

إستراتيجية القطاع المالي العربي في مواجهة تحديات التحرير المالي

أ. العقريب كمال

lakribkamal@yahoo.fr

المركز الجامعي بخميس مليانة

الملخص :

في أي اقتصاد يعتبر القطاع المالي المحرك الرئيسي لتعزيز النمو الاقتصادي المتوازن و المستدام فتجاح الإصلاحات الكلية والهيكلية وقدرة الاقتصاد على التصدي للصدمات الخارجية غير المتوقعة مرتبطة بدرجة كبيرة بإصلاح القطاع المالي نظرا لمساهمته الكبيرة في رفع كفاءة الاقتصاد وتحقيق الاستقرار كما يعتبر وجود نظام مالي قادر على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الرئيسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار. وفي هذا الاطار شرعت العديد من الدول العربية في تحرير قطاعها المالية على اساس ان التحرير المالي يمكن ان يلعب دور مهم في دعم وتحفيز القطاع المالي من خلال البيئة التنافسية التي يخلقها ويرفع من كفاءة القطاع المالي على اعتبار ان القطاع المالي الكفاء والفعال يمثل بمكوناته وعناصره المختلفة، من أسواق ومؤسسات وأدوات القناة الأمثل لتعبئة المدخرات المحلية وحشدها في شكل ائتمانات وأدوات استثمارية ومن ثم توجيهها نحو القطاعات والأنشطة الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية ، كما يسمح للدول النامية ومنها العربية باجتذاب مصادر رؤوس الأموال غير المتوفرة محليا خاصة الدول العربية غير النفطية، ولكن في المقابل يفرض تحديات كبيرة على القطاع المالي خاصة مدى قدرة المؤسسات المالية والمصرفية العربية على منافسة المؤسسات المالية والمصرفية العالمية ذات الخبرة الطويلة التكنولوجية المتطورة بالاضافة الى تحدي الاضطرابات والازمات المالية، وهنا تبرز الحاجة الى استراتيجية لتحرير القطاع المالية تعمل على الاستفادة من الاثار الاجابية التي يخلقها التحرير المالي وتجنب الاثار السلبية ومواجهة التحديات التي يخلقها التحرير المالي .

مهيد:

معظم الدول العربية شرعت في العقود الأخيرة في تحرير قطاعها المالية في إطار الاندماج في الاقتصاد العالمي وفي ظل الاتجاه نحو عوامة النشاط المالي، على أساس أن التحرير المالي يزيد من كفاءة القطاع المالي ويساعد الدول النامية ومنها العربية في الحصول على التمويل اللازم لتمويل مشاريع التنمية المحلية والبنى التحتية، لكن في المقابل يفرض التحرير المالي تحديات كبيرة على القطاع المالي في الدول العربية خاصة في ما يتعلق بالاضطرابات المالية و الأزمات المالية ، حيث كان التحرير المالي احد العوامل الأساسية في حدوث وانتشار العديد من الأزمات المالية التي وقعت في الماضي ، كما يؤدي الى فتح المجال امام المؤسسات المالية والمصرفية العالمية لدخول اسواق المال العربية ، وبالتالي يفرض منافسة قوية على المؤسسات المالية والمصرفية العربية .

لذا سنحاول في هذا البحث التطرق إلى ماهية التحرير المالي والآثار الإيجابية التي يمكن ان يتركها على القطاع المالي العربي بالإضافة الى التحديات التي يفرضها على القطاع المالي العربي ،وماهية الاجراءات الواجب اتخاذها لتكيف القطاع المالي العربي مع هذه التحديات والمخاطر التي تنجم عنه خاصة في يتعلق بالاضطرابات المالية واحتمال حدوث أزمات مالية في الدول العربية .

1- مفهوم تحرير القطاع المالي

يعتبر التحرير المالي احد مكونات وصفة التحرير الاقتصادي و التي تركز على تقليل و إزالة القيود على التجارة الداخلية و الخارجية و توسيع نشاط القطاع الخاص و إطلاق حرية قوى العرض و الطلب في التسعير و جعل السوق المحلية أكثر تنافسية و تبسيط إجراءات التجارة و الاستثمار و الدفع إلى تبني معايير الجودة طبقاً للمواصفات العالمية¹ و تعد ظاهرة التحرير المالي من الظواهر الحديثة نسبياً² جاءت استجابة لظروف كثيرة أملت فيها متغيرات عقدي الستينات والسبعينات ،وساد الاعتقاد انه الحل الأمثل المطروح أمام تلك الظروف التي عملت على تعطيل عجلة تطور الاقتصاد العالمي ،ومع بداية عقد السبعينات توسعت المطالبة بالتحرر المالي سواء كانت صادرة من باحثين أو مؤسسات دولية واحتلت تلك الدراسات اهتمام واسع، إذ عدت إستراتيجية التحرير المالي وعملية رفع القيود أو الحد منها من ابرز عمليات إعادة هيكلة القطاع المالي والمصرفي والتي أضفت إلى زيادة حرية حركة رؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة

و يتمثل التحرير المالي في إعطاء استقلالية تامة للمؤسسات المالية و البنوك و ذلك من خلال إلغاء كل القيود و الضوابط و اعتماد آليات السوق (قانون العرض و الطلب) في تحديد معدلات الفائدة الدائنة و المدينة، مع التخلي عن سياسة تاثير الائتمان و خفض الاحتياطي الإلزامي ،و إلغاء الرقابة الإدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينه (القطاع الحكومي) أو تقديم قروض لبعض

القطاعات بأسعار فائدة تفاضلية مما يؤدي إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية و التأثير سلبي على النمو والاستثمار و الادخار ، و فتح المجال المصري أمام القطاع الخاص الوطني و الأجنبي .
ويقصد عموماً بالتحرير المالي: إلغاء القيود والضوابط المفروضة على حركة رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عملية ضمان الموارد المالية وتوزيعها وتخصيصها

2- إجراءات التحرير المالي

إجراءات التحرير المالي الخارجي فتمثل في تحرير المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال. ويمكن تلخيص التحرير المالي في المعادلة التالية:³

$$LF=1/3 LSFI +1/3 LMF + 1/3 LCC$$

فالتحرير المالي يضم ثلاثة جوانب أساسية:

أ- تحرير القطاع المالي المحلي: يشمل تحرير ثلاث متغيرات أساسية هي تحرير أسعار الفائدة عن طريق الحد من الرقابة المتمثلة في تحديد سقف عليا لأسعار الفائدة الدائنة و المدينة، و تركها تتحدد في السوق بالالتقاء بين عارضي الأموال و الطلب عليها للاستثمار، عن طريق الملاءمة بين الاستهلاك و الإنفاق الاستثماري، و بالتالي زيادة النمو الاقتصادي و لا يمكن أن يحدث هذا ما لم تثبت الأسعار عند حد معين، و تحرير الائتمان و هذا بالحد من الرقابة على توجيه الائتمان نحو قطاعات محددة، و كذا وضع سقف ائتمانية عليا على القروض الممنوحة لباقي القطاعات الأخرى، و ثانياً إلغاء الاحتياطات الإجبارية المغالى فيها على البنوك، و تحرير المنافسة البنكية بإلغاء و إزالة القيود و العراقيل التي تعيق إنشاء البنوك المحلية و الأجنبية حيث تدعم بحوث استندت الى مجموعة مختلفة من الاساليب بما في ذلك الدراسات القطرية فكرة انه كلما اتسع نطاق وجود البنوك الاجنبية في بلد ما تحسنت نوعية الخدمات المالية وزادت كفاءة الوساطة المالية ، و كذلك إلغاء كافة القيود المرتبطة باختصاص البنوك و المؤسسات المالية، إعطاء فرصة للبنوك لتحسين أدائها وتسييرها، خاصة في ظل المنافسة الشديدة، حيث تصبح قادرة على مواجهة طلبات المستثمرين، والعمل على جلب أكبر عدد من المدخرين، عندما يتحكم في أسعار الفائدة والعمولات.

ولا تقتصر عملية إعادة الهيكلة على القطاع المالي في الدول النامية كما قد يتبادر للذهن، فقد بدأت الدول الصناعية منذ أعوام عديدة اتخاذ سلسلة من الإجراءات المتعلقة بالتكيف مع المستجدات، وذلك يجعل القطاع المالي فيها أكثر مرونة وفعالية وأماناً وابتكاراً بما يكفل الحفاظ على تنافسيته.

ب- تحرير الأسواق المالية: يتم بواسطة إزالة القيود و العراقيل المفروضة ضد حيازة و امتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت و المؤسسات المحلية المسعرة في بورصة القيم المنقولة و الحد من إجبارية توطين رأس المال و أقساط الأرباح و الفوائد.

ج- يتضمن إزالة الحواجز و العقبات التي تمنع البنوك و المؤسسات المالية الأخرى من الاقتراض من الخارج، و العمل على الحد من الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على الصفقات المرتبطة بالحساب الجاري و حساب رأس المال، و تقليص الفجوة بين سعر الصرف الاسمي و الحقيقي و تحرير تدفقات رأس المال. و يشير قدر كبير من البحوث ان التدفقات المالية الدولية تعمل كعامل حفاز مهم بالنسبة لتنمية السوق المالية المحلية مثلما ينعكس في كل المقاييس المباشرة لحجم القطاع المصرفي و اسواق اسهم راس المال في المفاهيم الاوسع لتنمية الاسواق المالية بما في ذلك الاشراف و التنظيم.

و يشير خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص إلى قضيتين هامتين:

- الأولى:

انه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل، و تحرير الاستثمار الأجنبي المباشر، قبل تحرير استثمار المحافظ المالية أو الاستثمار غير المباشر.

- الثانية:

إن التحرير الشامل لمعاملات و تحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد و النظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، بل ربما احتاج الأمر إلى تقوية القواعد و النظم التحوطية المتعلقة بتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين

3- منهج تحرير القطاع المالي

يأخذ التحرير المالي عند تطبيقه في دول العالم شكلين هما: التحرير الجزئي والتحرير الكلي. ويقصد بالتحرير الجزئي قيام الدولة بإزالة بعض القيود على القطاع المالي، بينما تحتفظ بقيود على بعضها الأخر. وهذا الشكل من التحرير يحمي الدولة من الأزمات والتقلبات الاقتصادية العالمية، لكنه يجرمها في الوقت نفسه من المكاسب التي تنجم عن التحرير الكلي للقطاع المالي. وأما التحرير الكلي فيقصد به قيام الدولة بتحرير القطاع المالي من كافة القيود على كل من الائتمان المحلي، ومعدل الفائدة، وحساب راس المال. أما من حيث المنهج فقد اتبعت الدولة منهجين في عملية التحرير المالي الكلي هما:

3-1- منهج التحرير السريع:

أوصى المؤيدون الأوائل للتحرير المالي بالقيام بإزالة كافة القيود في وقت واحد، ولقد اتبع هذا المنهج في بعض الدول مثل الأرجنتين و الاورغواي والمملكة المتحدة ونيوزلندا في السبعينات، حيث قامت هذه الدولة بإزالة معظم القيود على القطاع المالي خلال فترة قصيرة. لكن هذه الطريقة لم تحقق

النجاح ذاته في تلك الدولة، ففي حين استطاعت المملكة المتحدة ونيوزيلندي الاستفادة من مكاسب التحرير بآت جهود الأرجنتين و الاورغواي بالفشل، حيث تبين انه كان يتعين عليها القيام بسياسات إصلاحية قبل تقرير تحرير القطاع المالي. لذلك ينصح باستخدام هذا المنهج في الدول ذات الأنظمة المالية القوية، والتي تمتلك أدوات رقابية صارمة، حيث تحقق لها مكاسب سريعة وفعالة، بينما يحميها نظامها المالي القوي من أية أزمات تنتج عن التحرير⁴.

3-2 - منهج التحرير التدريجي

تتبع معظم الدول المنهج التدريجي عند تطبيق سياسات التحرير المالي، وذلك على خلفية الأزمات المالية التي حدثت في بعض الدول التي تبنت منهج التحرير السريع. أن تجارب بلدان المخروط الجنوبي لأمريكا اللاتينية أشارت إلى انه كي يستطيع بلد ما تحقيق الاستمرار في قابلية حساب راس المال للتحويل، وتقليل المخاطر المالية المقترنة به، يتعين عليها انتهاج سياسات تنظيمية قبل تقرير انفتاح القطاع المالي. وعلى العكس من ذلك فان تدفقات رؤوس الأموال بغرض المضاربة تجعل من الصعب تحقيق الانفتاح لحساب راس المال. لذلك فان التدرج في عملية التحرير يساعد في كسب الوقت لإحداث تغيرات هيكلية في الأسواق المالية كي تستطيع العمل في المناخ الدولي⁵.

وهنا تجدر الإشارة إلى ظهور عدة وجهات نظر حول ترتيب التسلسل بين التحرير الخارجي، الذي يستلزم فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية، وبين التحرير الداخلي، الذي يشير إلى القيام بإصلاحات تسمح بحرية أكبر للأسواق المالية المحلية. ويعد التمييز بين التحرير الداخلي والخارجي، من القضايا الرئيسية الكامنة خلف جهود التحرير المالي. فالتحرير الخارجي يستلزم فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية وإزالة الحواجز أمام دخول البنوك الأجنبية .

ويمكن القول أن تحرير حساب راس المال يعد جوهر عملية التحرير الخارجي، أي ان إلغاء الحظر على المعاملات في حساب راس المال يتضمن: المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في سوق الأوراق المالية، وكذلك المتعلقة بالبنوك التجارية التي تشمل الودائع غير المقيمة والقروض الأجنبية . وأمام التحرير الداخلي فانه يشير إلى الإصلاحات المؤدية إلى أداء أكثر حرية للأسواق المالية المحلية، حيث يشمل إلغاء ضوابط الائتمان المحلية المتعلقة بوضع حصص للائتمان وإلغاء الحدود القصوى لمعدل الفائدة، بالإضافة إلى إلغاء الأساليب التمييزية، واشترطات راس المال التي تعرقل بشدة دخول المشاركين المحليين إلى السوق المحلي .

ويتوقع أن تؤدي عملية التحرير المالي الداخلي، إذا ما تمت بنجاح، إلى زيادة العمق المالي، بمعنى زيادة نسبة النقود بمعناها الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، وإلى تطور معدلات الفائدة الحقيقية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل الادخار المحلي، وإلى زيادة كفاءة تخصيص الائتمان وتنقسم وجهات نظر الاقتصاديين حول ترتيب تسلسل التحرير المالي إلى ثلاثة أقسام:

أولاً: وجهة النظر التقليدية التي تؤكد على أهمية تحقيق استقرار اقتصادي، وتطوير المؤسسات المالية المحلية قبل عملية التحرير، أو بمعنى آخر، القيام بالتحرير الداخلي أولاً.

ثانياً: وجهة النظر البديلة التي تفضل التحرير المبكر لحساب راس المال، والذي بدوره يمكن أن يكون عاملاً مساعداً لإصلاحات اقتصادية أوسع. أي التحرير الخارجي أولاً.

ثالثاً: وجهة نظر متوسطة، ترى أن التحرير يجب أن يكون جزءاً من أسلوب معالجة متزامنة مع حركة الإصلاح الاقتصادي.

4- الآثار الايجابية المحتملة لسياسات التحرير المالي على القطاع المالي العربي

تختلف الآثار الايجابية على القطاع المالي العربي باختلاف السياسات والالتزامات التي قامت بها كل دولة عربية، لكن يمكن أن نستعرض أهمها والتي تعدم نمو وتطور القطاع المالي في الدول العربية .

4-1 - زيادة كفاءة وفعالية الأسواق المالية العربية

من المتوقع أن تزداد كفاءة وفعالية أسواق راس المال العربية مستقبلاً، مع تدرج ظاهرة تحرير الخدمات المالية على المستوى العالمي وانفتاح الأسواق على بعضها البعض، مما يسمح بدخول المنافسة الأجنبية إلى الأسواق المحلية، وبالتالي تصبح حركة هذه الأسواق خاضعة للتفاعل الحر بين الطلب والعرض على الخدمات المالية فيتحدد السعر التوازني لهذه الخدمات دون تدخل حكومي قد يترتب عليه أن تصبح الأسعار مشوهة أو غير حقيقية وهو الأمر الذي يكفل جذب المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء⁶ مما يسمح بـ

4-1-1 - زيادة قدرة الأسواق المالية العربية على استقطاب الاستثمارات الأجنبية

تسعى معظم الدول العربية إلى تعميق أسواق المال العربية بهدف حشد المواد المالية العربية طويلة الأجل، وجذب رؤوس الأموال العربية المهاجرة التي تبحث حالياً عن بيئة استثمارية جاذبة وأكثر أمناً علاوة على تشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية و استقطاب تلك التدفقات إلى الأسواق المالية المحلية⁷، وذلك من خلال تحرير الأسواق المالية وإنهاء القيود المفروضة على تدفقات الاستثمارات الأجنبية، وتعتقد الدول العربية أن عملية تحرير الأسواق المالية تؤدي بشكل عام إلى زيادة حجم الاستثمارات في الدولة وتوسيع قاعدة المستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة السيولة وتوفير المزيد من رؤوس الأموال للمؤسسات المحلية .

إضافة إلى ذلك فإن دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق المحلية ومتابعة ما يجري في تلك الأسواق بتفحص وتدقيق، يرفع من مستوى الإفصاح والشفافية، ويعزز من ممارسات الحكم الرشيد في الشركات المدرجة في السوق، وبالتالي يتوقع أن يؤدي تحرير الأسواق المالية إلى زيادة كفاءة وعمق الأسواق المالية في تلك الدول ويؤدي إلى تحسين الإفصاح وتعزيز بيئة المعلومات.

4-1-2- تنمية القدرة على الدخول إلى أسواق التمويل الدولي وتمتين القواعد الرأسمالية

ستكون المؤسسات المالية العربية في وضع أكثر ملائمة لدخولها إلى أسواق التمويل الدولي والحصول على مصادر تمويل بشروط مناسبة لحالة المنافسة الشديدة في تلك الأسواق، والتي غالباً ما تؤدي إلى انخفاض في أسعار الفائدة على الاقتراض، وبهذا ستمكن المؤسسات العربية من طرح جزء من أسهمها وسنداتهما للاكتتاب العام أو الخاص، ومن ثم تجميع حجم لا بأس به من الأموال يساهم في تدعيم وزيادة قدراتها الرأسمالية ورفع معدلات ملائمتها المالية لتناسب والمعايير الدولية⁸

4-2- توسيع حجم السوق وزيادة درجة سيولته

سياسات التحرير المالي تسمح بدخول المستثمرين الأجانب لسوق راس المال و المشاركة فيه إن هذه المشاركة الأجنبية في سوق الأسهم المحلية سوف تساهم في تحسين المشاركة في المخاطر وتوزيع أفضل لهذه المخاطر الأمر الذي يؤدي إلى خفض تكلفة السهم، وبالإضافة إلى ذلك فإن ارتفاع السيولة في سوق الأسهم سوف يخفف المخاطر وفي النهاية يؤدي إلى انخفاض تكلفة راس المال والى زيادة الاستثمارات الخاصة مما يعكس بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي، كما يؤدي التحسن في توزيع المخاطر بين المستثمرين وارتفاع السيولة في الأسواق والى توزيع رؤوس الأموال بشكل أكثر كفاءة وهذا له اثر ايجابي مباشر على الإنتاجية والنمو⁹

4-3- تحسين كفاءة البنوك العربية

إن فتح المجال أمام البنوك الأجنبية بممارسة نشاطها في أسواق المالية العربية لا يعني بالضرورة غزو الأجانب لهذه السوق والإضرار بها، لان البنوك الوطنية في مجال تقديم الخدمات المالية والمصرفية تتمتع عادة بميزة نسبية مهمة وهي معرفتها الجيدة للسوق واحتياجاته واهم الخدمات التي يطلبها الزبائن، كما لديها القدرة على تشغيل العمالة بأجور منخفضة مما يجعلها قادة إذ استغلت هذه الميزة بمنافسة البنوك الأجنبية، كما أن هذا الاتجاه (فتح المجال أمام المنافسة الأجنبية) سوف يدفع البنوك العربية إلى تحديث عملها تماشياً مع متغيرات ومتطلبات إرساء نظام مصرفي يتمتع بكفاءة من حيث التخصيص الأمثل للموارد وانخفاض الأسعار والمهنية المالية لأنها على قدر واسع من الأهمية للمستثمر والمستهلك على حد سواء¹⁰.

4-4-: التحول نحو تقديم الخدمات المالية الشاملة و نقل التكنولوجيا المصرفية والمالية

إلى الدول العربية

يوفر الانفتاح على العالم الخارجي، وتحديدًا على أسواق المال العالمية، للمؤسسات المالية العربية الفرص لامتلاك قدرة أكبر على مواكبة ظاهرة الأعمال المالية الشاملة خاصة نشاطات الصيرفة والوساطة المالية والاستثمارية.¹¹

وهذا يتيح للدول العربية مواكبة التطورات العالمية في هذا المجال، والتي تخضع كل يوم إلى مزيد من التقدم الفني والتكنولوجي في تسهيل تقديم الخدمات المالية والمصرفية ونجد هذا واضحًا في نصوص الاتفاقية حيث تعني بالدول النامية ومنها الدول العربية بنص خاص وهو زيادة مشاركة البلاد النامية في التجارة الدولية للخدمات ومساعدة الدول المتقدمة لها، مع إمكانية حصولها على التكنولوجيا على أسس تجارية وزيادة فرص وصول الدول النامية إلى قنوات التوزيع وشبكات المعلومات.¹²

كما تؤدي سياسة التحرير المالي تؤدي إلى زيادة فرص نفاذ الخدمات المالية والمصرفية العربية إلى أسواق البلدان المتقدمة وتأسيس فروع لها بالخارج نتيجة إلغاء القيود والعراقيل في وجه تحركات المؤسسات المالية والتدفقات الرأسمالية وهو من شأنه أن يعزز التواجد المالي العربي في الخارج¹³

خامسًا: توسيع السوق المصرفية

إن اتساع السوق المصرفية نتيجة لتحرير الخدمات المصرفية يمكن أن يؤدي إلى تعاظم الاستفادة من اقتصاديات الحجم من خلال تزايد عمليات الدمج المصرفي وكذلك تعميق المنافسة من عمليات الخصخصة حسب المميزات التي يمكن أن تنتج منها، ويؤدي ذلك إلى تخفيض تكاليف الخدمات المصرفية كلما اشتدت درجات المنافسة والاندماج المصرفي.

كما أن المنافسة تدفع البنوك إلى تخفيض الإنفاق وتحسين الإدارة وزيادة كفاءة تقديم الخدمات المصرفية وتخفيض العمولات وتخفيض فروق أسعار الفائدة ما بين القروض والودائع.¹⁴

5- تحديات التحرير المالي على القطاع المالي العربي

يمكن أن يكون لسياسات التحرير المالي في البلدان العربية مجموعة من التحديات والآثار التي تنعكس سلبًا على القطاع المالي أهمها

5-1- المنافسة غير المتكافئة بين المؤسسات المالية العربية والأجنبية

هذا التحرير سيؤدي إلى خلق نوع من المنافسة غير المتكافئة بين البنوك في البلدان العربية مع البنوك الأجنبية، حيث أن البنوك العربية مازالت غير مهيأة لمواجهة هذه المناقشة، ويرجع السبب في ذلك إلى انخفاض رؤوس أموالها وتواضع خدماتها مقارنة بالخدمات التي تقدمها البنوك الأجنبية خاصة وان

الاتفاقيات قد أعطت الفرصة لهذه البنوك الأخيرة في التواجد التجاري لها ولفروعها ومكاتب التمثيل التابعة لها في تقديم كافة الخدمات المالية والمصرفية¹⁵

5-2- التأثير على السياسات الاقتصادية للدول العربية

انه ووفقا لاعتبارات المصلحة العامة فان تواجد البنوك الأجنبية في الدولة النامية و منها العربية سوف يهيئ لها إمكانية تحريك الأموال والمدخرات الوطنية وفقا لمصلحتها، ولا يصل الأمر إلى هذا الحد فقط، بل يتعدى إلى خروج النقد الأجنبي المتاح في الدول العربية إلى الدولة الأم لهذه البنوك، ثم تقوم بعد ذلك باستخدامه في أشكال أخرى غير تمويل الاستثمار، مما يؤدي إلى الإضرار بالمصلحة العامة للدولة كما أن سياسات التحرير المالي، وإتاحة الفرصة للبنوك الأجنبية لتقديم خدماتها في السوق المحلية قد يؤدي إلى خسائر تنشأ نتيجة تأثير سياسات البنوك الأجنبية على السياسات الداخلية بالدولة، بل يؤثر على السياسات التنموية في ظل المنافسة الضارة، مما يؤثر على بعض السياسات الاقتصادية نتيجة ومن أمثلة على هذه السياسات السياسة النقدية، وتخفيض الائتمان وسياسة الرقابة على النقد الأجنبي ويصل الأمر في نهاية المطاف إلى عرقلة نمو الصناعات الوطنية الوليدة والتي تقوم بدعمها البنوك الوطنية¹⁶

5-3- هروب رؤوس الأموال العربية إلى الخارج

بالرغم من عدم وجود أرقام دقيقة ومحددة لحجم الأموال العربية المهاجرة للخارج فإن معظم الدراسات التقديرية تقدر حجم هذه الأموال بما يتراوح ما بين 800 إلى 2400 مليار دولار وهي مملوكة لحكومات ومستثمرين وأفراد من البلدان العربية، يتركز معظمها في الولايات المتحدة الأمريكية والباقي يتوزع ما بين الدول الأوروبية والآسيوية وتقدر إحدى الدراسات الأصول الأجنبية المملوكة لدى القطاع العربي الخاص في الخارج بـ 850 إلى 900 مليار دولار يتركز منها حوالي 43% من قطاع المصارف والبورصات الأمريكية والأوروبية والآسيوية وقد أصيبت هذه الأموال بخسائر كبيرة نتيجة للأزمات الاقتصادية التي عصفت بهذه البورصات خلال السنوات الماضية

وسهل هروب هذه الأموال هو سماح دول الخليج العربي بخروج رؤوس الأموال بشكل حر، أما في الدول العربية الأخرى والتي تضع قيودا على حركة رؤوس الأموال فقد تدفقت عشرات المليارات إلى خارجها بطرق التحايل على القانون والتهريب

أما بالنسبة لتوزيع استثمارات الأموال العربية بالخارج قطاعياً ومكانياً فإن أغلب هذه الاستثمارات تتجه نحو المحافظ الاستثمارية المدارة من قبل البنوك الأمريكية، والمشكلة في وسائل الدفع والأوراق المالية والأسهم، التي لا تعطي حاملها حق الإدارة، كما يتجه البعض منها إلى مجال الودائع المصرفية في البنوك أو شراء أوراق الشركات وحصص الملكية، في حين تتجه بعض الاستثمارات الخاصة نحو الملكية العقارية

5-4- إمكانية التعرض لآزمات مالية مفاجئة

في ظل تحرير بعض الدول العربية حساب راس المال والسماح لرؤوس الأموال الأجنبية بالتدفق إلى الداخل والخارج عبر حدودها الوطنية تتنامى احتمالات تعرض أسواق راس المال القائمة فيها إلى أزمات مالية مفاجئة وتبدو خطورة هذه التدفقات إذا علمنا أن معظمها يتم استثماره في أصول قصيرة الأجل بمدف تحقيق عوائد أكبر، وهو الأمر الذي ينطوي على مخاطر عديدة يترتب عليها حدوث أزمات مالية عارمة تهدد استقرار الاقتصاد برمته.¹⁷

5-5- إمكانية وسهولة انتقال عدوى الأزمات المالية إلى القطاع المالي العربي :

تؤدي سياسات التحرير المالي إلى انفتاح القطاع المالي العربي على أسواق راس المال الأجنبية وتحرير حركة رؤوس الأموال وهو ما يسمح بمد قنوات بين القطاع المالي العربي والقطاع المالي الخارجي والتي من خلالها يمكن انتقال عدوى الأزمات من الأسواق المالية العالمية إلى القطاع المالي العربي إذ لم تتخذ إجراءات تحول دون انتقال هذه الأزمات وهذا ما حدث لبعض أسواق راس المال الآسيوية فرغم أن مؤشراتها الاقتصادية كانت إيجابية ولا تدل على قرب حدوث أزمة مالية لكن ارتباط قطاعها المالي مع باقي أسواق راس المال الآسيوية التي حدثت فيها الأزمة المالية، سمح بانتقال عدوى هذه الأزمات إليها، وهذا يعني أن عدوى الأزمات إحدى أهم التحديات التي ستواجه سياسات التحرير المالي في الدول العربية.¹⁸

6- التدابير الواجب اتخاذها لتكثيف القطاع المالي العربي مع تحديات التحرير المالي

6-1- سياسات تجنب الأزمات المالية في القطاع المالي العربي

دفعت الأزمات المتلاحقة خلال العقد الأخير من القرن الماضي راسمي السياسة الاقتصادية والمالية ومؤسسات التقييم الدولية إلى اخذ العديد من القضايا الهامة بعين الاعتبار، حتى تتمكن الأسواق المالية الناشئة من الاندماج في النظام المالي العالمي بطريقة آمنة وقد آو ضحت العديد من الدراسات والتقارير الدولية الحديثة مجموعة من الأساليب المقترحة التي يمكن لراسمي السياسات الاقتصادية المحلية أن تتبعها لتحوط ضد الأزمات المالية :

6-1-1- فرض بعض القيود الاستثنائية على التدفقات قصيرة الأجل

تتضمن هذه الإجراءات مجموعة من الأساليب تهدف إلى تقييد أنواع معينة من التدفقات عن طريق فرض قيود على حركة رؤوس الأموال سواء في حالة دخولها أو خروجها أهمها :

6-1-1-1- فرض ضريبة على تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل :

أول من اقترح ضريبة عالمية على تحركات الأموال العالمية كان البروفيسور جايمس طوبن في عام 1972، لذا سميت باسمه، واقترح طوبن اعتماد هذه الضريبة كطريقة للحد من عمليات المضاربة في صفقات العملات الأجنبية قصيرة الأجل، لتخفيض حجم الهزات الناتجة عن التحركات النقدية

الضخمة، فعرضت هذه الفكرة من اجل السيطرة على تقلب أسواق العملات العالمية ومن اجل الحفاظ على بعض من الاستقلالية في سياسات العملة الوطنية .

اقترح طوبن ضريبة ب 0,25% على العمليات النقدية، وفقاً للاقتراح، ستعمل الضريبة على إبطاء حركة تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل والتي تتسم بالمضاربة، لأنها ستدفع ضريبة في كل مرة تعبر فيها الحدود بينما سيكون لها تأثيرات هامشية فقط على تدفق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وبما أن كثير من العمليات يفرض عليها رسوم ضريبية بطريقة أو أخرى، فإن غياب ضريبة فورية على عمليات العملة الأجنبية، يعمل كحافز قوي للمضاربين، ليعملوا في هذه السوق بدلا من أسواق أخرى، وهكذا، فإن كلفة ضريبة طوبن ستكون زهيدة على الاستثمارات الطويلة الامد، ولن تؤثر على عمليات الاستثمار الحقيقية.¹⁹

6-1-1-2- فرض قيود على خروج رؤوس الأموال : نظرا لان فرض قيود دائمة في ظل عدم

وجود أسس اقتصادية صحيحة يؤدي إلى آثار سلبية اشارت بعض الدراسات إلى فاعلية فرض قيود مؤقتة ونوعية على خروج رؤوس الأموال قصيرة الأجل وشديدة التقلب يؤدي إلى حماية الاقتصاد من صدمات مالية مفاجئة .

وقد انتشر هذا الأسلوب بصفة خاصة بعد نجاح التجريبية الماليزية والتي لجأت إلى فرض قيود على خروج أحجام كبيرة من رؤوس الأموال سواء كان ذلك بواسطة المقيمين أو غير المقيمين، كما فرضت مدة حياة للأوراق المالية لا تقل عن 12 شهر قبل أن يتم خروج راس المال المستثمر فيها، وأوجبت على مواطنيها الحصول على موافقة مسبقة قبل أن يقوموا بأي شكل من أشكال الاستثمار في الخارج .

وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى لجوء ماليزيا إلى هذا الأسلوب قد ساعدها على التغلب على تداعيات الأزمة المالية في عام 1997، والتعافي من آثارها أسرع من غيرها من الدول التي مستها الأزمة مثل اندونيسيا وتايلاند اللتان طبقتا برنامج صندوق النقد الدولي إضافة إلى أن تطبيق هذا الأسلوب لم يسفر عن نتائج سلبية على حجم التدفقات طويلة الأجل، فقد استمرت تدفقات رؤوس الأموال في شكل استثمار أجنبي مباشر إلى ماليزيا وينسب أكبر من تلك التي حظيت بها كل من كوريا وتايلاند.²⁰

6-1-2- توفير سبل سريعة للحصول على السيولة في حالة الأزمات المالية المفاجئة :

تتضمن الأساليب التي تهدف إلى توفير سبل سريعة للحصول على السيولة في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال ومن أهمها :

6-1-2-1- توفير احتياطات تكفي لتغطية الدين قصير الأجل :

إن الرؤية التقليدية لتحديد مدى كفاية الاحتياطات الدولية لم تكن مناسبة في ظل تحرير عمليات حساب راس المال والتجارة في الأصول غير السلعية والخدمية، حيث أكدت العديد من الدراسات

الحديثة على أن الاحتياطي الدولي يجب ألا يقل عن المبلغ الذي يساوي راس المال الأجنبي المتدفق إلى الداخل والذي يمكن أن ينكمش نتيجة خروجه خلال عام (الدين قصير الأجل) وقد أشارت تلك الدراسات إلى أن المستوى الأمثل للاحتياطي يختلف باختلاف عوامل متعددة منها :

أ- نسبة العجز في الحساب الجاري: فكلما زادت نسبة العجز، فإن الاحتياطي المطلوب يصل إلى مستويات تفوق حجم الدين قصير الأجل بكثير

ب- نظام سعر الصرف: إن نظام سعر الصرف الثابت يتطلب مستوى أعلى من الاحتياطي عما يتطلبه نظام سعر الصرف المرن .

ج- مستوى السيولة المحلية: لا بد أن يؤخذ مستوى السيولة المحلية في الاعتبار، وأن يتم ربطه بالاحتياطي الدولي في حالة تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج .

6-1-2-2-1-2-1-6 خطوط ائتمان للطوارئ: يعد هذا الأسلوب من أهم الأساليب التي تحد من تكلفة احتفاظ الدول باحتياطي مرتفع، ويتمثل ذلك باتفاق بين دولة ما والمقرضين الدوليين يتعهد بموجب المقرض الدولي بأن يقرض الدولة صاحبة الاتفاق (أو أي مقترضين محددين وليكن بنوك داخل الدولة) مبلغا يتفق عليه مسبقا في حالة حدوث ظروف طارئة، على أن يكون التعاقد بسعر فائدة اقل من سعر الفائدة على السندات السيادية في ذلك الوقت كما يتعهد صاحب الحق في الإقراض بدفع رسوم محددة نتيجة حق الاقتراض في الظروف الطارئة، وهي اقل من 1% من المبلغ المتفق عليه، وتمثل مزايا هذا الأسلوب في ما يلي

- إن تكلفة استخدام هذا الأسلوب تعد اقل من تكلفة الاحتفاظ باحتياطات دولية كبيرة
- يمكن هذا الأسلوب الدولة من الحصول على قروض بسعر فائدة منخفض جدا مقارنة بذلك الذي كان يمكن أن تقترض به أثناء الأزمة

6-2 سياسات معالجة عدم استقرار القطاع المالي هناك أيضا الحاجة لتبني سياسات تعني بمعالجة المشكلات الخاصة التي يكون القطاع المالي عرضة لها، وتشمل هذه المشكلات الأزمات المصرفية وفقاعات أسواق الأصول .

إن الأصول المصرفية غير سائلة لكونها تتطلب معلومات كثيفة، ويبدو أن السوق الثانوية للأصول المصرفية معدومة، وفي الوقت ذاته تصدر المصارف خصومات شديدة السيولة ، لذلك فهي مؤسسات غير سائلة في الأساس، مما يجعلها عرضة لازمات السيولة(الثقة) التي تحقق ذاتيا في واقع الأمر، ويؤثر تعطل الائتمان المصرفي في إطار الأزمة على الاقتصاد الحقيقي من خلال قنوات متعددة، وقد سعت الحكومات إلى تجنب حدوث الأزمات المصرفية من خلال استحداث شبكات أمان مالية متعددة مثل

إنشاء المقرض الأخير أو إنشاء نظام لضمان الودائع، وتعني وظيفة المقرض الأخير بحماية المصارف فرادى من خطر السيولة بينما يوفر ضمان الودائع حماية نظامية ضد أزمات السيولة.²¹

أما الفقاعات في أسعار الأصول فتقع عندما تندفع نحو الارتفاع بمجرد فعل التوقع بما أن أسعارها ستكون أعلى في المستقبل، وبإمكان الفقاعات أن تحدث في أسواق الأصول التي ليس لها آجال ولا قيمة اسمية عند الاستحقاق، وهي تميل إلى الحدوث إذا في البورصات والأسواق العقارية وليس في أسواق السندات حيث أن المواصفات المذكورة تنطبق على الأسهم والعقارات، فقيمة السهم تعتمد على القيمة الحالية المتوقعة لأرباح زائد القيمة الحالية لسعره المتوقع في تاريخ بيعه، ويفسح هذا المكون الأخير المجال أمام التوقعات ذات التحقق الذي بإمكانها تحديد التأثيرات المحسنة لكفاءة أسواق الأسهم، كما رأينا سابقا، وذلك نظرا لتسببها في انحراف قيمة السهم عن محدداته الأساسية، وعندما تمثل الأسهم جزءا هاما من ثروة الأسر في إمكان فقاعات البورصات وانحيارها التأثير بشكل كبير على الاقتصاد الحقيقي

6-3-3- تطوير وتقوية أسواق راس المال العربية

الأسواق المالية هي وسيلة رئيسية يمكن من خلالها تحويل فوائض الأموال العربية إلى استثمارات حقيقية ملموسة، فمن جهة توسع التنمية الاقتصادية المتكاملة من الطاقة الاستيعابية للعالم العربي وتخلق متطلبات حقيقية متزايدة للتمويل، ومن جهة أخرى تساعد على نمو الأسواق المالية ويهيئ لها الفرصة لتمويل هذه الاحتياجات، لكن قيمها بهذا الدور يتوقف على مدى تنشيط وتطوير هذه الأسواق من خلال ما يلي

6-3-3-1- ضرورة مراجعة الأطر القانونية والتنظيمية للمعاملات المالية :

رغم التطور الذي عرفته الأسواق المالية العربية في مجال إصلاح الأطر القانونية والتنظيمية للمعاملات المالية في السنوات الأخيرة لكنها ما تزال بحاجة للمراجعة، بما في ذلك اتخاذ الخطوات التي تهدف إلى التأكد من أن الإجراءات لن تقف عائقا أمام تطور سوق راس المال، ومثل هذه الضوابط والإجراءات لا بد أن توفر أساسا سليما لمؤسسات وممارسات قانونية مع الاحتفاظ بدرجة من المرونة التي من شأنها السماح باتخاذ إجراءات معينة كتحويل الشركات الخاصة ذات الأداء الجيد إلى شركات مساهمة عامة، وتأسيس صناديق استثمار متنوعة.²²

6-3-3-2- تطوير حجم أسواق الأوراق المالية :

أحد سمات الأسواق المالية العربية هو صغر حجمها مقارنة بالأسواق المالية للدول المتطورة أو أسواق راس المال الآسيوية الناشئة، سواء من حيث حجم الأوراق المالية المتداولة، أو من حيث الطلب على الأدوات والأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق وتتطلب عملية تطوير حجم السوق تحفيز الطلب على

الأوراق المالية المعروضة في أسواق راس المال هذا جهة ومن جهة أخرى تنشيط العرض أي زيادة حجم العرض من الأوراق المالية نوعا وكما .

ويمكن تحفيز الطلب على الأوراق المالية من خلال:

6-3-2-1- تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين : سواء كانوا محليين أم أجنبين في السوق يساعد على حمايته من التقلبات الشديدة، وبصفة خاصة في حالة فتح الأسواق للتعامل الأجنبي مباشرة في البورصات، حيث أنها تزيد من عمق وسيولة السوق وتخفف من حساسيته لتعاملات الأفراد، كما يمكن أن تكون بمثابة قوة تعمل على موازنة التقلبات التي قد تترتب على تحركات استثمارات الأجنبين في حالات البيع الجماعية نظرا لكونها تقوم باستثمار مبالغ كبيرة في الأوراق المالية طويلة الأجل تستطيع من خلالها أن تعيد للسوق توازنه، وتحد من استقراره، هذا بالإضافة إلا أن تنمية هذه المؤسسات مثل صناديق الاستثمار، شركات التامين صناديق المعاشات، تساعد المدخر المحلي على الاستثمار بتخفيض تكلفة التعامل وتنوع المحفظة وإدارتها من خلال مختصين، مما يؤدي إلى التغلب على مشكلة عدم التوافق المعلومات التي يوجهها الأفراد.²³

ويمكن أن تتم عملية تدعيم نشاط المستثمرين المؤسسين من خلال تنشيط حركة اسواق المال من خلال إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة :

عادة لا ينصح المستثمر الذي يملك مدخرات محدودة، بان لا يستثمرها في اوراق مالية، نظرا لعدم كفاية تلك المدخرات لبناء تشكله من الاوراق المالية، يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته، فوفقا لأساسيات الفكر في مجال الاستثمار، لا ينبغي على المستثمر ان يوجه مدخراته لشراء ورقة مالية واحدة (الاسهم او السندات التي تصدرها منشأة معينة) بل عليه ان يشتري مجموعة من الاوراق المالية لكي يتحقق له التنوع الذي يوفر له الحماية المناسبة ضد تقلب القيمة السوقية هذا التنوع قد يصعب على صغار المستثمرين تحقيقه، ولا يعتبر صغر حجم المدخرات السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الاستثمار المباشر في الاوراق المالية، فهناك من يتوفر لديه المال ولكن تنقصه الخبرة اللازمة والمعرفة اللازمة لإدارة محفظة الاوراق المالية ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين انشئت صناديق استثمار تتولى نيابة عنهم بناء وإدارة تشكيلات من الاوراق المالية.²⁴

لذلك تبدو الحاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم في تنشيط حركة اسواق راس المال في الدول العربية التي اتجهت نحو انشاء وتطوير اسواق لراس المال، وهنا يبرز الدور المتميز الذي يمكن ان تلعبه شركات الاستثمار (صناديق الاستثمار)، من خلال ما تقدمه من ادوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحليين في تلك البلدان

6-3-2-2- زيادة عائد الاستثمار في الأوراق المالية وتخفيض تكلفة الاستثمار فيها:

ويمكن أن يتم ذلك من خلال النظر في تخفيض سعر الفائدة في إطار نظرة شاملة لعناصر السياسة النقدية وأدواتها، وإعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين المؤسسين، فمثلاً يمكن أن يعفى جزء من الدخل الخاضع للضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية بشرط أن يبقى مستثمراً في الأوراق المالية لمدة معينة.²⁵

وفي هذا الإطار تتوجه العديد من الدول العربية نحو إدخال تعديلات واسعة على أنظمة الضريبة المتبعة، بهدف خلق حوافز لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية، من ناحية أخرى. وعملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.²⁶

6-3-2-3-3- نشر تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد: إن تكوين الشركات أو طرح أسهم أو سندات لا بد أن يصاحبه إعلام مناسب حتى يحظى كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله، و لجذب صغار المدخرين من خلال حملات التوعية والإعلام أو من خلال إعداد برامج متخصصة في الثقافة الاقتصادية والمالية سواء في وسائل الإعلام المسموعة والمرئية والمكتوبة، وإنشاء صحافة مالية متخصصة في شؤون الاستثمار والمال كما هو موجود في الدول المتقدمة²⁷

6-3-2-4- تنشيط جانب العرض في الأسواق المالية العربية :

عادة يميل المستثمرون في الأوراق المالية إلى تنوع محافظهم المالية بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وفي نفس الوقت تجنب تحمل مخاطر عالية أي تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة لكن قدرة المستثمر على تحقيق هذا التنوع يتوقف على مدى توفر الأدوات الاستثمارية المختلفة في سوق راس المال بما يحقق الهدف ويرضي رغبات كافة المستثمرين من الأفراد والمؤسسات فبعض المستثمرين يميلون إلى الاستثمار في الأدوات المالية ذات العائد المالي الكبير والتي تتميز بارتفاع درجة المخاطرة مثل الأسهم بمختلف أنواعها في حين هناك مستثمرين آخرين لا يميلون إلى الاستثمار في الأدوات عالية المخاطرة ويفضلون الاستثمار في أدوات مالية ضعيفة المخاطرة مثل السندات بمختلف أنواعها ولكي يتحقق هذا التنوع بالنسبة للمستثمر بما يخفف من درجة المخاطرة لابد أن يتم تنشيط جانب العرض في سوق الأوراق المالية سواء من حيث التنوع في الأدوات الاستثمارية وكمية الأدوات الاستثمارية ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال ما يلي

1- تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم : تنمية سوق الأسهم يتطلب زيادة الإصدارات الجديدة للأسهم من خلال زيادة الشركات المدرجة في السوق وهذا يتطلب القيام بمجموعة من الإجراءات منها.

ب - خصوصية الشركات العمومية عن طريق السوق المالي :إن القيام بتحويل جانب كبير من ممتلكات القطاع العام من الأسهم إلى القطاع الخاص (خصوصية الشركات العمومية) يعتبر عملية في غاية الأهمية في المدى المتوسط ،لان من شأنه ذلك أن يتيح أصولا جديدة للتداول في السوق.²⁸

ج-اتخاذ إجراءات تشجيعية لدخول مؤسسات جديدة من مختلف القطاعات إلى السوق المالي: مثل تقديم تحفيزات ضريبية للمؤسسات التي دخلت السوق المالي وإنشاء صناديق الاستثمار المختلفة كما ذكرنا سابقا ملها من أهمية في استقطاب صغر المدخرين وضمان نجاح الإصدارات الجديدة للأسهم من طرف المؤسسات المختلفة .

-السماح للمؤسسات الأجنبية بدخول الأسواق المالية العربية وطرح أسهمها للتداول في أسواق راس المال العربي مع اخذ الاحتياطات الواجبة لحماية الادخار الوطني.

د- تنمية سوق السندات في أسواق راس المال العربية :

تميز سوق المال العربية بضعف حجم السندات مقارنة بحجم الأسهم ،وهو احد العوامل التي تعيق تطور سوق راس المال ،كما أنها تمثل إحدى الأدوات الهامة في تمويل المؤسسات ومختلف الهيئات وتتيح عائد ثابت بالنسبة للمستثمرين ، ويمكن تطوير وتنمية هذه السوق من خلال

- الابتعاد عن تسقيف أو تحديد سعر الفائدة إداريا بل ترك الأمر إلى قوى السوق لتحديد سعر الفائدة أي العرض والطلب واستعمال الأدوات الغير المباشرة لتأثير على الائتمان مثل عمليات السوق المفتوحة ،وهذه الأدوات تساعد في تنشيط سوق راس المال.

- تحويل الدين قصير الأجل إلى سندات خزانة ذات آجال متنوعة تطرح بمزاد ،وكذلك زيادة النسبة المقيدة من إجمالي السندات في السوق لزيادة نسبة التداول من إجمالي السندات المصدرة ، مما يساعد راسمي السياسة النقدية في التحكم في المعروض النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة .

- تمويل احتياجات الخزينة العامة للدولة عن طريق السندات المختلفة مما يوفر التمويل اللازم للحكومة من جهة ويسهم في تنشيط سوق السندات .

هـ-الابداعات المالية (الابتكار المالي) وتنمية سوق الأدوات المالية الحديثة

لقد قامت البنوك و المؤسسات المالية في النصف الثاني من التسعينات بتطوير عدد وافر من الابتكارات المالية و ذلك لمقابلة احتياجات و رغبات العملاء دائمة التغير سواء في مجال الاعمال المصرفية بالتجزئة او الاعمال المصرفية للمؤسسات و قد تميزت اهم مظاهر نمو تلك الابتكارات في الاسواق المالية فيما يلي :

* النمو في استخدام التمويل ذو الحساسية لسعر الفائدة حيث بدأت البنوك في الحصول على الكثير من مواردها المالية من خلال اسواق النقد الدولية هذا من ناحية ، و من ناحية اخرى بدأ العملاء

المودعون يبحثون على عوائد أفضل لودائعهم من خلال ايداعها لدى المؤسسات المالية التي تقدم خدمات ادارة النقد (صناديق الاستثمار).

* الزيادة في قيمة ادوات الدين ذات الفائدة المتغيرة او المعومة و تقصير الاجال ، فقد بدأت معظم البنوك في الاقراض بمعدلات فائدة متغيرة و يعتبر هذا الوضع مستقرا منذ عدة سنوات في المملكة المتحدة ، بينما نجد ان مؤسسات الادخار في الولايات المتحدة قد عانت من مصاعب كثيرة نتيجة الاقراض باسعار فائدة ثابتة

* نمو الاسواق المالية و كذا الادوات المالية القابلة للتسويق خلال النصف الثاني من التسعينات توسعا في احجامها و زيادة كفاءتها ، فضلا عن ذلك فقد تم تطوير الاسواق التي تتعامل في الادوات المالية الجديدة مثل الخيارات و المبادلات و العقود المستقبلية ؛ و الجدير بالذكر ان العديد من تلك الابتكارات تعرف عادة بينود خارج الميزانية .29

والعمل على تنمية سوق الأدوات المالية الحديثة

مثل **السندات المستحدثة**: استحدثت أنواع جديدة من السندات لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية بصورة أو بأخرى، فثمة سندات لا تحمل كوبون (السندات الصفرية) وأخرى ذات معدل فائدة متحرك وسندات الدخل(لا يحق لصاحبها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباح ، وسندات المشاركة (يحق للمستثمر الحصول على الفوائد وجزء من أرباح المؤسسة.³⁰ وهناك أنواع أخرى مثل السندات المهجنة (السندات القابلة لتحويل إلى أسهم) ، هذا النوع من السندات يوفر ميزات أخرى غير موجودة في السندات التقليدية كما أن إصدارها يزيد من تنوع الأوراق المالية المعروضة في السوق مما يساهم في جلب المزيد من المستثمرين مما يساهم في تنشيط السوق

-**المشتقات الاستثمارية المالية**: سميت بهذا الاسم لأنها لم توجد بصورة مستقلة ابتداء ، لتعبر عن نوع من أنواع الاستثمارات المتعارفة في التعامل في الأسواق المالية ، بل إنها عقود وليدة تولدت من عقود قائمة بالفعل ومعروفة في أسواق التعامل ، ولكنها استقلت عن العقود الأصلية لتصبح في حقيقتها عقودا مستقلة لها ضوابطها ، وكان الدافع وراء ابتكار هذا النوع من العقود هو حماية الأعمال من تقلبات الأسواق غير المتوقعة وتجنب المخاطر التي قد تواجه بعض الشركات .

و - **تنمية سوق الأوراق المالية الإسلامية :**

تزايدت في الآونة الأخيرة حجم الأموال المستثمرة في الأدوات المالية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية في البلدان التي تتوفر على سوق مالية إسلامية لأنها أولا تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية وكذلك لما توفره من عائد مقبول ومخاطرة منخفضة بالمقارنة بالأدوات المالية الأخرى مما يستدعي الأمر ضرورة تبني وتنمية سوق للأوراق المالية الإسلامية في دولنا العربية خاصة أن هناك طبقة شاسعة من أصحاب الأموال

يفضلون عدم الاستثمار في الأدوات المالية التقليدية باعتبار أن عائداتها حرام أو التعامل فيها لا يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية³¹ وبتالي فإن الاعتماد على تنمية سوق الأوراق المالية الإسلامية سوف يسهم في جلب هذا النوع من المتعاملين مما يسهم في توسيع نشاط أسواق راس المال العربية ويتم ذلك من خلال إصدار أدوات مالية إسلامية مثل الأسهم كذلك، صكوك الاستثمار الشرعية والتي تعتبر بديل للسندات المحرمة ولها عدة أنواع مثل صكوك الإجازة، صكوك المشاركة، صكوك المضاربة، صكوك المراجعة، صكوك السلم، صكوك الاستصناع،... الخ وإصدار أدوات مالية أخرى

6-3-2-5- رفع كفاءة الرقابة على المؤسسات في سوق راس المال:

ويمكن تفعيل الدور الرقابي على الأطراف التي تشكل السوق المالي من خلال القوانين الحاكمة للتعامل في سوق الأوراق المالية مثل قواعد القيد في البورصة ونظم وقواعد الإفصاح والشفافية.. الخ نشر المعلومات: يحتاج جمهور المستثمرين إلى معلومات عديدة تمكنه من القيام ببيع أو شراء الأوراق المالية بما يتماشى مع فرضية كفاءة السوق المالية، فيحتاج المستثمر لمعلومات تتعلق بالشؤون العالمية لتكوين فكرة عن تلك الظروف ومدى تأثيرها على الاقتصاد المحلي الذي تنشط فيه السوق المالية.

بعد ذلك يعرج إلى جميع معلومات عن البيئة المحلية للاقتصاد خاصة درجة النمو، التضخم أسعار الفائدة معدل البطالة وهي ظروف يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق مالية ثم ينتقل بعد ذلك إلى ظروف وأحوال الصناعة المحلية مثل درجة المنافسة، الفرص المستقبلية لتطوير المنتجات، الاعتماد على العنصر البشري أولاً... الخ يتم في الأخير يركز اهتمامه على الوضعية المالية المؤسسة ومركزها التنافسي والتنظيم الداخلي لها المستوى التكنولوجي

لذا يمثل نشر المعلومات أحد العمليات التي تدعم وتسمح للمستثمرين اخذ فكرة شاملة حول الأداء العام للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية مثل وضعية المؤسسة وحجم المبيعات وحجم الأرباح التي تحققها المؤسسة ومعدل العائد على راس المال، ونصيبها من متوسط حجم السوق المحلي، إضافة إلى الخطط المستقبلية من حيث التوسعات أو العقود المستقبلية .

6-4- تنمية وتطوير القطاع المصرفي العربي

يعتبر تنمية وتطوير القطاع المصرفي احد العوامل الرئيسية لمواجهة تحديات سياسات التحرير المالي والانفتاح على أسواق المال العالمية والتي تسمح للمصارف والمؤسسات المالية الأجنبية للعمل في الدول العربية ويتم ذلك من خلال ما يلي :

6-4-1- تنوع الخدمات المصرفية وتطوير حجم المؤسسات المصرفية :

6-4-1-1- تنوع الخدمات المقدمة

تشكل الفوائد ما بين 85 إلى 90 % من مجمل إيرادات القطاع المصرفي العربي، ولا يشكل الدخل من العمولات والرسوم سوى 10.15% من مجمل الإيرادات المذكورة، في حين أن هذا النوع من التدخل الأخير يبلغ ما بين 30 إلى 40% أو أكثر في بعض الحالات بالنسبة للمؤسسات المصرفية والمالية العالمية.

والمطلوب التخطيط لتوسيع دائرة نشاط المصارف العربية بحيث يشمل صيرفة استثمارية وإلكترونية متنوعة وصيرفة المشتقات وشركات السمسرة وتغطية الاكتتابات وبرامج التأمين والادخار أو التوظيف المرتبطة بالتأمين وتدير القروض المصرفية المشتركة بما فيها صناديق التقاعد والعمليات الائتمانية والعمليات الإسلامية وعمليات الإيجار التمويلي.³²

6-4-1-2- تطوير حجم المؤسسات المصرفية :

يعتبر حجم المؤسسة المصرفية العربية صغيرا جدا بالقياس إلى حجم المؤسسات المصرفية الدولية وحجم موجودات القطاع المصرفي العربي يقل عن حجم موجودات أي بنك عالمي من المرتبة الأولى.

إن أهم المطلوب لتجاوز القصور العربي هو تحفيز المصارف في اتجاهات ثلاث:³³

. توسيع قاعدة تمويلها سواء من مصادر ذاتية أو مصادر غير ذاتية.

. تحفيز شتى عمليات الدمج خصوصا وأنه من المتوقع أن ترتفع درجة المنافسة الأجنبية للمصارف

العربية في عقر دارها مع اكتمال التحرر المالي، مع الانتباه أن لا تفضي عمليات الدمج والتملك إلى تدعيم التشوه الحاصل حاليا والمتمثل بارتفاع درجة التركيز المصرفي العربي على إن على مستوى الدولة العربية الواحدة أو على مستوى القطاع المصرفي العربي ككل.

. تحفيز دخول المصارف العربية في اتفاقات وشراكات على مستوى الدولة العربية الواحدة أو عبر الحدود ضمن المنطقة العربية.

6-4-2- تطبيق المعايير الدولية: إن المصارف العربية مدعوة إلى التحضير للالتزام ب معايير

اتفاقية "بازل 2" من أجل دعم موقعها التنافسي في مرحلة التوجه العربي للانضمام إلى منظمة التجارة العالمية وتبني سياسات التحرير المالي.

لكن تطبيق اتفاقية "بازل 2" سيرتب على المصارف العربية، شأنها شأن المصارف في بقية البلدان الناشئة متطلبات مكلفة مادية وغير مادية. وتتلخص بضرورة زيادة الأموال الخاصة الأساسية و/أو الأموال الخاصة المساندة لتحقيق عدد من الأهداف أهمها ما يلي:³⁴

1-زيادة قدرة المصارف على بلورة وإدارة مناهج قياس المخاطر المعقدة التي تشكل الإضافة الأساسية لاتفاقية "بازل 2" واضطرارها لاتباع المقاربة التي تربط نسب تثقيل المخاطر بدرجات المخاطر التي تقررها وكالات التقييم العالمية للدول والمصارف والمؤسسات، في حال عدم توافر هذا التقييم العالمي

اعتماد نسبة تثقيف 100% وتعتمد النسبة الأخيرة أيضا إذا كانت درجة التقييم دون درجة على مقياس ستاندرد أند باورز (وهو حال معظم الدول والمؤسسات العربية) ما يعني أن القروض للجهات السيادية، التي تشكل نسبة كبيرة من موجودات المصارف، ستنقل من درجة مخاطر هي حاليا من 0 % إلى درجة مخاطر 100 % .

2- تغطية مخاطر إضافية لم تكن ملحوظة في اتفاقية "بازل1" هي مخاطر التشغيل

3- تغطية مخاطر إضافية هي مخاطر الفوائد أو ما يسمى مخاطر تحويل الأحوال التي تجعل من

القروض التي هي في الظاهر قصيرة الأجل قروضا متوسطة أو حتى طويلة الأجل

4- الإفصاح المالي أو الشفافية المالية: ويعد هذا الركن من الأركان المهمة في اتفاقية (بازل2) وذلك

لأهمية الإفصاح المالي بالنسبة لانضباط السوق، وهناك مجموعة من متطلبات الإفصاح المالي التي تشجع على انضباط السوق إذ تتيح للمتعاملين في الأسواق تقييم المعلومات الأساسية من راس المال والتعرض للمخاطر وكفاية راس المال، إن اتفاقية (بازل 2) يمكن وصفها بأنها أطار جديد شامل ومتكامل للثقافة المصرفية.³⁵

6-4-3: تطوير الصيرفة الإلكترونية:

تزايد الإنفاق العالمي على التكنولوجيا المصرفية باطراد مع التنامي النوعي والكمي للخدمات المقدمة من قبل المؤسسات المصرفية وشبه المصرفية لعملائها بواسطة الوسائل الإلكترونية أو الضوئية من خلال الفضاء الاعتباري.

والواقع العربي يشير إلى محدودية في انتشار العمل المصرفي الإلكتروني، ناتج عن ما يسمى "الفارق الرقمي" وافتقار بعض الدول العربية للبنية التحتية الأساسية من شبكات الاتصال، وجود نسبة 25 % من العرب تحت خط الفقر، إذا كيف نواجه هذه الهوة الرقمية؟ إن أهم ما هو مطلوب على الصعيد المصرفي لتعزيز التعامل بالوسائل الإلكترونية التالي:³⁶

. العمل على تحقيق شبكات ربط رباعية الأبعاد، يربط فيها المصرف الأم بجميع فروعها والبعد الثاني يربط في المصرف بالمصرف المركزي وبمراكز المقاصة والتسوية في أي بلد عربي يعمل فيه، والبعد الثالث يتحقق فيه الربط بين الشبكات المصرفية والمالية العربية جميعها، والبعد الرابع يتحقق فيه الربط بين الشبكات التي تربط المصارف والمؤسسات المالية والأسواق المالية العربية بشبكات الأسواق المالية الدولية. . العمل على إنشاء مراكز التسويات الإقليمية لإجراء المقاصة مع آلية يمكن اعتمادها كأداة دفع وتسوية عربية إلكترونية وإطلاق ورشة تشريعية مصرفية تهدف إلى إخراج قوانين متقاربة في مجال تقنين العمليات المصرفية المنفذة بالوسائل الإلكترونية.

6-4-4: دعم وتسهيل إنشاء البنوك الإسلامية

تشير جميع الإحصاءات إلى نمو متواصل في القطاع المصرفي الإسلامي، فقد قدرت دراسة لجامعة هارفارد نمو حجم المؤسسات المالية الإسلامية في العقد الأخير بما يتراوح بين 10 إلى 15% سنويا مع التوقع باستمرار نمو هذا القطاع برقمين خلال السنوات الـ 15 والـ 20 المقبلة مرتبطا بالنمو الديموغرافي في البلدان الإسلامية.

وتراوح التقديرات بخصوص هذه المؤسسات ما بين 100 إلى 150 مليار دولار تملكها أكثر من 40 دولة في العالم وقد كان عددها لا يزيد قبل 20 عاما عن عدد أصابع اليد وموجوداتها لا تتعدى 5 مليارات دولار. وقد بدأت الصناعة المصرفية الإسلامية مؤخرا بالتحول إلى صناعة عالمية مع تنافس مصارف تقليدية عالمية وغيرها على تقديم الخدمات المصرفية الإسلامية سواء على أساس فروع متخصصة أو من خلال نوافذ تباع الخدمات في الفروع، أو عبر صناديق استثمار إسلامية.

ولكي تلعب الصناعة المصرفية دورها، ومن أجل تحسن إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ينبغي إيجاد إطار قانوني / منظماتي / مؤسسي مناسب للعمل المصرفي الإسلامي ينطلق من العمل المعروف للعمل المصرفي التقليدي، إضافة إلى تحديد نسبي السيولة والملاءة لكل مصرف إسلامي وإلزام المصارف بتخصيص احتياطات بنسبة معينة من الديون الهالكة للتخفيف من نتائج قرارات التوظيف المتهورة.³⁷

الخاتمة:

التحرير المالي يمكن ان يلعب دور مهم في دعم وتحفيز القطاع المالي العربي من خلال البيئة التنافسية التي يخلقها، كما يؤدي الى تحرير حركة رؤوس الأموال على اعتبار أن التدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الحدود يسهل التوزيع الفاعل للاستثمارات عبر الدول ويسمح للدول النامية ومنها العربية باجتذاب مصادر رؤوس الأموال غير المتوفرة محليا خاصة الدول العربية غير النفطية .

فضلا على انه يسهل تدفق رؤوس الاموال الاجنبية في شكل استثمارات مع إمكانية تحويل ونقل التكنولوجيا المستخدمة في القطاعات المالية للدول المتقدمة، وتحسين نوعية الخدمات المالية المقدمة ، وتغطية الحاجات التمويلية في ظل قلة الموارد المحلية وعجزها عن تغطية هذه الحاجات وصعوبة الحصول على قروض أجنبية والتي اغلبها يمنح بشروط أحيانا تكون مجحفة مثل حالة صندوق النقد الدولي او تمويل خطط التنمية بعيدا عن المديونية الخارجية وخدماتها .

لكن نجاح سياسات التحرير المالي في تنمية وتطوير القطاع المالي العربي يتوقف على مدى قدرة القطاع المالي التكيف مع التحديات التي تخلقها هذه السياسات خاصة في ما يتعلق بقدرة المؤسسات المصرفية والمالية المحلية على المنافسة خاصة ان سياسة التحرير ستسمح بدخول مؤسسات مصرفية ومالية عالمية كما أن تحرير المالي في ظل هشاشة القطاع المالي يكون عامل مساعد في خلق الاضطرابات والاختلال في القطاع المالي ويمكن أن يكون عامل رئيسي في حدوث الأزمات المالية

وقد حان الوقت لأن يأخذ القطاع المالي العربية المكانة التي يستحقها ويستعيد المبادرة لدخول ميدان المنافسة من خلال سعي السلطات النقدية والمالية في الدول العربية إلى تطوير القطاع المصرفي وأسواق رؤوس الأموال محلية . ولعله من المؤكد ان عملية الاندماج في الاقتصاد العالمي والتكيف مع مستجداته المتسارعة، تتطلب تصميم حزمة متكاملة من السياسات والإجراءات في مختلف مجالات وقطاعات صناعة الخدمات المالية وتنفيذها ورصد نتائجها وتكييفها لمواجهة المتغيرات التي تطرأ على القطاع ، ومن بين أهم هذه الإجراءات تقوية المراكز المالية للمصارف العربية من خلال زيادة رؤوس أموالها بما يتلاءم مع معايير اتفاقية بازل المتعلقة بنسبة الموارد الخاصة للبنوك إلى القروض الخطرة، كذلك تعميق الاتجاه إلى المساهمة في تمويل مشروعات البنية الأساسية وكذلك المشروعات الاستثمارية الخاصة، وتشجيع المبادرة بين البنوك العربية للاندماج الطوعي وبتشجيع ومباركة من المصارف المركزية، كذلك مبادراتها لتطوير وتفعيل الإطار القانوني الذي ينظم النشاط المصرفي بما يتلاءم مع التطورات الجارية

- كما يجب على الدول العربية ان تسارع بتقوية بنوكها المركزية وإعطاءها الاستقلالية حتى تتمكن من فرض الرقابة المناسبة على جميع البنوك خاصة في ما يتعلق باحترام مؤشرات المتانة المالية. مع ضرورة تقوية اجراءات الإشراف والرقابة على القطاع المالي العربي: يعتبر الإشراف الجيد والرقابة الحصيفة على القطاع المالي أهم عامل يساعد على نجاح الإصلاحات المصرفية ويعمل على تفادي الأزمات البنكية، ويرتبط هذا العامل بالحكم الرشيد، والذي يعمل على إرساء إطار مؤسسي فعال يساعد على نجاح الإصلاحات المالية

- التدرج في عملية التحرير المالي: يعتبر تحديد التدرج المناسب والأمثل للإصلاح المالي من بين أهم الشروط الضرورية لنجاح التحرير المالي، والتدرج يتمثل في تحديد الترتيب الأمثل في خطوات التحرير المالي، والذي يسمح بتكثيف النظام المالي مع حاجة الاقتصاد الحقيقي، لان التحرير المالي المتسرع والغير وقائي اصبح احد العوامل الرئيسية في حدوث وانتقال عدوى الازمات المالية

- تنية وتطوير اسواق راس المال من خلال السعي الى تنمية حجم اسواق راس المال من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة سواء المحلية او الاجنبية والتشجيع على انشاء صناديق الاستثمار التي توفر للمستثمرين الذين لا يملكون الخبرة اللازمة او صغار المستثمرين الفرصة لدخول عالم الاستثمار في اسواق المال العربية

- ضرورة تنمية وتقوية المؤسسات المالية والمصرفية الاسلامية لأنها توفر تقنيات تمويل يمكنها ان تلعب دور مهم في تجنب الازمات المالي كما انها تسهم في جلب العديد من المستثمرين الذين لا يجذبون التعامل بالاوراق المالية التقليدية كالسندات لأنها تتناهي مع تعاليم الاسلام.

المراجع والهوامش:

- 1- بربري محمد أمين، طرشي محمد، التحرير المالي و المصري كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة أيام 11-12 مارس 2008، بجامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 2-3
- 2- حسن كريم حمزة حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي دار صفاء للنشر والتوزيع عمان سنة 2011 ص 53
- 3- بربري محمد أمين، طرشي محمد، مرجع سابق ص 3
- 4- شذى يوسف عبد الخالق، الاستثمار ومحدداته في ظل التحرير المالي: دراسة عينية من الدول العربية في الفترة 1993-2003 أطروحة دكتوراه الجامعة الأردنية 2008 ص 21
- 5- شذى يوسف عبد الخالق، مرجع سابق ص 21-23
- 6- نبيل حشاد، الجات ومنظمة التجارة العالمية، مكتبة الاسرة، القاهرة، 2001 ص 386-390
- 7- محمد خالد المهاني، أهمية دور المصارف في عملية التنمية والاستثمار في العالم العربي والتحديات التي تواجهها، المؤتمر المصري العربي، اتحاد المصارف العربية القاهرة، 6-7 ابريل 2008 ص 5
- 8- نفس المرجع ص 132
- 9- Nazar El-Issa .Globalization of Financial Markets Its development Indicators and Effects Arab economie journal.no.29 .vol .11.cairo p116-125
- 10- رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة الدولية وفقا لاتفاقيات الجات في مجال الخدمات، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2008 ص 284
- 11- نبيل حشاد مرجع سابق ص 388-393
- 12- رانيا محمود عبد العزيز عمارة، مرجع سابق ص 286
- 13- نفس المرجع ص 285
- 14- عبد المطلب عبد الحميد، الجات واليات منظمة التجارة العالمية من اورجواي وسياتل وحتى الدوحة، الدار الجامعية الإسكندرية، 2010 ص 145-146
- 15- رانيا محمود عبد العزيز عمارة، مرجع سابق ص 281
- 16- نفس المرجع، ص 233
- 17- خطيب شذا جمال، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، مصر، 2002. ، ص 124-125
- 18- خليل فوزي خليل الأحول، أزمات الأسواق المالية: عدوى أم اعتمادية، حالة أسواق دول الخليج العربي والأردن، أطروحة دكتوراه، عمان الأردن 2009، ص 19-22
- 19- سنغ كفالجيت ترجمة رياض حسن، عولمة المال دار الراي، Anep، الجزائر 2001 ص 228
- 20- شذا جمال الخطيب، مرجع سابق ص 138-139
- 21- بيتر ج. مونتيل، التمويل والرفاهية ندوة " بعنوان تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي " معهد السياسات الاقتصادية صندوق النقد العربي ابوظبي ديسمبر 2003 ، ص 52
- 22- المؤلف غير معروف، تطور أسواق راس المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، مؤتمر التمويل والاستثمار في الشرق الأوسط المنامة، البحرين سنة 1990 ص 10
- 23- شذا جمال خطيب، مرجع سابق ص 142
- 24- منير ابراهيم هندي، اساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، توزيع المعارف الاسكندرية، 1999، ص 35-36

- 25- هالة السعيد، نجوى عبد الله سمك وآخرون، تخفيض الطلب في أسواق راس المال، دراسة معدة بتكليف من هيئة سوق المال، القاهرة سبتمبر 2001 ص 126
- 26- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر: 2005-2006 ص 263
- 27- - رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر، عمان، 2004 ص 15
- 28- تطور أسواق راس المال في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، مرجع سابق ص 10
- 29- بربري محمد أمين، طرشي محمد، مرجع سابق ص 18
- 30- رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق ص 123
- 31- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دراسة تطبيقية، دار النفائس، الأردن، 2010 ص 123
- 32- تشام فاروق، العولمة المالية وأثارها على القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في البلدان العربية، مؤتمر اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، كلية العلوم الاقتصادية والإدارية الجامعة التطبيقية، عمان، ماي 2003 ص 22
- 33- نفس المرجع، ص 22
- 34- تشام فاروق مرجع سابق، ص 19-20
- 35- حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، عمان سنة 2011 ص 117
- 36- تشام فوق، مرجع سابق، ص 21
- 37- احمد شعبان محمد على، البنوك الإسلامية في مواجهة الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2010 ص 326