.00	2,225.70	1,986.60	2,375.30	2,873.50	2,498.10	2,585.70	2,873.50	
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	2,739.36	2,420.55	3,138.01	3,179.81	3,079.07	3,070.01	3,219.51	3,079.07	
بورصة الجزائر	-	-	-	-	-	-	-	-	
بورصة الأوراق المالية بتونس	1,013.31	830.87	855.99	782.93	759.13	733.56	730.33	759.13	
سوق دبي المالي	-	-	-	-	-	-	-	-	
سوق الخرطوم للأوراق المالية	-	-	-	-	-	-	-	-	
سوق مسقط للأوراق المالية	164.19	185.31	180.16	191.86	201.50	195.62	194.06	201.50	
سوق الدوحة للأوراق المالية	1,690.55	2,087.16	2,237.77	2,323.84	2,582.78	2,480.91	2,438.18	2,582.78	
بورصة بيروت	40.08	39.14	38.10	39.03	38.45	39.49	39.29	38.45	
الهيئة العامة لسوق المال بمصر	618.61	627.36	631.33	635.39	653.43	654.65	647.38	653.43	

نسبة التغير المنوي للمؤشرات المحلية  
(نهاية الفترة بالعملة المحلية)

البورصة	2002			2003			مارس	فبراير	يناير
	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول				
سوق أبوظبي للأوراق المالية	-0.20	-4.99	0.01	5.45	1.14	0.78	-0.75	1.11	
بورصة عمان	-0.29	7.68	-6.09	-2.37	0.21	1.55	-5.01	3.89	
سوق البحرين للأوراق المالية	2.19	-1.27	-2.97	5.63	-3.29	0.52	-2.59	-1.24	
سوق الأسهم السعودي	3.40	9.92	-3.89	-5.14	10.37	5.00	-2.81	8.14	
سوق الكويت للأوراق المالية	9.28	19.15	-10.74	19.57	20.97	5.17	3.51	11.13	
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	-	-11.64	29.64	1.33	-3.17	-3.45	4.87	-4.36	
بورصة الجزائر	-	-	-	-	-	-	-	-	
بورصة الأوراق المالية بتونس	1.73	-18.00	3.02	-8.54	-3.04	-6.31	-0.44	3.94	
سوق دبي المالي	-	-	-	-	-	-	-	-	
سوق الخرطوم للأوراق المالية	-	-	-	-	-	-	-	-	
سوق مسقط للأوراق المالية	7.96	12.86	-2.78	6.49	5.02	1.96	-0.80	3.83	
سوق الدوحة للأوراق المالية	1.36	23.46	7.22	3.85	11.14	6.76	-1.72	5.93	
بورصة بيروت	0.02	-2.35	-2.66	2.44	-1.49	1.18	-0.51	-2.14	
الهيئة العامة لسوق المال بمصر	0.92	1.41	0.63	0.64	2.84	3.03	-1.11	0.93	

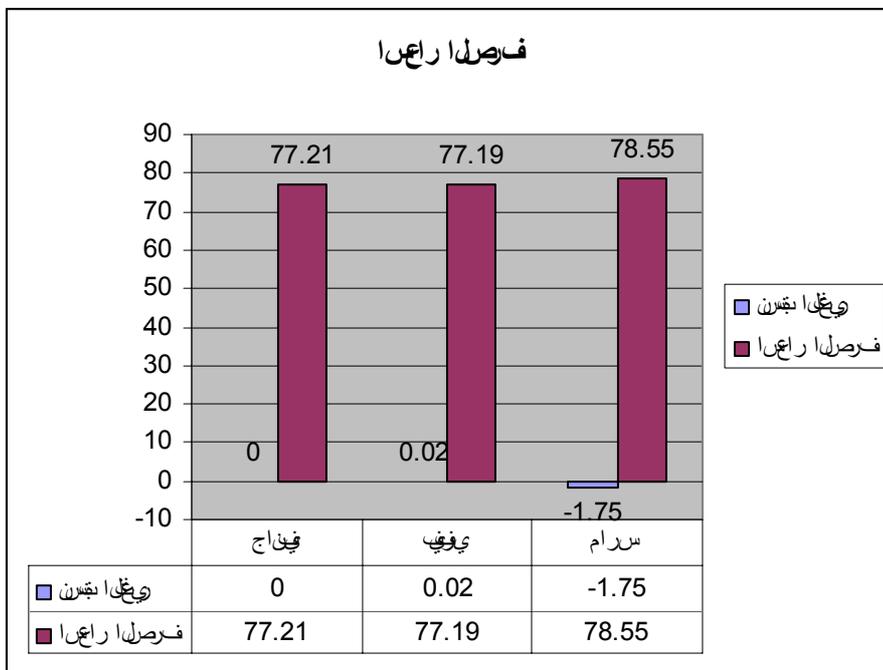
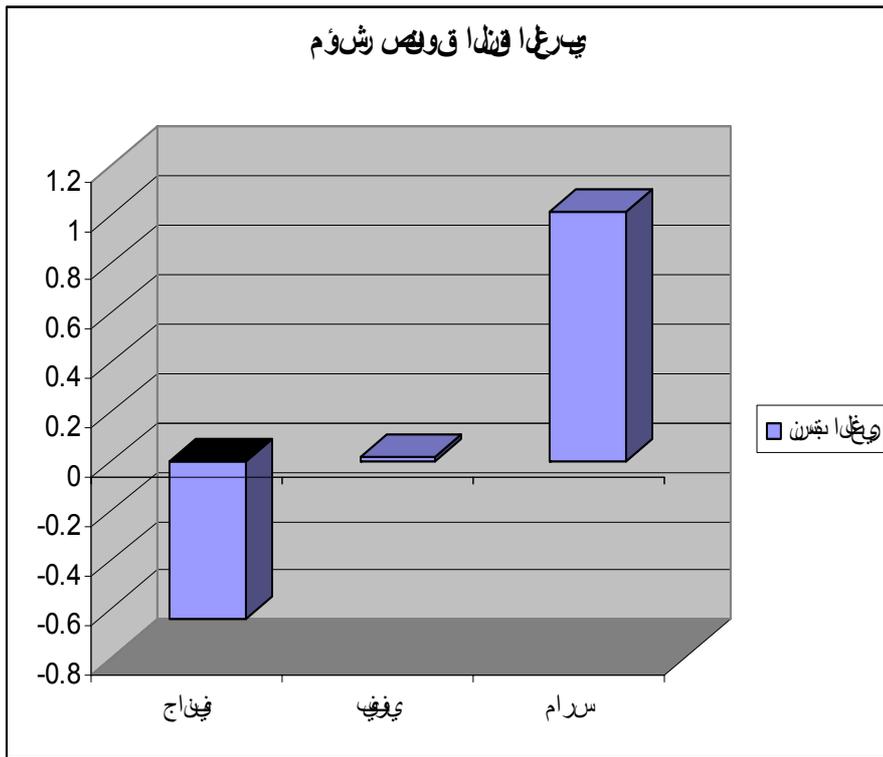
عدد الشركات المدرجة  
(نهاية الفترة)

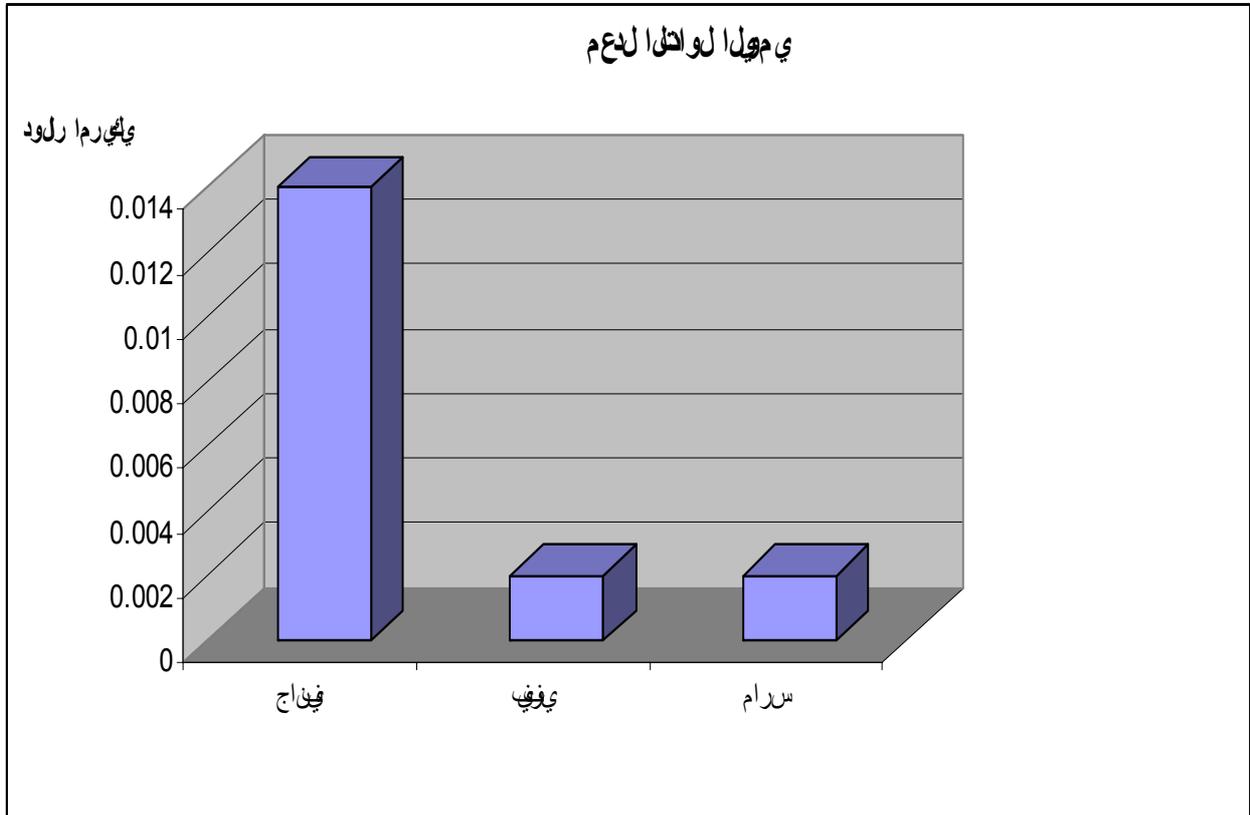
السوق	2002							2003						
	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع		
سوق أبوظبي للأوراق المالية	16	20	23	24	25	24	24	25	24	24	24	25		
بورصة عمان	158	156	157	158	158	158	158	158	158	158	158	158		
سوق البحرين للأوراق المالية	41	41	41	40	40	40	40	40	40	40	40	40		
سوق الأسهم السعودي	77	68	68	68	68	69	69	69	69	69	69	69		
سوق الكويت للأوراق المالية	90	90	93	95	96	96	96	96	96	96	96	96		
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55		
بورصة الجزائر	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
بورصة الأوراق المالية بتونس	45	45	45	46	46	46	46	46	46	46	46	46		
سوق دبي المالي	12	12	11	12	12	12	12	12	12	12	12	12		
سوق الخرطوم للأوراق المالية	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
سوق ممقط للأوراق المالية	95	95	140	140	140	136	136	136	136	136	136	136		
سوق الدوحة للأوراق المالية	24	24	24	24	25	25	25	25	25	25	25	25		
بورصة بيروت	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13		
الهيئة العامة لسوق المال بمصر	1126	1136	1153	1150	1150	1145	1150	1150	1150	1150	1150	1150		
المجموع	1752	1755	1823	1826	1874	1868	1873	1874	1873	1873	1873	1874		

نسبة التغير لأسعار صرف العملات المحلية  
مقابل الدولار الأمريكي  
(نهاية الفترة)

العملات	2002							2003						
	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع		
الدرهم الإماراتي	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
الدينار الأردني	0.00	0.00	0.00	-0.08	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01		
الدينار البحريني	0.00	0.00	0.00	0.00	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.53		
الريال السعودي	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01		
الدينار الكويتي	-0.07	2.02	-0.20	0.70	0.03	0.40	0.03	0.03	-0.37	0.00	0.00	0.00		
الدرهم المغربي	-0.83	9.63	-0.90	4.49	1.94	2.60	1.94	1.94	-0.25	-0.42	-0.42	-0.42		
الدينار الجزائري	-	-	-	-	-	0.00	-	-	0.02	-1.75	-1.75	-1.75		
الدينار التونسي	-1.87	8.40	-1.06	3.51	0.73	2.36	0.73	0.73	-0.88	-0.79	-0.79	-0.79		
الدينار السوداني	-	-	-	-	-	0.00	-	-	2.30	-1.74	-1.74	-1.74		
الريال العماني	-0.26	0.00	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
الريال القطري	0.01	0.00	0.00	-0.01	0.05	0.00	0.05	0.05	0.00	0.05	0.05	0.05		
الليرة اللبنانية	-0.02	0.02	0.03	0.26	0.13	0.10	0.13	0.13	0.03	0.00	0.00	0.00		
الجنيه المصري	-1.15	-0.59	0.64	-0.05	-24.02	-15.27	-24.02	-24.02	-4.40	-3.05	-3.05	-3.05		

الملحق رقم (03) : أهم مؤشرات بورصة الجزائر بالأشكال خلال الربع الأول من 2003





الملحق رقم (04) : منهجية حساب مؤشر صندوق النقد العربي (113)

المنهجية العامة

يتم ترجيع مؤشر الصندوق بالقيم السوقية . ويتم قياس التغير في قيمة المكونات , معدلة لاستعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف الأسهم من المؤشر .

الصيغة الرياضية

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على الرقم باش القياسي المتسلسل . و الصيغة العامة للمؤشر هي : تكون  $i > 1$

$$X_i = \frac{M_i}{B_i} * 100 \qquad B_{i-1} * \frac{M_i}{M_i}$$

عندما تكون  $i = 1$

$$X_i = 100 \qquad B_i = M_i$$

حيث :

$X_i$  = المؤشر عند الفترة  $i$

$B_i$  = القيمة السوقية عند فترة الأساس , أي عندما تكون  $i = 1$  (الفترة الأولى)

$M_i$  = القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة  $i$

$M_i$  = القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر , أو حقوق الإصدار , أو الإصدارات الجديدة من الأسهم , و حذف الأسهم)

القيم السوقية (M)

تساوي مجموعة القيم السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر .

و القيم السوقية لكل سهم :  $P_i * n_i$

حيث

$P_i$  = آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة  $i$

$N_i$  = عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة  $i$

القيم السوقية المعدلة

يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة ( $\overline{M_i}$ ) عن الفترة  $i$  بموجب الصيغ التالية :

$$\overline{M_i} = (M_i - l_i - R_i - N_i + Q_i - 1)$$

حيث :

$L_i$  = القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة  $i$  . و تعامل الأسهم الناتجة عن التحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة .

$R_i$  = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة  $i$  , ويتم احتسابها وفق السعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم .

$N_i$  = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة  $i$  .

$Q_{i-1}$  = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر خلال الفترة السابقة و التي تم حذفها خلال الفترة  $i$  . ويمكن حذف الأسهم من المؤشر , من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدمجة في السوق .

### المؤشرات كل دول (بالدولار الأمريكي)

تستخدم الصيغة أعلاه لاحتساب مؤشر صندوق النقد العربي بالعمولات المحلية لكل دولة. وبحسب الصندوق مؤشرات بالدولار الأمريكي بتحويل الأسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي , ومن ثم يتم احتساب المؤشر .

### المؤشر المركب

يشتمل مؤشر الصندوق المركب , مؤشرات الأسواق المالية في أربعة عشرة سوقاً , و هي أسواق في كل من الأردن و البحرين و تونس و السعودية و عمان و الكويت و لبنان و مصر و المغرب و أبو ظبي و دبي و قطر و السودان و الجزائر . و يعتمد الصندوق في حساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة و ذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول التسع و كأنها لدولة واحدة , و يتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط و ليس بعملات المحلية .

### طريقة اختيار العينات

يتم اختيار الأسهم المدمجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية :

- القيمة السوقية .
- معدل دوران السهم .
- تصنيف الشركات قطاعية .

يتضمن المؤشر الأسهم نشطة التداول و الممثل بصورة كبيرة للقطاع المختلف و التي تشكل مجمل قيمتها السوقية حوالي 70 في المائة على الأقل من إجمال القيمة السوقية في نهاية كل عام . و تتم مراجعة الأسهم المدرجة في عينة المؤشر بشكل دوري للتأكد من موافقتها لهذه الشروط .

## قائمة المراجع

1. جون هدرسون، مارك هندر: تر.طه عبد الله منصور، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ للنشر، دون طبعة، الرياض، (1987).
2. مندور أحمد، مقدمة في الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، دون طبعة، الاسكندرية، (1990).
3. الجمل، جمال جويدان، الأسواق المالية و النقدية، دار الصفاء، دون طبعة، عمان، (1998).
4. P.M. Martise : les paiements internationaux, edition marketing, paris, (1996).
5. بكري كامل: الاقتصاد الدولي للتجارة الخارجية والتمويل، الدار الجامعية، دون طبعة، الاسكندرية، (2002)
6. معهد صندوق النقد الدولي، دورة عن تصحيح الاقتصاد الكلي وقضايا القطاع المالي، واشنطن، أبريل 2000.
7. سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظيم، الدار المصرية اللبنانية، ج1، ط2، القاهرة، 1993.
8. يسري عبد الرحمن، الاقتصاديات الدولية، الدار الجامعية، دون طبعة، الاسكندرية، (2001).
9. سماي على، دور صندوق النقد الدولي في التعاون المالي و النقدي الدولي، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، (2001/2000).
10. براكش لونجاني و عساف رزين، ما مدى فائدة الاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامية، التمويل والتنمية، المجلد 38، العدد 2، جوان (2001).
11. جيل برتان، الاستثمار الدولي، منشورات عويدات، ط2، بيروت، (1982).
12. أبو قحف عبد السلام، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مكتبة و مطبعة الاشعاع الفنية، ط1، جامعة بيروت العربية، (2003).
13. Alain samuelson , Economie internationale contemporaine, office publication universitaire, Alger, (1993).
14. قابل محمد صفوت، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية، دون طبعة، الاسكندرية، (2004/2003).
15. B.Guendouzi, relations économiques internationale, édition, el Maarifa, Alger, (1998).

16. C. Duflaux, Michelin, la balance de paiements, économique, paris, (1994).

17. شيحة محمد رشدي, المعاملات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، دون طبعة، الاسكندرية، (1998).

18. الحسيني عرفان تقي الدين, التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، ط1، عمان، (1999).

19. عبد المطلب عبد الحميد, النظام الاقتصادي العالمي الجديد، مجموعة النيل العربية، دون طبعة، القاهرة، (2003)

20. شرفة حكيمة, دور صندوق النقد الدولي في الكوكبة الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، (1998/1999).

21. كريمي علي, النظام القانوني لانتقال رؤوس الأموال بين الأقطار العربية "سلسلة أطروحات الدكتوراه (16)"، مركز دراسات الوحدة العربية، ط1، بيروت، (1990).

22. زكي رمزي، أزمة القروض الدولية، دار المستقبل العربي، دون طبعة، (1987).

23. النقاش غازي عبد الرزاق, التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، ط1، عمان، (1996).

24. زكي رمزي، أزمة الديون العالمية، السياسة الدولية، مؤسسة الأهرام، عدد أكتوبر، (1986).

25. النجار سعيد، الاقتصاد العالمي والبلاد العربية في عقد التسعينات، دار الشروق، دون طبعة القاهرة، (1998).

26. زكي رمزي، التضخم والتكيف الهيكلي في الدول النامية، دار المستقبل العربي، ط1، القاهرة (1996).

27. افريت هاجن، تر. جورج خوري، اقتصاديات التنمية، مركز المكتب الأردني، دون طبعة، (1998).

28. جوزيف س، ويللر، الدور الحاسم لمساعدات التنمية الرسمية في التسعينات، التمويل والتنمية، المجلد 26، العدد 3، سبتمبر (1989).

29. السعيد هالة حلمي، تقرير التمويل الدولي في جمهورية مصر العربية، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية و المالية، العدد2، أكتوبر (1999).

30. بيترس، هيللر وسانجيف جوبيا، تحديات التوسع في المساعدات الانمائية، التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 2، جوان (2002).

31. البنك الدولي، آفاق النمو في البلدان النامية واعدة على المدى المتوسط رغم تباطؤ الاقتصاد العالمي في العام 2001، أبريل 2001، " [http-setersources.worldbank.org](http://setersources.worldbank.org) ".

32. عمرو محي الدين, تدفقات رؤوس الأموال والاستثمار الأجنبي نحو الدول النامية وتسهيل انسيابها عربيا, المال والصناعة, بنك الكويت الصناعي, الكويت, العدد20, (2002).
33. R. Bayer : mondialisation au-delà des mythes, casbah, Alger, 1997.
34. التقرير الاقتصادي العربي الموحد, ديسمبر 1998.
35. الحجار بسام, العلاقات الاقتصادية الدولية, المؤسسة الجامعية للدراسة والنشر والتوزيع, ط1, بيروت(2003).
36. نديم الحق, دونالد ماثيسون وسونيل شارما, أسباب تدفق رؤوس الأموال واستجابة السياسات المناسبة, التمويل والتنمية, المجلد 34, العدد1, مارس (1997).
37. أليخاندررو أوبيز- ميخيا: التدفقات الضخمة لرأس المال " الأسباب و النتائج و رد فعل السياسة " التمويل و التنمية, المجلد 36, العدد3, سبتمبر 1999.
38. سبابو كهينة, ترابط الأسواق المالية و انعكساتها على بلدان العالم الثالث, رسالة ماجستير غير منشورة, كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, جامعة الجزائر, (2001).
39. نعمة الله نجيب, محمود يونس عبد النعيم مبارك, اقتصاديات النقود المصرفية و السياسات النقدية, الدار الجامعية, دون طبعة, الاسكندرية, (2001).
40. عمر صقر, العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة, الدار الجامعية, دون طبعة, الاسكندرية, (2001).
41. A. Beltas : le développement du marché des capitaux et la structure de taux d'intérêts, el borhane, Alger, 2002.
42. عبد الحميد صديق عبد البر: أثر تحرير أسواق رؤوس الأموال على اقتصاديات الدول النامية, مصر المعاصرة, القاهرة, السنة 93, العدد (465-466), أفريل (2002).
43. G. Marie Henoy : les marchés financiers, Armand colin, paris, (1999).
44. R.Thomas, C.Boissien : finance internationale et marché de gré à gré, economica, paris, (1997).
45. ديب كمال, النظام النقدي الدولي في ظل العولمة الاقتصادية, رسالة ماجستير غير منشورة, كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, جامعة الجزائر, (2001).
46. الحناوي عمر صالح و آخرون, مقدمة في الأعمال و المال, الدار الجامعية, دون طبعة, الاسكندرية, (1999).

47. مصطفى ولد سي محمد, 2001-10-27, تأثير منظمة التجارة العالمية على الاقتصاد العالمي " منظمة التجارة العالمية و العولمة", " www-aljazeera.net " .
48. C-P-K. le berger : les mouvements internationaux de capitaux, bordas, (1990).
49. دونالد ماثيسون و ليليانا روخاس- سواريز: تحرير حساب رأس المال، التمويل و التنمية، المجلد 36، العدد 1، مارس (1996).
50. شمعون شمعون: بورصة الجزائر، أطلس النشر، دون طبعة، الجزائر, دون سنة نشر.
51. لود جر شوكنيست: تطبيق منظور السياسة التجارية على ضوابط رأس المال، التحويل والتنمية، المجلد 36، العدد 1، مارس (1999).
52. J . Bourger : monnais et système monétaires, Bréal, Paris, (2002).
53. سان بول بريند، ضريبة التوبين واستقرار سعر الصرف، التمويل والتنمية، المجلد 33، العدد 2، جوان 1996.
54. سمير محمد عبد العزيز, التجارة العالمية بين جات 94 ومنظمة التجارة العالمية، مكتبة الاشعاع، دون طبعة , الاسكندرية، (2001).
55. B. eichengreen, M. mussa : la libéralisation des mouvements de capitaux et le FMI, finances et développements, volume 35, n°: 4, décembre 1998.
56. R.B. Johnston : la libération séquentielle des mouvements de capitaux, finances et développements, volume 35, n°:4, décembre 1998.
57. صفوت عبد السلام عوض الله: الآثار الاقتصادية للعولمة على القطاع المصرفي في مصر، دار النهضة العربية، دون طبعة القاهرة، 2003.
58. زكي رمزي, المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق، دراسات اقتصادية، العدد 2، 2000.
59. دونالدج و ماثيسون، أنطوان ريشاردز وسونيل شارما, الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، التمويل و التنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998.
60. قشقوش هدى حامد: جريمة تبييض الأموال في نطاق التعاون الدولي"، أعمال المؤتمر السنوي لكلية الحقوق، جامعة بيروت العربية"، منشورات الحلبي الحقوقية، ط1، بيروت، 2002.
61. O. jerez: le blanchement de l'argent, la revue banque éditeur, paris, (1998).

62. بيتزج كويرك, غسيل الأموال يثير التشوش في الاقتصاد الكلي, التمويل و التنمية, المجلد 34, العدد 1, مارس (1997).
63. رشدي صالح عبد الفتاح صالح: البنوك الشاملة وتطوير دور الجهاز المصرفي المصري " الصيرفة الشاملة عالميا ومحليا", رسالة ماجستير في الاقتصاد, جامعة الاسكندرية, (2000).
64. طارق عبد العال حماد: اندماج و خصخصة البنوك, الدار الجامعية, دون طبعة, القاهرة, (2001).
65. عبد الحميد عبد المطلب. العولمة واقتصاديات البنوك, دار الجامعية, دون طبعة, جامعة عين الشمس, (2001).
66. المدفع أحمد محمد, الدمج المصرفي وتحديات المرحلة المقبلة, التجارة, الشارقة, السنة 27, العدد 5, ماي (1998).
67. طارق عبد العال حماد, التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك, الدار الجامعية, دون طبعة الاسكندرية.
68. الخضيرى محسن أحمد, العولمة الاجتياحية, مجموعة النيل العربية, ط1, القاهرة, 2004.
69. طارق عبد العال حماد, محمد عبد العزيز خليفة: موسوعة الاندماج " الأبعاد القانونية والضريبية والمحاسبية في ظل المعيار المحسبي الدولي رقم: 22 المعدل " القاهرة, (2003).
70. مدحت صادق, أدوات و تقنيات مصرفية, دار غريب, دون طبعة, القاهرة, (2001).
71. عبد المطلب عبد الحميد, البنوك الشاملة"عملياتها و إدارتها", الدار الجامعية, دون طبعة, الاسكندرية, (2000)
72. الحمزاوي محمود كمال خليل, اقتصاديات الإئتمان المصرفي, منشأة المعارف, ط2, الاسكندرية, (2000).
73. منير ابراهيم هندي, إدارة البنوك التجارية " مدخل اتخاذ القرارات ", المكتب العربي الحديث, ط3, الاسكندرية, (1996).
74. غالب عبد القادر وسمه, التعريف القانوني للصيرفة الشاملة, مجلة الحقوق, أبوظبي, السنة 25, العدد 4, ديسمبر (2001).
75. وجدي محمود حسين, اقتصاديات النقود والبنوك, كلية التجارة, دون طبعة, جامعة المنصورة, 2002.
76. العاملون بدائرة البحوث في صندوق النقد الدولي, إدارة المخاطر التي يتعرض لها النظام المصرفي الدولي, التمويل والتنمية, المجلد 33, العدد 4, ديسمبر (1996).
77. صبح محمود, الابتكارات المالية, دار النهضة العربية, دون طبعة, القاهرة, (1998).

78. سوهاس كتكار، ديليب راڻا، تحويل تدفقات المبالغ المستحقة القبض الآجلة لأوراق مالية "أداة مفيدة للدول النامية"، التمويل والتنمية، المجلد 38، العدد 1، مارس (2001).
79. الجميل سرمد كوكب، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، الحامد للنشر والتوزيع، دون طبعة، بغداد، (2001).
80. محمد علي حوات: العرب والعولمة، مكتبة مدبولي، دون طبعة، 2002.
81. قابل محمد صفوت، اتفاقية تحرير الخدمات المالية، المال والصناعة، بنك الكويت الصناعي، العدد 20، (2002).
82. الحسين حسن الشحادة، العمليات المصرفية الالكترونية " أعمال المؤتمر العلمي السنوي لكلية الحقوق بجامعة بيروت العربية"، منشورات الحلبي الحقوقية، ج1، ط1، بيروت، (2002).
83. السيد أحمد عبد الخال، البنوك والتجارة الالكترونية " أعمال المؤتمر العالمي السنوي لكلية الحقوق بجامعة بيروت العربية"، منشورات الحلبي الحقوقية، ج2، بيروت، (2002).
84. الزرري عبد النافع، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، ط1، عمان، (2001).
85. الشحات نظير رياض محمد، الإدارة المالية والعولمة، المكتبة العصرية، دون طبعة، المنصورة، (2001).
86. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، دون طبعة، الاسكندرية، (2002).
87. ضياء مجيد الموسمي، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، دون طبعة، الاسكندرية، (2003).
88. خرسیان باسم علي، العولمة والتحدي الثقافي، دار الفكر العربي، ط1، بيروت، (2001).
89. مالكوم نايت، الدول النامية والتي تمر بمرحلة انتقال تواجه العولمة المالية، التمويل والتنمية، المجلد 36، العدد 2، جوان (1999).
90. صندوق النقد الدولي، امكانيات النمو الطويل الأجل في بلدان التحول الاقتصادي، آفاق الاقتصاد العالمي، واشنطن، أكتوبر (1996).
91. صندوق النقد الدولي، تحديات الأسواق المالية والأداء الاقتصادي في الدول النامية، آفاق الاقتصاد العالمي، واشنطن، أكتوبر (1996).
92. اسماعيل دله و دنيا خطيخ، سوق السندات الناشئة في شرق آسيا، التمويل و التنمية، المجلد 33، العدد 1 مارس (1996).
93. عطون مروان: الأسواق النقدية والمالية "البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، ج2، الجزائر، 1993.

94. السيد البدوي عبد الحافظ, ادارة الأسواق والمؤسسات المالية " نظرة معاصرة "، دار الفكر العربي للنشر، دون طبعة، القاهرة، (1999).
95. O. Burkart, Virginie: crises de chômages dans les pays émergents, problèmes économiques, n°: 2664, 10 mai 2000.
96. السعدون حميد حمد, العولمة وقضاياها، دار وائل للطباعة والنشر، دون طبعة، عمان، (2000).
97. زلوم عبد الحي يحيى, نذر العولمة، دار الفارس للنشر و التوزيع، ط1، عمان، 1999.
98. غيلير موارتيز مارتينيز, ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا؟، التمويل والتنمية، المجلد35، العدد2، جوان (1998).
99. C. Senik-leygonie: une réglementation des mouvements de capitaux est-elle souhaitable?, Problèmes économiques, n°2634, 06 octobre 1999.
100. I. job : l'asie du sud est de nouveau menacée par la crise?, problèmes économiques, n°:2772, 14 Août 2000.
101. الهيثي نوزاد: مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث الاقتصادية، دون طبعة، طرابلس، (1988).
102. مغاوري شلبي: 2001-05-02، المصارف العربية... مهلك سر !
103. تقرير اتحاد المصارف العربية , سنة (2001).
104. السيسي صلاح الدين حسن, قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب، القاهرة، (2002).
105. شبكة النبا للمعلومات:دراسة مخصصة في دور الإصلاح المصرفي في الدول العربية،  
" www-ANA/ABAA.org "
106. التمار حميد, تنقصنا الاستثمارات العربية، الاقتصاد و الأعمال، جوان (2001).
107. المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي, مشروع تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الأول، (2003).
108. محمود عبد العظيم, الحكومة تدرس مشروعاً متكاملًا لدمج البنوك المصرية، الاقتصاد والأعمال، أوت (2001).
109. المصرفية, انطلاق البنك الأهلي الدولي، الاقتصاد والأعمال، أوت (2001).
110. رشيد حسن, المستثمر الدولي يمول دمج، " البركة بمزيج من أسهم و قروض"، الاقتصاد والأعمال، أكتوبر (2001).

111. لبنى سعيد: البنوك في حالة انتعاش أم في غرفة الانتعاش، " [www-islomonline.net](http://www-islomonline.net) "
112. الأمم المتحدة, استجابة العولمة " ربط أسواق الأوراق المالية من أجل تحقيق التكامل الاقليمي في منطقة الإسكوا ", اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، نيويورك، 2004.
113. صندوق النقد العربي, النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الأول، (2003).
114. المنذري سليمان, السوق العربية المشتركة في عصر العولمة، دون طبعة, مكتبة مدبولي،(1999).
115. السيبي صلاح الدين حسن, دراسات نظرية وتطبيقية، عالم الكتب، ط1، القاهرة، (2002).
116. اليافاوي أبوبكر, رئيس هيئة الأوراق المالية الأردنية، "الساكت", 41 % من الأسهم هي لغير الأردنيين"، الاقتصاد والأعمال، السنة 23، العدد 262، أكتوبر (2001).
117. صالح م نصولى ومنير راشد, تحرير حساب رأس المال في جنوبي البحر المتوسط، التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر (1998).
118. قدي عبد المجيد, المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، دون طبعة، الجزائر،(2003).