

الاستاذة: لطرش ذهبية

استاذ محاضر أ – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

البريد الالكتروني: [Lat-dah@hotmail.fr](mailto:Lat-dah@hotmail.fr)

رقم الهاتف: 0666034894

الاستاذة: كتاف شافية

استاذ محاضر أ – كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

البريد الالكتروني: [Chafia99@yahoo.fr](mailto:Chafia99@yahoo.fr)

الطالبة: حراق سمية

طالبة دكتوراه – تخصص اقتصاد دولي

عنوان المداخلة: دور العولمة المالية في اعادة تشكيل جغرافيا التمويل الدولي

المحور 4: العولمة المالية والأزمة المالية و التحولات في التمويل

**ملخص:** تهدف هذه الورقة البحثية الى ابراز دور العولمة المالية في تدويل انماط واشكال التمويل وإعادة تشكيل جغرافيته، حيث ساهم اتجاه الانظمة المالية والنقدية الى اليات التحرير والانفتاح المالي القائمة على زوال القيود التنظيمية والاندماج بين مكونات سوق راس المال محليا ودوليا واليات التمويل المباشر على تدويل اشكال التمويل وأفضى الى احداث تغيير كبير في حجم وشكل التدفقات المالية عبر الحدود، والتي تدعمت اكثر في ظل الابتكارات المالية وتنامي التكنولوجيا المالية الحاصلة في العقود الاخيرة من خلال دور منصات التمويل الجماعي وشركات التكنولوجيا المالية وانظمة الدفع الرقمية التي حملت فرصا واعدة للتمويل الدولي من خلال مساهمتها في سرعة تدفق وانسياب التمويل بين الدول لتغطية متطلبات التنمية الاقتصادية وتقليل تكلفته ومخاطره. وأكدت الدراسة على الدور الفعال الذي لعبته اسس العولمة المالية في تعزيز السيولة الدولية والفرص التي وفرتها لتسهيل انتقال مصادر التمويل الدولي، غير انها تحمل في طياتها مخاطر وتهديدات تستدعي تعزيز الاطر الرقابية والإشرافية حتى لا تتسبب في احداث ازمت مالية تهدد استقرار النظام المالي العالمي.

#### **تمهيد:**

يعد التمويل الدولي امرا ضروريا لوجود واستمرار اي اقتصاد، حيث تتطلب عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية توفير احتياجات عديدة للوصول الى مستوى ملائم لمعدل النمو الاقتصادي ويأتي في المقدمة منه رأس المال بوصفه احد عناصر الانتاج الأساسية، ونظرا لندرته اضعفه في بعض الدول نجدها مضطرة للاستعانة برأس المال الأجنبي لسد النقص الحاصل في العملية التنموية في هذه البلدان، وعليه فلن البحث عنه هو من اهم التحديات التي تجابه مختلف الدول بغية رفع معدلات النمو الاقتصادي. وقد ساهمت العولمة المالية بمختلف الياتها وأسسها في تغطية فجوة التمويل المحلي للعديد

من الدول سواء ما تعلق بفجوة الادخار المحلي الضرورية لتغطية النفقات الاستثمارية او فجوة التجارة الخارجية الناتجة عن عجز حصيلة النقد الاجنبي للصادرات عن تغطية فاتورة الاستيراد اوفي تغطية فجوة الموازنة العامة، حيث وبعد سيادة اليات الكبح المالي القائمة على الانفصال بين مكونات سوق راس المال والاعتماد على التمويل غير المباشر وسيطرة الاطر الرقابية والتنظيمية اتجهت الكثير من الدول الى اعتماد سياسات الانفتاح والتحرير المالي والدخول في نظام مرن نسبيا غير خاضع للقيود، وقد كان لها دور كبير في تدويل مصادر التمويل وتغيير معالمه وجغرافيته حتى اضحى حجمه يشكل اكثر من تسعة أضعاف حجم التجارة العالمية؛ وأصبحت العمليات المالية أكثر تشابكا، واتسعت رقعت التكامل المالي الدولي الى أعلى مستوياتها التاريخية. وقد تدعمت هذه الحركة السريعة في التمويل الدولي بالتطورات التكنولوجية والابتكارات المالية الحاصلة، حيث سمح ظهور منصات التمويل الجماعي وشركات التكنولوجيا المالية وأنظمة الدفع الرقمية بخلق فرص واعدة للتمويل الدولي من خلال مساهمتها في سرعة تدفق وانسياب التمويل بين الدول لسد احتياجاتها المالية الضرورية لتغطية متطلبات التنمية الاقتصادية وتقليل تكلفته ومخاطره.

اشكالية البحث: مما سبق تتبثق اشكالية هذا البحث المتمثلة في: كيف ساهمت العولمة المالية في اعادة تشكيل جغرافيا التمويل الدولي؟

وسيتم معالجة اشكالية البحث اعتمادا على المحاور التالية:

أولاً: مدخل الى العولمة المالية ؛

ثانياً: مفهوم التمويل الدولي؛

ثالثاً: العوامل والقوى الدافعة الى تغيير معالم التمويل الدولي.

أولاً: مدخل الى العولمة المالية

1- مفهوم العولمة المالية: تعددت تعاريف العولمة المالية، فقد عرفها G.Alonso على أنها الزيادة في التجارة الدولية والروابط المالية التي دعمها التحرير المالي والتغيرات التكنولوجية ، كما تعني العولمة المالية فتح الأسواق المالية المحلية وربطها بالأسواق العالمية من خلال إلغاء القيود على انتقال رؤوس الأموال والتي أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية اما جعلها أكثر ارتباطا وتكاملا. وتعد العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يعرف بالاندماج أو الانفتاح المالي الذي أدى إلى تكامل الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود والقوانين التي كانت مفروضة على حركة رؤوس الأموال في ظل سياسات الكبح المالي.

2- مظاهر العولمة المالية

هناك العديد من مظاهر العولمة المالية نذكر أهمها<sup>1</sup>:

-تعاضم دور رأس المال و صناعة الخدمات المالية بعناصرها المصرفية وغير المصرفية، حيث أصبح الاقتصاد العالمي تديره وتتحكم فيه أهم البورصات العالمية والتي بواسطتها تنقل رؤوس الأموال من مستثمر إلى آخر داخل الدولة أو بين الدول دون أي عوائق أو صعوبات؛  
-ازدياد فوائض رؤوس الأموال الباحثة عن استثمارات بمعدلات أرباح عالية ؛  
-ظهور الابتكارات المالية التي استقطبت أصحاب رؤوس الأموال، مثل المبادلات والخيارات والمستقبلات، إلى جانب الوسائل التقليدية في الأسواق المالية كالسندات و غيرها.  
-التقدم التكنولوجي الهائل الذي يسمح للمستثمر بالمتابعة المستمرة والدقيقة لأمواله وتحركاتها الاستثمارية في ظل ترابط الأسواق المالية بعضها ببعض، مما يبسر عملية الفعل ورد الفعل على أية عملية مالية مرغوب بها.

### 3-اسس العولمة المالية

تقوم العولمة المالية على ثلاث اسس رئيسية تعرف بقاعدة 3D وهي تتمثل في<sup>2</sup>:  
أ- عدم الفصل بين أسواق رأس المال *le décloisonnement* : يعتبر رفع الحواجز إحدى الشروط الضرورية للعولمة المالية المرتبطة بانفتاح الأسواق الوطنية نحو الأسواق الدولية، أي نزع الحواجز والحدود بين الأسواق الوطنية والأسواق الدولية وبين أجزاء السوق الوطني نفسه. يتم تطبيق مبدأ رفع الحواجز على مستويين: المستوى الداخلي وما يعرف بانفجار المقصورات وتعني إمكانية الانتقال بين السوق النقدي والسوق المالي وسوق الصرف والمستوى الخارجي الذي يعني فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين الأجانب، والسماح لهم بشراء الأصول والأوراق المالية وتداولها في الأسواق المالية .  
ب-تقلص دور الوساطة في التمويل *la désintermédiation*: وهذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف و الاقتراض، وذلك باللجوء إلى إصدار و تبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر).

### ج-إزالة القيود التنظيمية *la déréglementation*

تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة للوم ا خلال الثمانينات والتي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، فعلى سبيل المثال أصبح بإمكان سحب مبالغ مالية من الحساب للأجل بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري إلى الحساب للأجل، ومن جهة أخرى اعتمدت هذه السياسة نظام تعويم أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات، مما أدى إلى إفراز سلسلة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة المخاطر الناتجة عن التذبذب و عدم الاستقرار في أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات، مما شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر.

### 4-مراحل العولمة المالية: يمكن اختصار مراحل تطور العولمة المالية في ما يلي:

أ-مرحلة تدويل التمويل غير المباشر: استمرت هذه المرحلة من 1960 حتى 1979 وتميزت ب<sup>3</sup>:

- تعایش الأنظمة النقدية و المالية الوطنية المغلقة، بصورة مستقلة؛
- ظهور و توسع أسواق "الأورودولار"، بدءا من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية؛
- سيطرت البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية، أي التمويل غير مباشر (الوساطة المالية)؛
- انهيار نظام "بروتن وودز" في أوت 1971 و إنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب، مما مهد لتطبيق نظام أسعار الصرف العائمة أو المرنة. و بذلك ظهرت أسواق الصرف و عادت المضاربة على العملات القوية (الجنيه الإسترليني و الدولار)؛
- إدماج "البتروودولارات" في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول و تجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من التمويل؛
- انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم و التي منحت العديد من القروض الدولية؛
- بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث؛
- ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة و الاختيارات على العملات و أسعار الفائدة؛
- ارتفاع العجز في موازين المدفوعات و الميزانيات العمومية للدول المتقدمة لا سيما الو م ا.
- ب-مرحلة التحرير المالي<sup>4</sup>:
- تزامنت هذه المرحلة مع وصول "مارغريت تاتشر" إلى الحكم في بريطانيا و تولي "بول فولكر" رئاسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي؛ و هما معروفان بتشجيعهما لتحرير الحياة الاقتصادية و المالية على المستويين الوطني و العالمي و امتدت هذه المرحلة من 1980 إلى 1985 و تميزت بما يلي:
- المرور إلى اقتصاد السوق المالية و قد صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية و النقدية الوطنية ببعضها البعض و تحرير القطاع المالي؛
- رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من و إلى و م.أ و المملكة المتحدة و بذلك رفعت كافة الحواجز في وجهها دخولا و خروجاً؛ و اعتبرت هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى لعملية انتشار التحرير المالي و النقدي على المستوى العالمي؛
- التوسع الكبير في أسواق السندات (30% من مجموع الأصول المالية المصدرة عالمياً) و ارتباطها على المستوى الدولي و تحريرها من كافة القيود، الشيء الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمول العجز في ميزانياتها عن طريق إصدار تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية، لا سيما سندات الخزينة. و سميت هذه المرحلة بمرحلة تغطية الدين العام بالأوراق المالية؛
- تعميق الإيداعات المالية بصفة عامة و التي سمحت بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة؛
- توسيع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار، وهي صناديق تتوفر على أموال ضخمة، هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.
- ج-مرحلة تعميم المراجعة و ضم الأسواق المالية الناشئة: تميزت بما يلي:

-تحرير أسواق الأسهم، فقد كانت الانطلاقة من بورصة لندن في 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية المعروفة باسم "big Bang" و تبعتها بعد ذلك بقية البورصات العالمية بتحرير أسواق أسهمه، مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات؛

-ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداء من أوائل التسعينات و ربطها بالأسواق المالية العالمية مما شكل الحدث الهام و في مشوار العولمة المالية، وادى الى ظهور ظاهرة الاسواق المالية الناشئة Les marchés de capitaux émergents (MCE)، هذه الاخيرة التي ارتفعت حصتها في رسملة البورصات العالمية من 2.5% سنة 1983 الى 9% سنة 1993 . و فسر نجاح الاسواق المالية الناشئة بارتفاع مردوديتها او عوائدها ( حققت بعض التوظيفات المالية في اسيا ربحا ما بين 50% و 100% في النصف الاول من العقد) وهو ما سمح بتنوع توظيفات المستثمرين الدوليين مع ارتفاع المخاطر نظرا لضعف الرقابة الممارسة من طرف السلطات المحلية لتلك الدول.

-الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية والتي كلفت الاقتصاد العالمي الكثير من الخسائر وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك و المؤسسات المالية لاسيما الولايات المتحدة؛

-زيادة الارتباط بين الأسواق المالية العالمية بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة و ذلك باستعمال وسائل الاتصال الحديثة و ربطها بشبكة التعامل العالمية؛  
-زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف؛

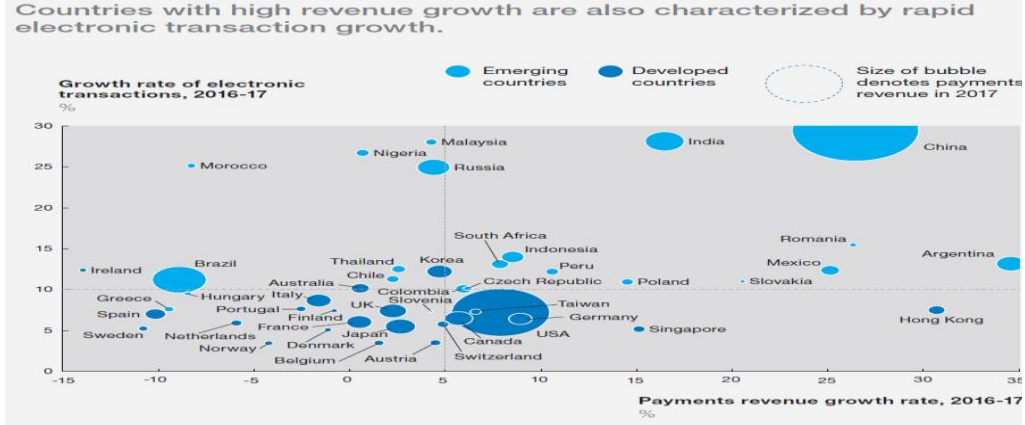
-تحرير أسواق المواد الأولية و زيادة حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة؛

-توسيع التمويل المباشر باللجوء إلى الأسواق المالية و تغطية الدين العام بواسطة الأوراق المالية حتى من طرف دول و مناطق خارج دول منظمة التعاون و التنمية "OCDE".

د-العولمة المالية الرقمية: دخلت العولمة المالية تزامنا مع نمو الاقتصاد الرقمي عهدا جديدا اتسم بزيادة حجم التدفقات عبر الحدود لروؤوس الأموال، إضافة إلى البيانات والمعلومات ، حيث أظهر مؤشر التدفق Connectedness Index الصادر من معهد ماكينزي العالمي أن التدفقات عبر الحدود من سلع وخدمات وبيانات وأموال وأيد عاملة زادت من الناتج المحلي الإجمالي العالمي بنحو 10% إلى 7.8 تريليون دولار منها 2.8 تريليون دولار تعود لمكاسب تدفقات البيانات الرقمية في 2014 فقط<sup>5</sup>. كما سجل اتساع نطاق أنظمة الدفع الرقمية التي تستخدم في عمليات التبادل التجاري التي تتم عبر شبك الانترنت وخصوصا بين الشركات B2B. و قد زادت أهمية هذا النوع من التعاملات خصوصا مع ارتفاع حجم التجارة الالكترونية في العالم لتبلغ حسب التقرير الصادر عن مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية لعام 2017 نحو 25.3 تريليون دولار عام 2015. وتجدر الإشارة الى ان معظم الدول التي تشهد ارتفاع في قيمة عوائد المدفوعات الدولية تتسم بتطور سريع في المعاملات الالكترونية( خاصة الصين التي يتوقع ان ترتفع فيها حصتها الى 70% في سنة 2022 مقابل 30% في سنة 2017) وارتفاع تجارة الهاتف النقال وهي تعد من اهم العوامل الدافعة الى نمو التجارة الالكترونية، اذ تشكل تجارة الهاتف النقال حوالي 48% من

اجمالي مبيعات التجارة الالكترونية لسنة 2017، ويتوقع ان تصل الى 70 % في سنة 2022 ( 4.6 تريليون دولار). كما يوضحها الشكل الموالي.

شكل رقم 1: معدل نمو المعاملات المالية الالكترونية في سنة 2017



Source : Suktiti and other's, global payments2018, a dynamic industry continues to break new ground, october 2018, MCKensey, p. 6

و قد شهدت هذه أنظمة الدفع الرقمية تطورا كبيرا لاسيما مع ظهور وانتشار مفهوم شبكات الأعمال التجارية ذات النظام الايكولوجي Firm value webs التي تستخدم تكنولوجيا الانترنت لتنسيق سلاسل القيمة Value chain مع شركة الأعمال في صناعة ما، أو ضمن مجموعة من الشركات، و تطوير علاقات وثيقة مع الشركاء اللوجستيين، فالشركات تتسق مع الموردين إنتاج الاحتياجات الخاصة باستخدام شبكة الانترنت على أساس نظام إدارة سلسلة التوريد. ويتم استخدام وسائل عديدة للدفع لتسوية المعاملات بين الشركات أو من قبل الأفراد منها البطاقات الائتمانية التي تصدرها البنوك بالتعاون مع الشركات العالمية مثل فيزا وماستر كارد وغيرها أو من خلال بطاقات مسبقة الدفع للمعاملات الالكترونية التي يتم تعبئة قيمتها مسبقا والتي تستحوذ حاليا على نصف حجم المعاملات الالكترونية مع توقعات بتراجع حصتها إلى 46% مع نمو المدفوعات عبر الهاتف النقال وانتشار أسلوب المحافظ الالكترونية E-wallets مثلما هو معتمد في موقع PayPal، وظهور العملات الافتراضية المشفرة.

تجدر الإشارة الى ان التجارة عبر الحدود سجلت تطورا مستمرا، وتركزت معظمها في شكل معاملات B (to B) و قد شهدت عوائد المدفوعات الدولية عبر الحدود تسجيل فائض ب 200 مليار دولار سنة 2017 تتوزع تقريبا بين المعاملات الحرة و المبادلات الخارجية، و قد قرابت قيمة المدفوعات الدولية في سنة 2017 حوالي 1.9 تريليون دولار مسجلة معدل نمو ناهز 11% هو احسن معدل نمو مسجل في 5 سنوات الاخيرة، ويتوقع ان تتجاوز 3 تريليون دولار سنة 2023، و جاء هذا التطور في المدفوعات الدولية تماشيا مع التطور الحاصل في الصناعة المصرفية. فبعد استقرار نسبي لفترة في عوائد المدفوعات الدولية التي شكلت 30% من مداخيل البنوك، شهدت هذه العوائد ارتفاعا ملموسا في ظل ارتفاع

المنافسة والضغوط التنظيمية وانخفاض اسعار الفائدة والتوجه الى المعاملات الالكترونية و التجارة الرقمية، كما يبرزه الشكل الموالي:

شكل رقم2: تطور حجم عوائد المدفوعات الدولية خلال الفترة 2006-2017



Source : Suktiti and other's, global payments2018 , a dynamic industry continues to break new ground, october 2018, MCKensey , p. 2

ثانيا: مفهوم التمويل الدولي

التمويل الدولي هو فرع من فروع علم الاقتصاد يهتم بالجانب النقدي أو المالي الذي يرافق عملية التبادل التجاري، حيث يركز على الوظيفة الأساسية للنقود والتمويل في التجارة الدولية. وتشير الكثير من البحوث الاقتصادية الى ان مصطلح التمويل الدولي International Finance يتألف من كلمتين التمويل Finance، وهذا يعني توفير المصادر المالية لتغطية نفقات جارية اورأسماليّ وفق شروط معينه تتضمن السعر والآجل، و ذلك نظرا لندرة المعروض من راس المال في دولة ما مقارنة بالطلب عليه، وينطبق ذلك على الوحدة الاقتصادية اي على المستوى الجزئي او على مجموع الوحدات الاقتصادية في دولة معينة اي على المستوى الكلي. اما كلمة دولي International، فتشير الى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه دوليا و هذا يعني ان تحرك رؤوس الاموال في هذا الاطار يكون خارج الحدود السياسية لدول العالم<sup>6</sup>.

1-تعريف التمويل الدولي: هناك عدة تعريفات للتمويل الدولي، من اهمها:

-يعرف التمويل الدولي بأنه التدفق المالي الذي تستخدمه دولة ما في عملية تنمية شاملة أو قطاعية أولتتمية البنى التحتية أو المرتكزات الأساسية ( نمو غير متوازن ) لديها اعتماد ا على مصدر خارجي لهذا التدفق، وذلك بسبب قصور في مواردها التمويلية مما لا يمكنها معه أن تفي بمتطلبات التنمية لديها<sup>7</sup>.

-أن التمويل الدولي " يعني كافة انتقالات وحركات الأموال بين الدول سواء من أجل الحصول على عائد أوامتلاك أصول عينية/نقدية، عقارات، مشروعات، أسهم،سندات، ودائع...<sup>8</sup>

-كما ينظر إليه على أنه:" جميع المتحصلات الحكومية بمقابل أو بدون مقابل واجبة أو غير واجبة السداد، سواء كانت لأغراض تمويل الإنفاق الحكومي أو لتمويل العجز المالي<sup>9</sup>.

- يعرف التمويل الدولي ايضا على انه الاليات التي يوفرها النظام النقدي الدولي بمؤسساته المختلفة (متعددة الاطراف، الرسمية، الخاصة، الاقليمية) لتلبية متطلبات حركة انتقال رؤوس الاموال الدولية، سواء المتجهة لاغراض تسوية الاختلالات في موازين المدفوعات او لاغراض تمويل التنمية<sup>10</sup>.

-ان التمويل الدولي يعنى بمسالة انتقال رؤوس الاموال من حيث اماكن وفرتها الى اماكن ندرتها ويتم هذا الانتقال عبر مجموعة من الوسطاء الماليين الدوليين سواء في شكل بنوك او شركات تامين اوصناديق ادخار او اسواق مالية و ذلك بهدف تحقيق اكبر عائد ممكن على هذه الاموال<sup>11</sup>.

وعليه فان التمويل الدولي يمثل ذلك الجانب من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبطة بتوفيروانتقال رؤوس الأموال دولياً، إذ من المعروف أن العلاقات المذكورة تأخذ بعدين رئيسيين، يتمثل أولها بالجانب السلعي للاقتصاد الدولي، وثانيها هو الجانب النقدي أو المالي الذي عادة ما يرافق انسياب السلع أو الخدمات فيما بين دول العالم، إضافة إلى التدفقات الدولية لأغراض الاستثمار الخارجي بمختلف أنواعه. ويتم انتقال الاموال أو انتقال القوة الشرائية بين دولتين بقصد توظيفها في عمليات اقتصادية استثمارية وفي شتى مجالات الاستثمار. ويعود السبب الحقيقي لهذا الانتقال الى التوزيع غير المتساوي لرؤوس الاموال بين الدول او ان الطلب الفعلي على رؤوس الاموال يختلف من دولة الى اخرى مما يترتب عليه اختلاف الدول فيما بينها بأسعار الفائدة التي تعتبر مكافئات رؤوس الاموال. اذ ينتقل رأس المال من الدولة ذات الوفرة النسبية الى الدولة ذات الندرة النسبية في رؤوس الاموال. غير ان هذا التحليل لا يمكن تعميمه على كل الحالات و في كل الظروف، ففي بعض الاحيان تتدفق رؤوس الاموال نحو خارج البلد بالرغم مما تعانيه من ندرة نسبية في راس المال و يرجع ذلك الى<sup>12</sup>:

-إزمات الدين الخارجي وعدم الاستقرار المالي؛

-عمليات المضاربة على تغيرات اسعار الصرف واختلاف مستويات الفائدة؛

-عدم استقرار الاوضاع السياسية و الاجتماعية و الاقتصادية.

## 2 - أهمية التمويل الدولي

تختلف أهمية تدفقات رؤوس الأموال بين دول العالم باختلاف وجهات النظر بين الدول المقرضة والدولة المقترضة، و باختلاف نوعية رأس المال المتدفق ، ويكون تحليل أهمية التمويل كما يلي:

أ- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المقترضة او المتلقية :تستهدف الدول المتلقية لرأس المال في الغالب تدعيم برامج وخطط التنمية المستدامة بمختلف أبعادها بغية رفع مستوي معيشة السكان، كما يمكن للدول الاقتراض من الخارج لمواجهة العجز في موازين مدفوعتها، وسد الفجوة بين الاستثمارات المطلوبة والمدخرات المحققة، كما تلجأ بعض الدول الى الاقتراض بغية دعم الاستهلاك المحلي والحفاظ على مستوى معيشي معين، فإذا كانت موارد الدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية و برامج التنمية فان الاعتماد على القروض والمساعدات الخارجية يصبح أمراً حتمياً و ضروريا لا مفر منه.

ب-أهمية التمويل الدولي بالنسبة للجهات المانحة

يؤكد كل من قريفن واينوس (GRIFFIN-ENOS) على دور العوامل السياسية في اختيارالدول المقرضة للتمويل الدولي للدول المتلقية له و حجمه. حيث تستهدف الدول المانحة لرأس المال بمختلف أشكاله لا سيما القروض الرسمية الثنائية تحسين صورتها أمام المجتمع الدولي وإظهارها كدولة تحارب الفقر في العالم

بالإضافة إلى حماية مصالح بعض القطاعات الانتاجية في الداخل كالقطاع الزراعي الذي ينتج كميات كبيرة، بحيث يؤدي عدم تصديرها إلى انخفاض أسعارها وتعرض المنتجين لأضرار بالغة، ولهذا يمكن التخلص من هذه الفوائض السلعية عن طريق القروض والمساعدات التي تسمح بزيادة الطلب على هذه المنتجات و بالتالي رفع حجم الصادرات و تشغيل جانب كبير من شركاتها الوطنية في اعمال النقل و الوساطة و التأمين و المقاولات<sup>13</sup>. كما ترتبط القروض الرسمية الثنائية غالباً بضرورة انفاقها في اسواق الدول المانحة ما عدا في حالات قليلة.

ج- أهمية التمويل الدولي علي مستوي العالمي: إن أهمية التمويل الدولي من منظور العلاقات الاقتصادية الدولية تكمن في تمويل حركة التجارة الدولية من السلع والخدمات، حيث أن أي انخفاض في مستوي السيولة الدولية لتمويل حركة التجارة يؤدي إلى انكماش العلاقات الاقتصادية بين الدول، وإذا كان القطاع الخارجي في معظم الدول يعد بمثابة القطاع المحرك للنمو، فإن انخفاض حجم هذا القطاع وانكماش نشاطه سيؤثر على معدلات النمو، ويقلل حجم الإنتاج المخصص للتصدير والسلع المستوردة للاستثمار والاستهلاك. والملاحظة الجديرة بالذكر هي أن الحجم الفعلي لتحركات رؤوس الأموال بين دول العالم فيما بين الأسواق المالية الدولية قد فاق عدة مرات التحرك الفعلي للسلع والخدمات على المستوى الدولي، ولم يعد هناك ارتباط بين التدفقات المالية والتدفقات العينية، وتعرف هذه الظاهرة على المستوى الدولي بظاهرة الاقتصاد الرمزي، او المضاربي وأن الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية ( USA ) هي وحدها المستفيدة من ظهور ونمو الاقتصاد الرمزي، ويعود ذلك إلى امتلاكها للأدوات القادرة على توجيه عمليات التحرك لهذه الأموال كاستخدام السياسة النقدية لجذب رؤوس الأموال وسياسة الصرف الأجنبي بهدف احداث تخفيض في القيمة الحقيقية لديونها الخارجية المقومة بالدولار الأمريكي.

### 3-التطور التاريخي للتمويل الدولي

أ- منذ نشأة نظام بريتون وودز الى غاية انهيار النظام (1945-1976)

اقتصر التمويل الدولي مع نشأة نظام بروتون وودز في سنة 1945 على القروض المقدمة من طرف صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، غير انه مع بداية 1960 سجل نموا هائلا في القروض بالعملات الاجنبية ، فقد بلغت الموجودات من العملات الأجنبية في تسعة دول اوروبية 12.4 مليار دولار في سنة 1963، منها 9.3 مليار عملات بالدولار، وفي نهاية 1969 بلغ حجم العملات الأجنبية 63.4 مليار دولار "اي تضاعف الى اكثر من خمسة اضعاف"، كان منها 53 مليار دولار عملات بالدولار. وشهدت فترة السبعينات تطورات كبيرة وزيادة حجم المصارف الدولية، وانتقلت من مؤسسات هامشية الى مؤسسات متكاملة مع النظم المصرفية الوطنية، وفي اطار العلاقات النقدية الوطنية والدولية، وتبلورت سلسلة التطورات في هذه الفترة بلقجاهين:

- زوال القيود التي كانت قد فرضت على حركة رأس المال في عدد معين من الدول.

- اثر ارتفاع اسعار النفط واستراتيجية اعادة التدوير التي فرضت على الاسواق المالية، اثر انهيار نظام (بريتون وودز). كما حددت سنة 1974، وهو التاريخ الذي ازلت فيه الحكومات الأمريكية القيود التي فرضتها في عقد الستينات، والتي تهدف في الأساس الأول:

-ازالة القيود على حركة رأس المال في الولايات المتحدة.

-زيادة حجم القروض الممنوحة من سوق العملات الأوربية والمراكز المغتربة وبالعملات المحلية والجانب الآخر او الحدث المهم في تلك الفترة، يكمن في سياسة اوبك ( OPEC ) الجديد برفع الأسعار، وكان له ابلغ الأثر على عمليات التمويل الدولي، وخاصة في مسألة عمليات اعادة "التدوير الدولارى" recycling petro dollars. حيث والى غاية عقد السبعينات لم تكن الرؤيه واضح ة اتجاه التمويل الدولي، وقد حدث التغير الكبير في ذلك العقد وخاصة بعد سنة 1973 بدخول السوق الخاص بما فيه من المصارف الدولية الاجنبية العابرة الحدود.

ب-تطور التمويل الدولي من بداية 1980 الى غاية الازمة المالية العالمية 2008 أصبح التمويل الدولي في أعقاب انهيار نظام بريتون وودز أكثر بروزا و قوة و تشابكا وتزايد أيضا بشكل مطرد بعده عن الاقتصاد الحقيقي، فمنذ ثمانينات القرن الماضي أسرع معظم الاقتصاديات المتقدمة إلى فتح حساباتها الرأسمالية، و تبعها في ذلك العديد من الاقتصادات الناشئة، مما ساهم في زيادة تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل غير مسبوق. ففي عام 1980 كان مستوى التجارة العالمي قريبا نسبيا من مستوى التمويل العالمي، حيث قدر بربع الناتج المحلي الإجمالي العالمي ولكنه في عام 2008 ارتفع إلى أزيد من تسعة أضعاف حجم التجارة العالمية وتجاوز المجموع العالمي للأصول المالية 200 تريليون دولار، واتسمت المرحلة بظهور مؤسسات مالية جديدة واقبال المزيد من الوسطاء التقليديين على تنويع المنتجات المالية، وتقليل التنظيم والرقابة وتشابك العمليات المالية وتزايد التدابير النموذجية للتكامل المالي وارتباط حركات أسعارالأصول العالمية بشكل أكثر. والإسراع بتفكيك الأنظمة المالية، و الترويج لاهمية الأسواق ذاتية التنظيم باعتبارها النهج الأفضل للجمع بين الكفاءة والاستقرار في عالم يتسم بالتدويل والعولمة.و قد أصبح النظام المالي الناجم عن ذلك أكثر سخاء في توفير الائتمانات، و أكثر ابتكارا في إدارة المخاطر وأكثر مهارة في امتصاص الصدمات الصغيرة التي يتعرض لها النظام (ما يسمى فترة 'الاعتدال الكبير'). غير أن ذلك تسبب في حدوث الكثير من الازمات المالية اهمها ازمة الرهن العقاري، مما دفع بالكثير من الدول إلى اعتماد أدوات سياسة نقدية 'غير تقليدية' سعيا منها إلى تحقيق الانتعاش، باعتماد سياسة التيسير الكمي QUANTITATIVE EASING، حيث أقيمت البنوك المركزية الرئيسية إلى شراء الأوراق المالية التي تمتلكها البنوك الكبرى بهدف زيادة الإقراض ومن ثم حفز المزيد من الإنفاق في الاقتصاد الحقيقي ورفع معدلات التضخم على غرار ما قامت به اليابان و الوم ا و دول الاتحاد الاوروبى، وفي الوقت ذاته، استمرت مستويات الديون في الارتفاع، حيث أضيف ما مجموعه 57 تريليون دولار إلى الديون العالمية منذ 2008<sup>14</sup>.

ج-تطور التمويل الدولي بعد الأزمة المالية العالمية

اتسم التمويل الدولي بعد الازمة المالية العالمية بجملة من الخصائص اهمها:

-التراجع في التدفقات الرأسمالية عبر الحدود

تغير مشهد التمويل الدولي كثيرا بعد الأزمة المالية العالمية، فقد انخفض إجمالي التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود انخفاضاً كبيراً، وعادت مقابل إجمالي الناتج المحلي العالمي إلى مستويات أواخر التسعينات، وتراجعت التدفقات المالية عبر الحدود في سنة 2016 بـ 65% مقارنة بمستواه في سنة 2007 كما يبرزه الشكل الموالي.

شكل رقم3: تطور حجم التمويل الدولي خلال الفترة ( 2016 - 1990 )



SOURCE :susan lund , eckart windhagen the new dynamics of financial globalization, Mckinsey institute , august 2017, p.1

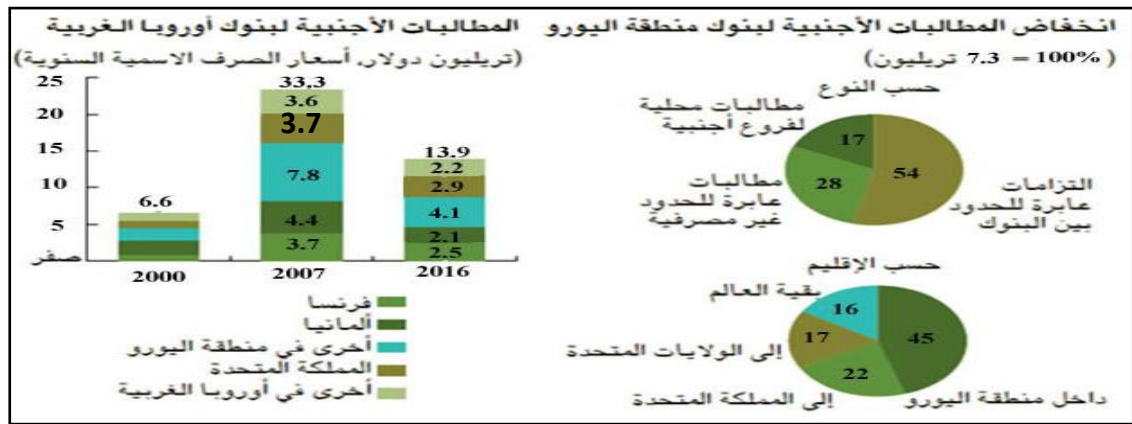
في حين تقلصت جميع أنواع التدفقات الرأسمالية، شكل الإقراض عبد الحدود أكثر من نصف إجمالي الانخفاض. و تعكس هذه الظاهرة تراجعاً عن ممارسة الأعمال في الخارج و تحولاً بعيداً عن تمويل تجارة الجملة عبر الحدود من جانب كبرى البنوك الأوروبية و بعض البنوك الأمريكية.

-تحول مشهد التمويل الدولي

أطلق الكثير من البنوك الكبرى في أوروبا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة خطاً توسعية عالمية قبل الأزمة، بالسعي بكل الوسائل الممكنة لتحقيق النمو على الصعيد الدولي، واعتمدت بشكل متزايد على التمويل بين البنوك عبر الحدود قصير الأجل. حيث توسعت بنوك منطقة الأورو بعد صدور اليورو في الأول جانفي 1999، خارج حدودها الوطنية إلى جميع أرجاء منطقة العملة الواحدة. و نظراً للعملة الموحدة و القواعد الموحدة إلى حد كبير، تراجعت المخاطر ذات الصلة بكل بلد على حدة وزادت أرصدها من المطالبات الأجنبية(بما في ذلك القروض الخاصة بفرعها الأجنبية) من 4.3 تريليون دولار في العام 2000 إلى 15.9 تريليون دولار في عام 2007، و يرجع معظم هذا النمو إلى الإقراض و مشتريات الأصول الأجنبية الأخرى في منطقة اليورو، وكانت الروابط المالية المتنامية- خاصة أسواق ما بين البنوك- مهمة أيضاً حيث ربطت بين البنوك في منطقة اليورو ولندن و الولايات المتحدة. و استند جزء كبير من التوسع الخارجي للبنوك إلى مخاطر غير محسوبة جيداً أو استراتيجيات غير موجهة بشكل جيد ظهرت من جديد و أثرت سلباً على البنوك، فقد اشترت بعض البنوك الأوروبية شرائح ذات تصنيف - AAA من الأوراق المالية الأمريكية المضمونة بالرهون العقارية عالية المخاطر التي أدت في وقت لاحق

إلى خسائر كبيرة، واشتركت البنوك الهولندية و الفرنسية و الألمانية بشكل مباشر و غيرمباشر في فقاعة العقارات الاسبانية وعانت من آثار انفجار تلك الفقاعة، و توسعت البنوك النمساوية كثيرا في أوروبا الشرقية و حتى آسيا الوسطى و لكنها قلصت حجم أعمالها منذ ذلك الحين، وكان استثمرت البنوك الايطالية كبيرا في تركيا حيث ثبت أن الهوامش المعدلة لمراعاة المخاطر كانت أقل مما كان متوقعا، و كان هناك عنصر من سلوك القطيع، حيث أدى سعي بعض البنوك الكبيرة بقوة إلى التوسع الخارجي للمشاركة في أعمال عالية الهامش إلى دفع الكثير من البنوك الأخرى إلى أن تحذو حذوها. غير ان هذا الاتجاه انعكس و تراجع بعد الازمة المالية العالمية 2008، حيث انخفضت المطالبات الأجنبية الخاصة ببنوك منطقة اليورو بمقدار 8.3 تريليون دولار أو 45%.

شكل رقم4: تراجع المطالبات الاجنبية لبنوك منطقة الاوروبعد الازمة المالية العالمية



المصدر: سوزان لوند و فليب هالي ، بداية جديدة للتمويل العالمي، مجلة التمويل والتنمية ، مجلة دورية لصندوق النقد الدولي، ديسمبر، 2017، ص.42

وجاء هذا التراجع استجابة إلى إعادة تقييم مخاطر المعاملات عبر الحدود، حيث اتضح لكثير من البنوك أن الهوامش والإيرادات على الأعمال الأجنبية أقل من مثيلاتها في الأسواق المحلية، التي يكون فيها لدى البنوك حجم أعمال كبير ودراية بالأوضاع المحلية، كما أدت الشروط الدولية الجديدة بشأن رأس المال والسيولة في اطار معايير لجنة بازل 3 إلى زيادة تكاليف حيازة جميع الأصول، وازدادة رسوم جديدة على البنوك المؤثرة على النظام المالي مما أثر سلبا على زيادة حجم وتعقيد خطوط الأعمال، بما في ذلك العمليات الأجنبية، وهو ما دفع البنوك الى تقليص عملياتها الأجنبية استجابة لذلك، كما ساهمت بعض برامج البنوك المركزية التي وضعت بعد الأزمة لاستعادة الاستقرار المالي، مثل خطة التمويل من أجل الإقراض لبنك إنجلترا المركزي أوعمليات إعادة التمويل الموجه على المدى الطويل للبنك الأوروبي، في تحفيز البنوك على إقراض المقترضين المحليين بدلا من الأجانب. وفي هذا الاطار اتجهت البنوك العالمية الكبرى الى بيع بعض أعمالها الأجنبية أو الخروج من بعض الأسواق الأجنبية خاصة بنوك هولندا وفرنسا و سويسرا وبريطانيا، وبالمقابل توسعت لبنوك اخرى خارجيا، ومن ذلك البنوك الكندية حيث تحتفظ البنوك الاربعة الكبرى بنصف أصولها خارج كندا خاصة في الولايات المتحدة؛ و توسعت

البنوك اليابانية خارجيا أيضا. كما أن البنوك الصينية الأربعة الكبيرة وسعت بسرعة إقراضها الخارجي، ويرجع ذلك الى مرافقتها لتمويل مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر الصينية في الخارج.

-اتجاه التمويل الدولي الى مزيد من الاستقرار

تشير التطورات المرتبطة بالتدفقات الرأسمالية الدولية إلى انها أصبحت أكثر استقرارا وقدرة على الصمود، و ان الأسواق المالية لا تزال مترابطة. و على الرغم من أن التدفقات السنوية من رأس المال تراجعت تراجعا كبيرا، فقد أستمر نمو رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي وحوافظ حصص الملكية وحوافظ السندات منذ الأزمة، وإن كان بشكل أبطأ بكثير من السنوات التي سبقت الأزمة، حيث يمتلك المستثمرون الأجانب 28% من حصص الملكية حول العالم مقارنة بنسبة 18% في 2000 و في أسواق السندات العالمية، كان المستثمرون الأجانب يمتلكون 31 % من السندات في عام 2016 بالمقارنة مع 18% في عام 2000، ويعد عنصر الإقراض والاستثمارات الأخرى العنصر الوحيد من أرصدة الأصول و الخصوم الاستثمارية الأجنبية الذي انخفض منذ الأزمة. كما يوضحه الشكل التالي.

شكل رقم 5 : تطور حجم التدفقات المالية الدولية منذ الأزمة المالية العالمية



المصدر: سوزان لوند و فليب هالي ، بداية جديدة للتمويل العالمي، مجلة التمويل والتنمية ، مجلة دورية لصندوق النقد الدولي، ديسمبر

2017، ص.44

و هناك ثلاث أسباب تشير إلى ان مستقبل التمويل الدولي يمكن أن تكون أكثر استقرارا على المدى المتوسط، تتمثل في:

- تغير مزيج التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود بشكل كبير ويطرق تؤدي إلى الاستقرار، حيث شكل الاستثمار الأجنبي المباشر 54% من التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود وسيعزز هذا التحول الاستقرار في التدفقات المالية العابرة للحدود، باعتباره يمثل الاستراتيجيات طويلة الأجل للشركات وبالتالي فإنه يعد أقل نوع من التدفقات الرأسمالية تقلبا. كما ان مشتريات الحافظة من حصص الملكية والسندات أقل تقلبا أيضا من الإقراض العابر للحدود، و شكلت هذه المشتريات أكثر من 40% من إجمالي التدفقات الرأسمالية منذ الأزمة. اما الإقراض عبر الحدود لا سيما الإقراض القصير الأجل الذي يعد أكثر أنواع التدفقات الرأسمالية تقلبا فإنه يشهد نوعا من التراجع.

- النمو المتزايد لتحويلات العاملين إلى بلدانهم الأم، والتي تعد أكثر استقراراً من الاستثمار الأجنبي المباشر نفسه. وقد أصبحت مصدراً كبيراً للتمويل في الاقتصادات النامية، ففي عام 2016، بلغت تحويلات العاملين إلى هذه الاقتصادات ما مجموعه 480 مليار دولار تقريباً، مقارنةً بمجرّد 82 مليار دولار في عام 2000 و 275 مليار دولار في 2007، وهي تعادل 60% من التدفقات الرأسمالية الخاصة (الاستثمار الأجنبي المباشر، تدفقات حوافز حصص الملكية والدين والإقراض عبر الحدود)، وتبلغ ثلاث مرات حجم المساعدة الإنمائية الرسمية، و من المرجح أن تواصل تحويلات العاملين النمو مع استمرار الزيادة في الهجرة العالمية وتطور التكنولوجيات مثل المدفوعات باستخدام سلسلة التجمع و الدفع عبر الهاتف النقال التي تجعل التحويلات أكثر سهولة وأرخص سعراً .

- تقلص وفر المدخرات العالمية التي ظهرت قبل الأزمة، و تقلصت الاختلالات العالمية في الحسابات المالية والرأسمالية من 2.5% من إجمالي الناتج المحلي العالمي في عام 2007 إلى 1.8% في عام 2016. و يؤدي ذلك إلى انخفاض احتمالات أن تسفر إزالة هذه الاختلالات فجأة عن حدوث تقلبات في أسعار الصرف وأزمات في ميزان المدفوعات في بعض البلدان.

ثالثاً: العوامل والقوى الدافعة الى تغيير معالم التمويل الدولي

ارجعت الكثير من الدراسات تطور اشكال وانماط التمويل الدولي واتساع حجمها ونطاقها بعد عقد السبعينيات من القرن الماضي الى تأثير العولمة المالية والتحرير المالي على نظام التمويل في مختلف الاقتصاديات، إذ اتجهت معظمها المتقدمة منها أو النامية إلى الاعتماد على السوق المالي لتجميع المتطلبات التمويلية للشركات أو للحكومات ، مضيفاً عليها درجة عالية من التطور و الكفاءة بالنظر إلى حجم التعامل وعمقها، و مستوى تقنياتها العالية، وفي إطار حرية انتقال رؤوس الأموال أخذ السوق المالي اتجاهاً نحو العالمية بحكم تمويلها للشركات متعددة الجنسيات التي تنشط في العديد من الدول.

1-العوامل المساعدة على تغيير معالم التمويل الدولي

من اهم هذه العوامل:

أ- تطور سوق العملة الأوروبية الدولية

بدأت بظهور سوق اليورودولار le marche Eurodollar، وهي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية، ولا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية. و تعد سوق السندات الأوروبية الدولية هي أكثر أسواق رأس المال من حيث درجة التحرر، وسهولة الوصول إليها من أجل الحصول على قروض طويلة الأجل من جانب المقترضين الدوليين، وقد تحسنت السوق الثانوية تحسناً كبيراً في السنوات الأخيرة، حيث حققت هذه السوق العمق والسيولة في أواخر السبعينات، وأصبحت سوق السندات الأوروبية الدولية جزءاً لا يتجزأ من عمليات التمويل والعمليات المصرفية الدولية، مما ساعد على نشأة سوق رأس المال طويل الأجل. فقد نمت قيمة السندات الدولية المستحقة بنسبة 10.5% أي حوالي تريليون دولار منذ نهاية سنة 2005 فقط، و شكل الدين المقوم بالأورو أكثر من 49% من الإصدارات الجديدة في سنة

2006، و هو يعادل في سنة 2007 أكثر من 45 % من السندات الدولية المستحقة، في حين شكل الدولار الأمريكي حوالي 36 % من إجمالي السندات المستحقة و حوالي 10 % بالجنه الإسترليني<sup>15</sup>.

ب-إزالة القيود على القابلية للتحويل لأغراض الحساب الجاري قامت أوروبا بإزالة هذه الحواجز لأغراض الحساب الجاري في 1958-1959، ثم تلتها الوم أ في 1959 و عدد من الدول، كما ان الدول النامية التي قامت بإزالة القيود المفروضة على خروج ودخول رؤوس الأموال إليها، قد شهدت زيادة في التدفقات الواردة إليها.

ج-الانتقال من اليات الكبح المالي الى التحرير والانفتاح المالي على المستوى المحلي والخارجي بفتح المجال امام رؤوس الاموال الاجنبية للتدفق الى الاسواق المحلية بمختلف اشكالها، حيث ارتفعت نسبة البلدان التي تعتمد النظم المالية المتحررة ثلاثة أضعاف على مدى السنوات الخمسين الماضية، و زادت التدفقات المالية الدولية بشكل ملحوظ حيث ارتفع إجمالي الأصول المالية العالمية من 250 مليار دولار في عام 1970 إلى ما يقرب من 70 تريليون دولار في عام 2010<sup>16</sup>.

د-الاعتماد على الاسواق المالية في التمويل(من اقتصاد المديونية L'économie d'endettement الى اقتصاد الاسواق المالية L'économie de marchés financiers او من الوساطة المالية intermédiation financière الى اللوساطة المالية desintermédiation financière)؛

هـ - تكاملية الأسواق المالية المتقدمة وتنامي الروابط بينها ( اللانفصال décloisonnement )؛ إذ سمحت بتوفير أفضل السبل أمام المدخرين لتوظيف فوائضهم وللمستثمرين لتلبية احتياجاتهم على نطاق السوق العالمية فعندما يكون مستثمر ما بحاجة إلى التمويل فإنه سيفاضل بين اللجوء إلى بنك أجنبي يوفر له ذلك القرض بتكلفة أقل مقارنة بالبنوك المحلية أو انه يقدم على إصدار أوراق مالية في شكل أسهم اوسندات أو في صورة أي منتج آخر في السوق المالي الوطني أو الدولي ، بما يتوافق مع مستوى الرضا بالنسبة للفوائد من جهة ومستويات الخطر المترافقة، و نفس الشيء بالنسبة للتوظيفات على المستوى الدولي إذ وجد أن صناديق التقاعد في الولايات المتحدة الامريكية في سنة 1995 قد قامت بتوظيف جزء كبير من مدخراتها في السوق العالمية خارج الومأ بما يمثل 7% - 8% من حافظتها المالية في سنة 1994 .

و- عالمية التداول و السماح بتداول الأوراق المالية لمختلف الشركات الأجنبية

فقد تم إلغاء الكثير من الحواجز والقيود التي تفصل بين الأسواق المالية المحلية والدولية(اللانظامية déréglementation) وفسح المجال أمام المتعاملين الأجانب للتعامل في الاوراق المالية في البورصات المحلية، و تحرير تداول الأوراق المالية المقومة بعملات أجنبية في الأسواق المالية المحلية، وكان لهذا التحرير أثر جيد لخدمة مسار اندماج الأسواق المالية العالمية. ولضمان توفير هذه الخدمة فقد تم بناء شبكات الكترونية واسعة تسمح بالربط الآلي بين الأسواق وتتيح هذه الخدمات بيانات كافية عن مختلف

الاسواق الاخرى بصورة آنية، بما يضمن انسجام وتوازن الأسواق العالمية، وتوفر للمتعاملين إمكانية اتمام صفقات على مدار 24 ساعة.

#### ز- تحرير القطاع المالي والمصرفي

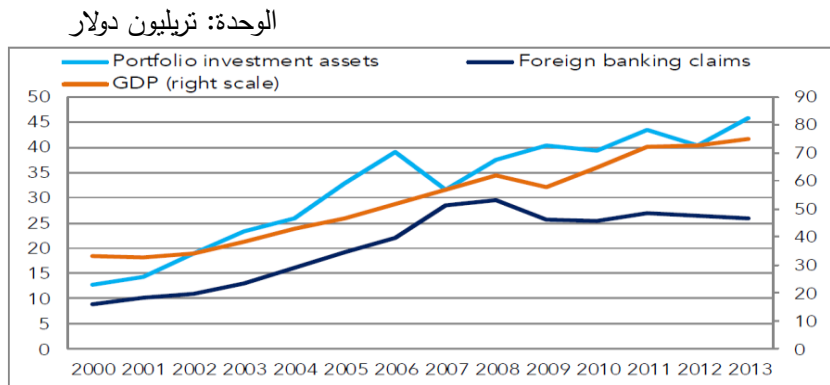
لم تقم الدول بإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال فقط، بل اتجهت إلى تحرير القطاع المالي بها، حيث عملت على توسيع مدى تحرك أسعار الفائدة، أو إزالة السقوف المفروضة عليها، وخفضت من نسبة الاحتياط القانوني، وقللت من تدخل الدولة في تخصيص الائتمان، وعملت على خصصة البنوك وشركات التأمين، كما تمت إزالة العديد من الحواجز المؤسسية التي تفصل بين السوقين المحلي والدولي، مما ترتب عليه اندماج الأسواق المحلية في الأسواق العالمية الذي ترتب عليه دفعة قوية لتسارع عملية العولمة المالية.

#### ح- تزايد فروع البنوك الأجنبية (التدويل المصرفي)

تلعب هذه الفروع دوراً فعالاً وحيوياً في عملية عولمة النشاط المالي، وتكمن أهمية هذه الفروع في أنها تقوم في أغلب عملياتها بالعملة الأجنبية، ولصالح غير المقيمين أو لصالح الشركات عابرة القارات، وهذا ما يساعد على نقل المستجدات المالية بين المراكز المالية المختلفة في العالم.

وكانت هناك زيادة كبيرة في الوجود المحلي للبنوك الأجنبية والمؤسسات المالية الأخرى قبل الأزمة المالية، ففي العقد السابقين، قامت البنوك بتوسيع وجودها العالمي بإنشاء عمليات في كثير من البلدان من خلال الفروع (امتدادات مباشرة للبنك) والمؤسسات التابعة لها. وعلى مدى الفترة 1995-2009، بلغ عدد الاستثمارات في البنوك الأجنبية نحو 560 بنكا أجنبيا، مما زاد متوسط عدد البنوك الأجنبية من 20 % من مجموع البنوك العاملة في الأسواق المحلية إلى 34 %<sup>17</sup>. وقد حدثت الزيادة الحادة في التدفقات المالية المصرفية وغيرها من التدفقات المالية المنشئة للديون في عدد من البلدان. فبين عامي 2002 و 2007، ارتفع إجمالي التدفقات الرأسمالية من نحو 8% إلى ما يقرب من 25% من إجمالي الناتج المحلي في الاقتصاديات المتقدمة، ومن نحو 2.5% إلى أكثر من 12% من إجمالي الناتج المحلي في اقتصاديات الأسواق الصاعدة<sup>18</sup>. و الشكل الموالي يبرز جانبا من هذه التطورات

شكل رقم 6: تطور حجم استثمارات المحفظة المالية و البنوك الاجنبية في العالم خلال الفترة 2000-2013



Source: Brad Carr, Richard Gray, Jaime Vazquez, proposed Basel changes: impacts for Emerging Market Economies, September 2016, Institute for international finance, p.6

ط- ارتفاع نسبة البلدان التي تعتمد النظم المالية المتحررة الى ثلاثة أضعاف منذ 1970، ومع جني مزيد من البلدان مكاسب السماح بحرية حركة رؤوس الأموال، زادت التدفقات المالية الدولية بشكل ملحوظ. وفي حين ساعدت العولمة المالية على نشر الكثير من المكاسب بين البلدان، فقد زادت أيضا من احتمالات انتقال صدمة سلبية تقع في أحد المراكز المالية الكبرى إلى بلدان أخرى وهذا هو ما حدث بالفعل. فبعد أن بلغت التدفقات الرأسمالية الإجمالية العالمية ذروة في أوائل عام 2008، انخفضت بصورة حادة إلى 1.3 % من إجمالي الناتج المحلي العالمي في عام 2009، على نحو أثر على الاقتصاديات المتقدمة واقتصاديات الأسواق الصاعدة. وتعافت التدفقات بدرجة ما في عام 2010، إلا أنها هبطت مرة أخرى مع اشتداد أزمة الدين السيادي الأوروبي. وفي عام 2012، لم تزد التدفقات على 3.6 % من إجمالي الناتج المحلي العالمي<sup>19</sup>.

## 2- القوى الدافعة لتدويل اشكال التمويل

لقد فرضت تيارات العولمة الاقتصادية والمالية نموا مستمرا ومتسارعا في حجم وشكل التمويل الدولي وكان ذلك مدفوعا بالقوى التالية:

أ - الابداع في الصناعة المالية والمصرفية وتآلية مختلف الصفقات: ساهمت الابداعات المالية بإدخال تعديلات على الأدوات المالية المتداولة في البورصات و على محافظ الاستثمار وفي ظهور تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية الجديدة إلى جانب الأدوات المالية التقليدية، اصطلاح عليها بالمشتقات المالية *les produits dérivés* او *derivatives* في أسواق موسومة بأسواق العقود المستقبلية و عقود الخيارات و عقود التبادل، توفر هذه الأسواق للمستثمرين مجالا اوسع للتوقي من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية بسبب تذبذبات أسعار الفائدة و معدلات الصرف، و توفر مجالا خصبا للمضاربين لتحقيق الأرباح. و قد زاد هذا النمو منذ السبعينيات بعد ابتكار المشتقات المالية كأحد اهم مظاهر التجديد المالي الذي دعم نمو حجم التداول .

ب- زيادة عدد الشركات التي تنشط في مجال الوساطة المالية، والنمو المطرد للنشاط المصرفي تحت طائلة ضيق السوق المحلي، ففي إطار اتساع نشاط الوساطة المصرفية تنامت حدة المنافسة فيما بينها و حتم عليها زيادة الجهود لتقديم المزيد من المنتجات المالية والنقدية التي تستجيب لطلبات المتعاملين من مستثمرين أو مدخرين ، في حين ضيق السوق المحلي مع نمو اقتصادي ضعيف او متباطئ شكل قيذا حقيقيا أما تناقص أرباح الوساطة المصرفية، فلزمها الأمر بضرورة تقليل حدة القيد المفروض عليها، والخروج بذلك من مستوى المحلية الى الأسواق العالمية بحثا على التنوع في النشاط و الخروج من قاعدة التخصص وصارت البنوك تميل إلى وضع استراتيجيات دولية.

ج- ميل مؤسسات الوساطة المالية المصرفية إلى تمويل شامل للأنشطة كقيامها بعمليات التمويل التاجيري والتأمين المصرفي و الدخول في نشاط السوق المالي بفرع معين ( البنوك الشاملة)، أو خلق دائرة جديدة في المصرف لتأمين خدمة الأنشطة غير التقليدية الى جانب ميلها للاستفادة من التدفقات

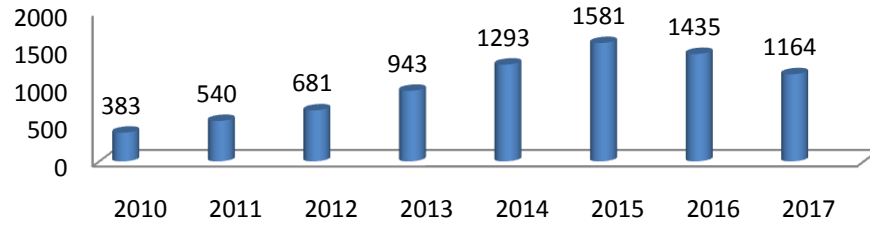
الرأسمالية و التي تشكل موارد يمكن العمل على استقطاب نصيب منها لفائدتها في صورة ودائع فيتوفر للبنك قدر مهم من الموارد التي يمكن توجيهها إلى مجالات نشاطها الفعال وتتمكن من تلافي حجم المنافسة التي صارت تواجهها من قبل العديد من المؤسسات المالية الاخرى كبنوك الاستثمار، و في خضم هذا التنافس انخفض عدد المصارف الامريكية مثلا من 30000 مصرف عام 1920 إلى 11000 مصرف عام 1995 و تزايد الاتجاه الى تقليص عدد البنوك العاملة في النشاط و استفرد ذلك عن دخول البنوك في نشاطات لا علاقة لها بالوساطة المالية محاولة منها لاقتناص الفرص التي يتيحها نشاط السوق المالي من خلال امكانية تحويل الاصول إلى اوراق مالية متداولة (وساطة السوق)، وإجراء مقايضات لأسعار الفائدة من أجل تجنب المخاطر الائتمانية، و رفع معدلات العائد لفائدة مالكي البنك لتدعيم ثقة حملة أسهم الملكية ، خصوصا وأن الوساطة المالية غير المصرفية صارت تشكل قيودا حقيقيا أمامها، فهي تضيق الخناق على الموارد المتاحة للمصارف من خلال تجميعها لفوائض نقدية من قطاع العائلات أوقطاع الأعمال و قد سمحت لها بتحقيق معدلات عائد مرتفعة نسبيا.

د- النمو الضخم للشركات متعددة الجنسيات :إذ وصل تعدادها إلى 40000 شركة في أواخر التسعينات بعد أن كانت 7000 شركة في الستينات و يتجاوز حاليا 85000 باكثر من 850000 فرع ،و قد أسهمت هذه الشركات في ربط و تفعيل الأسواق المالية على الصعيد العالمي بالنظر إلى اتساع نشاطها و التي هي بحاجة إلى موارد تمويلية ضخمة جدا و تولدت بذلك ايرادات هائلة صانعة حركية في تدفقات رؤوس الاموال على الصعيد العالمي فهي تتحكم في قدر كبير من الاستثمارات الاجنبية المباشرة التي فاقت حجمها 1.8 تريليون دولار في سنة 2007 وانخفض الى 1.4 تريليون دولار سنة 2017 ، وهي المسؤولة الاولى عن مختلف عمليات التملك والاندماج عبرالحدود التي قاربت 694 مليار دولار وعمليات الاستثمار التأسيسية التي قدرت ب 720 مليار دولار<sup>20</sup> ، هذه الحقيقة تستدعي وجود بنك ذو نشاط دولي يوفر لها الخدمات المصرفية اللازمة التي تحتاجها في مختلف نقاط تواجدها خصوصا وان الشركات متعددة الجنسيات في علاقتها المالية تتطلب موارد مالية ضخمة، الامر الذي يحتم على المصرف الذي يتعامل معها أن يكون في مستوى تطلعاتها من حيث خدماته و قدراته على تجميع الأموال من مختلف ربوع العالم حتى يستجيب لمستوى نموها في كل اماكن تواجدها.

هـ-النمو الهائل والمطرّد لتكنولوجيا الاعلام والاتصال وتطور استخدام أجهزة الاعلام الالي والانترنت التي ربطت أغلب الأسواق المالية العالمية فاسحة بذلك المجال إلى مزيد من تعمق عولمة الأسواق المالية، وتوفر هذه التكنولوجيا المتقدمة تدفق مستمر للمعلومات لكل من يحتاجها في الزمان و المكان فتسمح بتقييم أوضاع الأسواق،و دراسة الفرص ورصد المخاطر وتحليلها و توقع الاتجاهات المستقبلية حتى تتمكن من إدارتها. فقد سمح استخدام شبكة سويفت لتبادل الرسائل المالية في حل العديد من المشكلات التي تواجه البنوك الدولية والمؤسسات المالية في جميع دول العالم وتطوير صناعة المعاملات

المالية العالمية، والقضاء على مشاكل التزوير والاحتيال التي كانت تحصل بسبب استخدام الوسائل التقليدية، وانخفضت نسبة الأخطاء نظراً لوضوح التعليمات وسهولة تطبيقها وصعوبة اختراقها والتلاعب بها، إضافة إلى إمكانية تدارك العديد من الأخطاء بسرعة عبر إجراء تعديلات لرسائل تم إرسالها من قبل، وإلى جانب ضمان سلامة و أمان الأداء والموثوقية العالمية نجد أن هذه الخدمة سريعة ومنخفضة التكلفة، هي تضم أكثر من 10 آلاف مؤسسة مالية تنتمي إلى 212 دولة ويفوق حجم العمليات المالية التي تنظمها 5 تريليونات دولار في اليوم الواحد وقد تمر عبرها يومياً أكثر من 30 مليون رسالة (أفريل 2018)<sup>21</sup>. هذا إضافة إلى الدور الذي لعبه التمويل الرقمي من خلال انتشار استخدام التكنولوجيات المالية الجديدة مثل المنصات الرقمية والعملات المشفرة وسلسلة التجميع والتعليم الآلي في توسيع المشاركة في التمويل العابر للحدود وتسريع التدفقات الرأسمالية، حيث حققت الاستثمارات العالمية في التكنولوجيا المالية نمواً سريعاً في السنوات الأخيرة، وتشير التوقعات إلى استمرار نموها بقوة. فقد ارتفعت قيمة الاستثمارات في التكنولوجيا المالية بما يزيد على عشرة أضعاف. كما يوضح الشكل أدناه.

شكل رقم: الاستثمارات العالمية في شركات التكنولوجيا المالية



■ قيمة الصفقات بالمليارات الدولارات

source :KPMG International cooperation , value of fintech ,report ,2017 ,p 13

يلاحظ من الشكل أن حجم الاستثمارات العالمية في التكنولوجيا المالية في ارتفاع مستمر وبوتيرة متسارعة حيث كان حجم الاستثمار 383 مليار دولار سنة 2010 ، ثم وصل سنة 2015 حجم 1581 مليار دولار ، في حين انخفض سنتي 2016 و 2017 إلى 1.435 مليار دولار و 1164 مليار دولار 22، ويعود ذلك إلى دمج المؤسسات العاملة في تكنولوجيا المالية في الولايات المتحدة والذي أدى إلى تراجع في الاستثمارات العالمية.

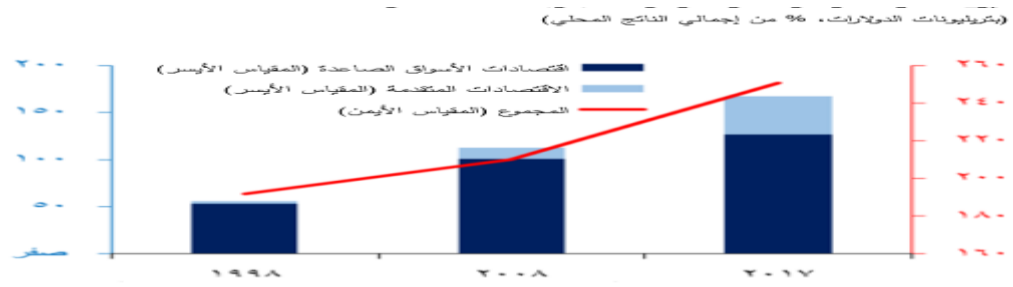
ونظراً لأهمية التكنولوجيا المالية فقد اصدر صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ما يعرف باجندة مؤتمر بالي التي تهدف إلى استخدام التكنولوجيا المالية لتعميق الأسواق المالية، وتعزيز الوصول الآمن إلى الخدمات المالية، وتحسين أنظمة المدفوعات والتحويلات عبر الحدود . و هي تتضمن 12 عنصراً على صعيد السياسات تهدف إلى مساعدة البلدان الأعضاء على الاستفادة من المنافع والفرص التي تتيحها التطورات السريعة في مجال التكنولوجيا المالية التي سُنحِت تحوُّلاً في تقديم الخدمات المصرفية، وفي

الوقت ذاته إدارة ما تنطوي عليه من مخاطر . وتتمثل أهمها في تبني وعد التكنولوجيا المالية بما يحققه من أثر اجتماعي واقتصادي واسع النطاق، ويشمل ذلك: زيادة تعميم الخدمات المالية والشمول المالي؛ وتعميق الأسواق المالية؛ وتحسين أنظمة المدفوعات والتحويلات عبر الحدود. و تمكين التقنيات الجديدة من تعزيز تقديم الخدمات المالية من خلال تسهيل وتيسير البنى التحتية الأساسية، وتعزيز سبل الوصول إليها على نحو مفتوح وميسور التكلفة، وضمان وجود بيئة تدعم السياسات (وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية والبنى التحتية الرقمية والمالية) مثل خدمات الإنترنت ذات النطاق العريض، وخدمات البيانات المحمولة، ومستودعات البيانات، وخدمات الدفع والتسوية). إضافة إلى تعزيز المنافسة والالتزام بوجود الأسواق المفتوحة والحرّة والتنافسية لضمان مجال عمل متكافئ وتشجيع الابتكار واختيار العملاء وتعميم سبل الوصول إلى الخدمات المالية عالية الجودة. كما تسعى إلى تكثيف الاعتماد على التكنولوجيا المالية بهدف تشجيع الشمول المالي وتطوير الأسواق المالية من خلال التغلب على التحديات المتعلقة بالوصول إلى قطاعات السوق ومعلومات العملاء والسلامة التجارية، ومن خلال تحسين البنية التحتية. وينبغي أن تكون قضايا التكنولوجيا المالية جزءاً من إستراتيجيات وطنية للاشتغال، والتثقيف المالي والرقمي، مع تشجيع تبادل المعرفة بين الأطراف الفاعلة في القطاعين العام والخاص، والمجتمع المدني، وأصحاب المصلحة الآخرين<sup>23</sup>.

و- تزايد أهمية الأسواق الصاعدة في مجال التمويل الدولي، حيث حصل تغير في توزيع تدفقات رؤوس الأموال بين المناطق الكبرى في العالم، واضحت الدول الصناعية الناشئة أو الجديدة في آسيا وأمريكا اللاتينية مع بداية 90 من الفاعلين الرئيسيين في التمويل الدولي.و ما أدى إلى ظهور ظاهرة الأسواق المالية الناشئة (MCE) Les marchés de capitaux émergents، هذه الأخيرة التي ارتفعت حصتها في رسملة البورصات العالمية من 2.5% سنة 1983 إلى 9% سنة 1993. وفسر نجاح الأسواق المالية الناشئة بارتفاع مردوديتها أو عوائدها (حققت بعض التوظيفات المالية في آسيا ربحاً ما بين 50% و 100% في النصف الأول من العقد) و هو ما سمح بتوزيع توظيفات المستثمرين الدوليين مع ارتفاع المخاطر نظراً لضعف الرقابة الممارسة من طرف السلطات المحلية لتلك الدول.وهي تعد حالياً من أهم المراكز المالية الدولية<sup>24</sup>.

وبالرغم من تزايد أهمية الأسواق الصاعدة في مجال التمويل الدولي إلا أنها أضحت تشكل خطراً بالنسبة له في ظل تزايد قروض الرفع المالي غير المالي، ففي الاقتصادات ذات القطاعات المالية المؤثرة على النظام العالمي ارتفعت ديون الحكومات والشركات والأسر من حوالي 200% من إجمالي الناتج المحلي منذ عشر سنوات إلى 250% تقريباً في سنة 2017. وتتزايد قروض اقتصادات الأسواق الصاعدة من الأسواق الدولية مما يعرضها لمخاطر عدم القدرة على إعادة تمويل جانب كبير من ديونها بالعملة الأجنبية. وتتعرض البنوك لمخاطر الإقراض لهؤلاء المقترضين المثقلين بالديون، كما أن بعض البنوك العالمية لديها حيازات كبيرة من الأصول الأقل سيولة مع تراجع معايير ضمان القروض وجودة الائتمان.

## شكل رقم 5: تطور حجم ديون الحكومات و الشركات والاسر خلال الفترة 1998-2017



المصدر: توباياس أديان، النظام المالي أقوى، لكن هناك مواطن ضعف جديدة نشأت خلال العقد الذي أعقب الأزمة، مدونة صندوق النقد الدولي، 9 أكتوبر 2018.

وتواجه السلطات مهمة تحقيق توازن دقيق بين تشديد سياسات القطاع المالي وبطء النمو الاقتصادي الناتج عن ذلك. وينبغي أن تعمم السلطات المالية تطبيق الإجراءات الاحترازية الكلية وأن تنتظر في وتوسيع حدود هذه الأدوات لكبح الرفع المالي المتزايد واحتواء المخاطر المتزايدة على الاستقرار، كما يجب على الاقتصاديات الصاعدة الاستفادة من الأوضاع الخارجية الداعمة لتعزيز صلابتها وذلك في سبيل مواصلة تعزيز مراكزها الخارجية والحد من الرفع المالي في قطاع الشركات.

### الخاتمة

توصلت الدراسة الى جملة من النتائج تؤكد على اهمية العولمة المالية في تغيير معالم وجغرافيا التمويل الدولي، حيث سمح انهيار نظام بريتن وودز بعد 1971 بالتوجه الي انظمة الصرف المرنة وسياسات الانفتاح المالي التي ساهمت في زيادة درجة الترابط والاعتماد المتبادل بين اسواق راس المال العالمية مما سمح بنمو حجم التمويل الدولي الذي انفصل عن حجم التجارة الدولية، ونما الاقتصاد المضاربي غير الرسمي الذي اضحى يشكل 90% من اجمالي الناتج المحلي العالمي، وقد لعبت التكنولوجيا دورا جد بارز في هذا الاطار لاسيما في العقود الاخيرة، حيث برزت معالم التمويل الرقمي العابر للحدود من خلال الدور المتعاظم لشركات التكنولوجيا المالية ومنصات التمويل الجماعي، غير ان هذه التطورات وبالرغم من الفرص الهائلة التي توفرها لنظام التمويل الدولي الا انها تحمل في طياتها مخاطر تهدد استقرار انظمتها المالية ترتبط خاصة بعدم خضوع شركات التكنولوجيا المالية للتنظيم والرقابة و تنامي حجم الرفع المالي و تراجع جودة الائتمان الممنوح، وعليه فان الحفاظ على فرص التمويل الدولي ومزاياه تتطلب التدخل السريع للحد من مخاطره من خلال:

- اعادة النظر في طبيعة المشتقات المالية المتداولة؛

- اخضاع بنوك الظل المصرفي التي فاق حجم تمويلها عالميا 80 تريليون دولار سنة 2014 وانخفض الى 60 تريليون دولار سنة 2016 الى الرقابة والتنظيم ووضع مجموعة من المعايير الاحترازية فيما يخص المؤسسات المالية الغير مصرفية، باعتبارها تتسبب في حدوث مخاطر نظامية وتهدد الاستقرار

المالي والاقتصادي العالمي. لاسيما في ظل انخفاض أسعار الفائدة لفترات طويلة مما يدفع بالتغير الجذري في طبيعة الوساطة المالية.

- تنظيم عمل شركات التكنولوجيا المالية التي تهدد بحصول عدة مخاطر لاسيما التشغيلية ومخاطر الجريمة الالكترونية؛ وكذلك العملات المشفرة والتي بالرغم من اهميتها في تشجيع الشمول المالي ورفع كفاءة عمليات الدفع والتسوية ، لكن هذه العملات يمكن أن تشكل مخاطر كبيرة باعتبارها أدوات محتملة لغسل الأموال، والتهرب الضريبي والإحتيال باخضاعها لإجراءات تنظيمية ورقابية ملائمة.  
-تحسين جودة الائتمان وتشديد الرقابة على عملية منحه لتقليل حجم قروض الرفع المالي.

## الهوامش:

- 1رميدي عبد الوهاب.. الأستاذ: سماي علي، العولمة المالية و اثارها على اقتصاديات الدول النامية، الملتقى الدولي "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-" بسكرة 21/20 نوفمبر 2006.
- 2قادة عبد القادر، متطلبات تاهيل البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف، 2008-2009، ص. 9
- 3محمد العربي ساكر، غالم عبد الله، موقع الدول العربية من العولمة المالي، اشارة خاصة الى الجزائر،مداخلة المقدمة في إطار الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة محمد نحيضر- بسكرة-الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006، ص.6
- 4قاسيمي اسيا، مرجع سابق، ص. 26
- 5 McKinsey Global Institute, DIGITAL GLOBALIZATION, THE NEW ERA OF GLOBAL FLOWS, MARCH 2016, p.14
- 6سالم رشدي سيد، ادارة IFM التمويل الدولي، اسسه و نظرياته، دار الراهة للنشر و التوزيع، الاردن، ط 1 ، 2015، ص.12.
- 7خالد احمد فرحان، محاضرات عن التمويل الدولي، <http://lms.duc.edu.iq/mod/folder/view.php?id=277>
- 8) عبيدات ياسين، تقييم دور مجموعة البنك الدولي في تمويل عملية التنمية المستدامة ، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس ، سطيف 1، ص.
- 9 غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي و العمليات المصرفية الدولية، ص . 55 دار وائل للطباعة و النشر، ط2 ، 2001
- 10عمار عبد الهادي شلال، التمويل الدولي و العمليات الاقراضية للصندوق العربي للامناء الاقتصادي والاجتماعي للفترة ( 1974-2009) ، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية و الادارية، المجلد 4 العدد7، السنة 2011، ص. 193
- 11) سالم رشدي سيد، ادارة IFM التمويل الدولي، اسسه و نظرياته، دار الراهة للنشر و التوزيع، الاردن، ط 1 ، 2015، ص.11
- 12عبد الغني حريزي، آثار تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية وسياسات مواجهه مخاطرها، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد الثامن، ص 44
- 13) سالم رشدي سيد ، ادارة IFM التمويل الدولي، اسسه و نظرياته، دار الراهة للنشر و التوزيع، الاردن، ط 1 ، 2015، ص.15)
- 14مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية، تقرير التجارة و التنمية، 2015، استعراض عام، ص 3-4
- 15علي محمود شلهوب، شؤون النقود و اعمال البنوك، دار شعاع للنشر و العلوم، الطبعة الاولى، حلب، سوريا، 2007، ص. 190
- 16أيهان كوسي وازغى أوزترك، عالم من التغيير، حصرا إنجازات نصف قرن من الماضي، مجلة التمويل و التنمية، سبتمبر 2014، ص.8.
- 17ستين كاليبسن، وان ماركيتي، النشاط المصرفي العالمي يستجمع قواه من جديد، مجلة التمويل و التنمية، ديسمبر 2013، ص.15
- 18ستين كاليبسن، وان ماركيتي، النشاط المصرفي العالمي يستجمع قواه من جديد ، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2013، ص.14
- 19ستين كاليبسن، وان ماركيتي، النشاط المصرفي العالمي يستجمع قواه من جديد ، مجلة التمويل و التنمية، صندوق النقد الدولي، ديسمبر 2013، ص.15
- 20 UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, WORLD INVESTMENT REPORT, 2018, p.7
- 21المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2018، ص.
- 22 صندوق النقد الدولي ، التكنولوجيا المالية : إطلاق إمكانات منطقتي الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان والقوقاز وآسيا الوسطى ، آفاق الإقتصاد الإقليمي ، أكتوبر 2017 ، ص1
- 23 <https://www.worldbank.org/ar/news/press-release/2018/10/11/bali-fintech-agenda-a-blueprint-for-successfully-harnessing-fintechs-opportunities>
- 24 The Global Financial Centres Index 24 ,septembre 2018, p.8