

العولمة والأسواق المالية في الدول النامية

ملخص

ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية و ذلك عن طريق قيام كثير من الدول النامية بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود. و قد نجم عن هذه العولمة الكثير من التحديات أمام الدول النامية، فهي تمثل بالنسبة لها فرصة لمزيد من النمو، كما تطرح أمامها مجموعة من المخاطر قد تؤدي إلى زيادة تهميشها.

تهدف هذه الورقة إلى محاولة المساهمة في إبراز بعض آثار العولمة على الأسواق المالية الناشئة. فيعد التطرق لمفهوم العولمة، عوامل و أسباب ظهورها، يتم توضيح مدلول الأسواق المالية الناشئة و محددات نموها. يتم تحليل و مناقشة آثار العولمة على الأسواق المالية الناشئة سواء العربية منها أو غير العربية و ينتهي هذا المقال بتقديم تصور حول كيفية مواجهة الدول النامية لتحديات العولمة.

د/ أحمد بوراس

كلية العلوم الاقتصادية
وعلوم التسيير
جامعة منتوري
قسنطينة، الجزائر

Abstract

Financial globalization has been considered as a result of the liberalization of the financial markets, where most of the developing countries have canceled the constraints and the restrictive regulations on the foreign financial inflows. Given the external financing environment facing developing countries, emerging markets may be expected to play a major role in mobilizing resources in support of growth and development efforts.

The purpose of this paper is to try to contribute in raising some of the globalization effects on the emerging markets. It is organized as follows: after developing the globalization concept, the main causes, it also identifies the emerging financial

التطورات الراهنة في الاقتصاد العالمي
تشير إلى زيادة في حجم و نوع معاملات السلع والخدمات العابرة للحدود، و تعاضم التدفقات الرأسمالية الدولية، مع سرعة انتشار التكنولوجيا. حيث أصبحت القرارات و الأحداث و الأنشطة التي تحدث في أحد أجزاء العالم تترتب عليها نتائج مهمة للأفراد و المجتمعات في أجزاء العالم الأخرى، وقد اهتم الاقتصاديون بهذه الظاهرة وفسروها على أساس أنها ما يصطلح على تسميته بالعولمة.

ولقد ساهم في تجلي و رسوخ هذه الظاهرة بشكل ملفت للانتباه، مجموعة من العوامل كالانقراض التكنولوجي و ما نجم عنه من سرعة و انخفاض في تكلفة النقل والاتصالات. كما كان للنمو السريع الذي عرفته الأسواق المالية العالمية، و كذا عولمة الأنشطة المشتركة في كل من التصنيع والخدمات،

مع النمو المتسارع للاستثمار الأجنبي المباشر، و زيادة دور الشركات المتعددة الجنسيات في الاقتصاد العالمي دورا هاما في إبراز ظاهرة العولمة.

و ينجم عن العولمة كثير من التحديات للدول النامية، فهي تمثل بالنسبة لها سلاح ذو حدين، حيث تعتبر فرصة لها لمزيد من النمو و لكنها في

نفس الوقت تطرح أمامها مخاطر تتمثل في مزيد من التهميش. يرى بعض الاقتصاديين أن زيادة تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي قد يمثل أهم فرصة لزيادة رفاهيتها في الأجل الطويل، و ذلك عن طريق الاستفادة من مزايا التخصص وتوسيع نطاق الأسواق عن طريق التجارة. هذا بالإضافة إلى إمكانية زيادة تعبئة المدخرات المالية وزيادة المنافسة بين الشركات. ولكن في المقابل تستطيع الدول المتقدمة الهيمنة على الدول النامية لعدم قدرة هذه الأخيرة على منافستها في مختلف القضايا الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والمالية والثقافية والتكنولوجية. وبالتالي فإن كل هذا من شأنه أن يكرس نظام التبعية ويؤدي إلى استغلال ثروات وقدرات الدول النامية وتوظيفها لصالح الدول الرأسمالية المتقدمة.

لقد ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية في كل الدول المصدرة و المتلقية لها، حيث قامت كثير من الدول النامية بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، و قد دعم هذا الاتجاه التوجه العالمي في إطار اتفاقيات جولة أوروغواي لتحرير التجارة في الخدمات المالية والمصرفية، و إزالة القيود التي تحول دون تدفق رؤوس الأموال. و قد ترتب على ذلك نشأة أسواق جديدة ليس لها تواجد جغرافي طبيعي كما هو الحال بالنسبة للبورصات التقليدية، و إنما تجمعها وتنظمها شبكات الكمبيوتر المتصلة ببعضها البعض. كما أدى انخفاض تكاليف المعاملات وأحداث أدوات جديدة إلى نمو كبير في المعاملات المالية الخارجية.

I- مفهوم العولمة

احتلت العولمة حيزا كبيرا في التطور العالمي على جميع المستويات، الاقتصادي، الاجتماعي الثقافي السياسي ... إلخ و بالرغم من ذلك فإن الأدبيات الاقتصادية قد أبدت تباينا في الآراء حول تحديد مفهوم العولمة، و التي يمكن أن نذكر أهمها:

تتمثل العولمة من وجهة نظر هريس (1) في الاهتمام بصفة عامة بزيادة تدويل الإنتاج والتوزيع والتسويق للسلع والخدمات، كما تتمثل في التطورات التي لها تأثير عميق على موضوع الاقتصاد ككل و الاقتصاد الدولي بشكل خاص.

بينما ينصرف مفهوم العولمة عند الإنكتاد (2) إلى زيادة تفاعل الدول في التجارة العالمية والاستثمار الأجنبي المباشر وأسواق رأس المال، كما زاد من عمليات العولمة

markets, either the Arabs or the non-Arabs markets. This is followed by an analysis and discussion of the globalization effects on the emerging markets. The paper concludes with providing some measures that should be taken by developing countries in the aim of reducing the risks and the challenges of the globalization.

وحفزها التقدم في النقل والاتصالات، وتحرير وإلغاء القيود على تدفقات رأس المال والتجارة على المستويين المحلي والدولي.

أما إسماعيل صبري عبد الله فيستخدم مصطلح الكوكبة بدلا من العولمة اعتمادا على الكلمة الإنجليزية Global بمعنى الكرة الأرضية وليست كلمة العالم World ، والمقصود هنا، التداخل الواضح لأمر الاقتصاد والسياسة والثقافة والاجتماع والسلوك دون اعتبار يذكر للحدود السياسية للدول أو انتماء لوطن محدد، أو ولاء لدولة معينة دون غيرها من الدول، وهي درجة من درجات تطور النظام الرأسمالي العالمي (3).

و يعتبرها فتح الله و لعلو تعجيلا وترسيخا لظاهرة التدويل من خلال تغير نوعي لهذه الأخيرة وارتفاع في وتيرة الحركة الدولية ضمن تصاعد وتكثيف للمنافسة (4).

أما صندوق النقد الدولي فقد عرف العولمة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي بأنها تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم بوسائل منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود، والتدفقات الرأسمالية الدولية. وكذلك من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا (5).

يرى دانيغ (Dunning) بأن العولمة هي عبارة عن تضاعف الروابط والارتباطات بين المجتمعات و الدول بشكل ينظم و يرتب نظام الاقتصاد الحالي. كما أنها تصف العمليات التي من خلالها تفرز القرارات و الأحداث والأنشطة التي تحدث في أحد أجزاء العالم نتائج مهمة للأفراد و المجتمعات في بقية أجزاء العالم (6).

ويرجع مهدي الحافظ عدم تبلور المفهوم الفكري والعلمي للعولمة إلى أسباب عدة ، منها الخضوع إلى منهج ذاتي في التحليل والرغبة في تركية مسلمات إيديولوجية معينة. بالإضافة إلى إغفال أو غض النظر عن معطيات أو وقائع جديدة في عملية التطور والتي من شأنها أن تكون أساسا جوهريا لنشوء العولمة واتساعها (7).

II - عوامل وأسباب ظهور العولمة

لقد ساهم في ظهور العولمة عدة عوامل منها ما هو اقتصادي، ومنها ما هو سياسي، ثقافي... حيث كان كل عامل منها يؤثر ويتأثر بالعوامل الأخرى. ومن ضمن العوامل الاقتصادية التي ساهمت وبشكل واضح وملحوظ في ظهور العولمة نذكر ما يلي:

1- انخفاض القيود على التجارة والاستثمار:

تعتبر اتفاقيات دورة أوجواي Uruguay Round خطوة كبيرة نحو تحرير التجارة العالمية، نظرا لأنها تناولت معظم جوانب التجارة الدولية متمثلة في الصناعة و المنسوجات و الزراعة والخدمات إلى جانب حقوق الملكية الفكرية و الجوانب التجارية المتعلقة بالاستثمار. هذا من جهة، ومن جهة أخرى تتميز هذه الدورة عن غيرها بأنها كانت أكبر الجولات من حيث عدد الدول التي شاركت فيها و التي بلغ عددها 117 دولة منها 87 دولة نامية (8).

كما أن الخطوات التي تم اتخاذها في ظل الجات من أجل تحرير التجارة، و كذا قيام عدد من التكتلات الاقتصادية مثل الاتحاد الأوروبي، و منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية، كل هذا أدى إلى تضاعف معدل نمو التجارة العالمية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي للعالم خلال الفترة (1985-1995) ثلاث مرات عن العشر سنوات السابقة لتلك الفترة، وضعف المعدل الذي تحقق في الستينيات. وتتجلى أهمية دور منظمة GATT وتشاركها في ذلك بقية المؤسسات الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي من خلال إيجادها الأطر المؤسسية لمراقبة وتحفيز عملية تكامل الأسواق العالمية واندماج الدول تدريجياً في الأسواق العالمية، كما أنها تعمل على تهيئة المناخ الملائم لانتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال بدون عوائق تضعها الدولة القومية.

و بما أن معظم الاقتصاديين يستخدمون التغيير في معدل التجارة العالمية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي للعالم كمقياس للتكامل العالمي، فإنه يمكن القول أن سرعة التكامل العالمي قد زادت خلال الفترة الممتدة من 1985 إلى 1995. وعليه يمكن النظر إلى العولمة، التي بدأت تظهر جلياً منذ منتصف الثمانينات، على أنها تطور في عمليات التكامل الاقتصادي العالمي. ويرع (Harris 1993) هذا النمو الحاصل في التجارة العالمية بنسبة أكبر إلى انخفاض القيود على التجارة الدولية (1).

2- التطور الصناعي في الدول النامية و زيادة تكاملها مع السوق العالمي:

تعتبر الدول النامية إحدى القوى الدافعة للعولمة، حيث زاد نصيب التجارة (الصادرات والواردات) من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول زيادة سريعة من حوالي 33% في منتصف الثمانينات إلى حوالي 43% في منتصف التسعينات، ويتوقع أن ترتفع إلى أكثر من 50% خلال العشرية القادمة.

كما ارتفع نصيب الدول النامية من التجارة العالمية من 23% في عام 1985 إلى 29% في عام 1995. بالإضافة إلى ذلك فإن التجارة بين الدول النامية قد عرفت هي الأخرى ارتفاعاً ملحوظاً، حيث ارتفعت من نسبة 31% عام 1985 إلى 37% من إجمالي تجارة الدول النامية عام 1995. هذا، وقد سجل نصيب المنتجات الصناعية من إجمالي صادرات الدول النامية، هو الآخر، ارتفاعاً كبيراً حيث قفز من 47% عام 1985 إلى 83% عام 1995 (9).

و يرجع معظم الاقتصاديين والباحثين سبب زيادة تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي إلى ما قامت به هذه الدول من تنفيذ برامج للإصلاح الاقتصادي، الأمر الذي يمثل نقلة فعالة في إستراتيجيات التنمية. وقد تم ذلك بالانتقال من إستراتيجية التنمية ذات التوجه الداخلي والتي تعتمد أساساً على سياسات الإحلال محل الواردات، والتي كانت تهدف إلى تقليل الاعتماد على العالم الخارجي، إلى إتباع إستراتيجية التوجه الخارجي والمصممة لتشجيع الصادرات. ضف إلى ذلك ما تم من إعادة توطين لبعض عمليات الإنتاج في الدول النامية، والذي كان كنتيجة لتدفق الاستثمارات المباشرة وإستراتيجيات الإنتاج العالمي للشركات متعددة الجنسيات.

3- زيادة أهمية تدفقات رأس المال الخاص والاستثمار الأجنبي المباشر:

برز الاستثمار الأجنبي المباشر، بعد الثورة الصناعية، كأحد أهم أوجه العلاقات الاقتصادية التي تمت وتم بين الدول المتقدمة والدول النامية، حيث أدى دوره الأساسي خلال عملية التطور التي تحققت في الدول المتقدمة من خلال توفير المتطلبات الضرورية التي تخدم توسع الاقتصاد والتقدم. ولقد كان كل هذا بسبب سيطرة هذه الدول المتقدمة على الدول النامية واستغلالها بالشكل الذي أدى إلى ضعف تطورها وزيادة تبعيتها لها.

ولكن عرف الاستثمار الأجنبي المباشر نوعاً من التراجع والركود والتراخي بعد الحرب العالمية الثانية بسبب توجه معظم الدول النامية نحو تحريرها وتحقيق استقلالها الاقتصادي والسياسي. ثم عاد الاستثمار الأجنبي المباشر مرة أخرى في ظل التوجهات نحو العولمة ليمارس في إطارها دوره الهام من خلال تحرير الأسواق والتجارة والاقتصاد والخصوصية، وعن طريق الشركات المتعددة الجنسيات (10).

فحسب تقرير أفاق الاقتصاد العالمي 1997 الصادر عن صندوق النقد الدولي فإن تدفقات رأس المال الخاص و الاستثمار الأجنبي المباشر في أنحاء العالم قد عرفت زيادة كبيرة ومحسوسة. حيث بلغ تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للدول الصناعية سنة 1990 أكثر من أربعة مرات عن ما كان عليه سنة 1984، ثم انخفض خلال الفترة 1991 - 1992 نتيجة لتباطؤ معدلات النمو في الدول الصناعية، ولكنه عاود الانتعاش بقوة بعد ذلك (5).

أما بالنسبة للدول النامية فقد بلغ صافي تدفق رأس المال الخاص حوالي 200 مليار دولار سنوياً خلال الفترة 1993 - 1996. وهو ما يمثل زيادة تقارب 6 أضعاف المتوسط السنوي للتدفقات الوافدة في الفترة 1983 - 1989. وقد زادت تدفقات رأس المال الخاص من 0.5% من إجمالي الناتج المحلي للدول النامية في الفترة 1983 - 1989 إلى 4% من إجمالي الناتج المحلي سنوياً خلال الفترة 1994 - 1996. هذا وكان للاستثمار الأجنبي المباشر الجزء الأكبر من هذه الزيادة (5).

الجدول 1- الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية (مليار دولار)

السنة	صافي التدفق الوافد من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية
74 - 70	10.2
79 - 75	29.7
84 - 80	42.1
89 - 85	63.4
94 - 90	161
99 - 95	309.8

المصدر: مؤتمر التجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية، 1999، ص 194.
أما فيما يخص الدول العربية فقد شهدت السنوات الأخيرة، وخاصة العشرية الأخيرة منها، مجهودات جبارة قامت بها معظم الدول العربية لإصلاح مساراتها الاقتصادية بهدف التغلب على مشاكلها الاقتصادية، وقد كان تشجيع الاستثمار الخاص المحلي

والأجنبي وتطوير الأسواق المالية من أهم الركائز التي قامت عليها برامج الإصلاح الاقتصادي (11).

وعلى الرغم من هذه الإصلاحات فقد بقيت الأسواق المالية العربية مقارنة مع الأسواق المالية الدولية محدودة للغاية. حيث بلغت التدفقات النقدية الصافية لمجموع الدول العربية عام 1991 حوالي 18.9 مليار دولار، ثم انخفضت عام 1995 إلى حوالي 11.7 مليار دولار، وتوالت هذه التدفقات الرأسمالية في الانخفاض حيث وصلت عام 1998 إلى حوالي 8 مليار دولار. وهكذا تشكل هذه التدفقات الرأسمالية نسبة أقل من 4 % من مجموع التدفقات الرأسمالية للأسواق المالية لدول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية والتي بلغت التدفقات الرأسمالية بها حوالي 221 مليار دولار عام 1998 (12).

ويرجع العديد من الباحثين أسباب تدني التدفقات الرأسمالية في الأسواق العربية مقارنة بالأسواق المالية في دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية إلى ضعف الأداء الاقتصادي للأسواق المالية العربية وحادثة هذه الأسواق، إلى جانب الاستقرار السياسي في تلك الدول.

4- التقدم التكنولوجي وانخفاض تكاليف النقل والاتصالات:

أدى التقدم التكنولوجي إلى انخفاض تكلفة النقل بين الدول المختلفة، وساهم في سرعته وتطويره، وذلك كنتيجة لظهور معدات وأدوات حديثة مثل الفاكس وشبكات الكمبيوتر والتي ساهمت بدورها في التقليل من عقبة الحدود الجغرافية.

يرى دوسي وآخرون [Dosi et al. 1989] أن التغيرات التكنولوجية تعتبر أحد أهم محركات العولمة (13). كما أكد أبلار وجانيل [Abler and Janelle, 1991] على أهمية هذا العامل ودور التقدم التكنولوجي في المواصلات والاتصالات على تسارع عملية العولمة (14).

فقد لعبت التكنولوجية والانتشار السريع للمعلومات والمكتسبات العلمية والفكرية دورا هاما وامتزايدا في توسيع نطاق الاتصال والإعلام، فباستخدام أحدث ما توصل إليه التقدم التكنولوجي في ميدان الاتصال والإعلام، والمتمثل في شبكات الانترنت، أصبح العالم بفضلها مجرد قرية صغيرة تتدفق بين مكوناتها المعلومات بسرعة البرق.

5- تكامل أسواق المال الدولية:

تعتبر الحركة الدولية لرأس المال مظهرا من مظاهر التكامل المالي الدولي، حيث تعد الأسواق المالية الدولية القناة التي تتدفق من خلالها الأدوات المالية المختلفة عبر مختلف دول العالم. وتتم عملية التدفقات هذه بين الدول من خلال الأسواق المالية استجابة للاختلاف في معدلات الفائدة على الأدوات والأوعية المختلفة من جهة، وكذلك للاختلافات فيما بين الأسواق المختلفة من جهة أخرى. هذا بالإضافة إلى الاختلافات في درجات وأشكال الرقابة المفروضة على تحركات رأس المال (15).

كما نتج عن تحرير الأسواق المالية للدول المتلقية والدول المصدرة لرأس المال تزايد في تكامل الدول النامية مع النظام المالي الدولي. حيث عمدت كثير من الدول النامية على إلغاء القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري، كما تخلت عن

الرقابة على التدفقات المالية عبر الحدود، خاصة الرقابة على التدفقات الأجنبية. وقد سجل مع نهاية عام 1992 قيام 35 دولة نامية بتحرير حساب رأس المال بالكامل. وعلى هذا الأساس يعتقد بعض الاقتصاديين [Brune, 1995] أن النمو الكبير في أداء بعض أسواق الدول النامية جعلها في بعض الأحيان أكثر جاذبية من الاقتصاديات المتقدمة وذلك بالنسبة للمستثمر الذي يرغب في تنويع محفظته المالية (16).

III - الأسواق المالية الناشئة

شهدت أسواق الأوراق المالية في كثير من الدول النامية تطورات عميقة وسريعة في السنوات الأخيرة، تمثلت في فتح أسواقها وتحريرها من القيود والسعي لإستعاب المستجندات في الأدوات والمؤسسات المالية. وبالتالي كان عليها أن تعمل على زيادة جاذبية أسواقها وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية واجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية، الأمر الذي ترتب عليه ظهور ما يسمى بـ " أسواق الأوراق المالية الناشئة " " Emerging Securities Markets " .

لقد ساهمت مجموعة من العوامل الداخلية والمتعلقة بالدول النامية مثل الإصلاح الاقتصادي الذي تم في العديد منها، وكذلك العوامل الخارجية المتمثلة خاصة في انخفاض أسعار الفائدة العالمية، إلى زيادة جاذبية أسواق الأوراق المالية الناشئة (كما سنرى لاحقاً). حيث أصبحت محل اهتمام المستثمرين الدوليين، الأمر الذي ترتب عليه زيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي للاستثمار في تلك الأسواق.

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه السوق الذي تباع وتشترى فيه الحقوق على الثروة سواء كانت حقوق ملكية (الأسهم) أم حقوق دين (السندات). وبالتالي فإن مفهوم أسواق الأوراق المالية الدولية يعني الإصدار والاتجار في أدوات الدين وحقوق الملكية (17).

إلا أنه يلاحظ تباين فيما بين أسواق الأوراق المالية الناشئة من دولة نامية إلى أخرى، والذي يمكن أن يتمثل أساساً في الاختلاف في عدد الشركات المسجلة، عدد الشركات الجديدة والقيمة السوقية للأسهم، والقدرة على تجميع رأس المال من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولى. ويرجع هذا التباين فيما بين الأسواق المالية الناشئة إلى الاختلاف في مقومات البيئة الاقتصادية والتمويلية في الدول النامية؛ والتي يمكن أن تتمثل مثلاً في دور وحجم القطاع الخاص، قدرة المستثمرين الأجانب على الوصول إلى السوق، الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يحكم الاستثمار المحلي والأجنبي... إلخ.

III.1- مراحل نمو الأسواق الناشئة

من خلال تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة للدول النامية، يمكن وضع إطار لمراحل النمو التي تمر بها هذه الأسواق مع الأخذ في الاعتبار أن مدة هذه المراحل تختلف من مرحلة إلى أخرى ومن سوق إلى آخر، إلا أنه وبصورة عامة يمكن تحديد أربعة مراحل أساسية:

- **المرحلة الأولى:** تتصف الأسواق الناشئة، خلال هذه المرحلة، بقلة عدد الشركات المدرجة (أو المسعرة) وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار Volatility، مع ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.

- **المرحلة الثانية:** تتميز هذه المرحلة بارتفاع في مستوى السيولة مع تنوع الأسهم، كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح، ومن ثم البدء في اجتذاب المستثمر الأجنبي. ومع ذلك تبقى هذه الأسواق صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة بالرغم من تزايد الاعتماد عليها كمصدر للتمويل.

- **المرحلة الثالثة:** تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدر، كما تزداد حركة التداول كنتيجة لقيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تمت خصصتها بطرح أولى إصداراتها للجمهور، الأمر الذي يخلق مزيدا من الوساطة المالية الناجحة.

- **المرحلة الرابعة (الأخيرة):** هنا تصبح الأسواق الناشئة أكثر نضجا، حيث ترتفع فيها بدرجة كبيرة السيولة وأنشطة المتاجرة. وبالتالي يزداد اتساع السوق المالي، وتنخفض معه علاوة المخاطر للأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية. وتعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس درجة ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة، كما هو الحال في هونج كونج، كوريا، تايوان... (18).

III.2- محددات نمو الأسواق الناشئة

كانت الأسباب الكامنة وراء النمو السريع للأسواق الناشئة موضع جدل بين الاقتصاديين، ففريق منهم يرجع هذا النمو أساسا إلى عوامل خارجية متمثلة في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية، وتباطؤ معدلات نمو اقتصادياتها، مما دفع المستثمرين في هذه الدول للبحث عن عائد أعلى في الأسواق الناشئة. وفي المقابل يعتقد فريق آخر أن العوامل الداخلية هي التي لعبت دورا هاما في نمو الأسواق الناشئة، حيث أن السياسات الاقتصادية المحلية الناجحة هي التي تضمن تدفق رأس المال إلى الدول النامية.

III.2.1- العوامل الخارجية

تعتبر العوامل الخارجية من المحددات الهامة لنمو الأسواق الناشئة، وتتمثل أهم هذه العوامل في انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية. حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة من 9.8% في أبريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992. وقد كان هذا الانخفاض حافزا قويا للمستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم والاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق الناشئة المرتفعة العائد (18).

بالإضافة إلى هذا، يوجد هناك عامل آخر لا يقل أهمية ساهم وبشكل واضح في نمو الأسواق المالية الناشئة، وهو الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي ساد الدول الصناعية المتقدمة في أوائل التسعينيات. وقد كان نتيجة لذلك أن تم اتخاذ مجموعة من التدابير والإجراءات والتغييرات المؤسسية في هذه الدول المتقدمة من أجل المزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، وكذا لتقليل القيود المالية. ولقد أدى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة إلى المساهمة في تحسين كفاءتها، وذلك نتيجة للاحتكاك والاتصال بالمؤسسات الأجنبية المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة. مما ساعد على نقل هذه التكنولوجيا المتقدمة للأسواق الناشئة. وبالتالي يمكن للمستثمر الأجنبي الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى تلك الأسواق (10).

III.2.2- العوامل الداخلية

وهي مجموعة السياسات الاقتصادية، التي تخضع لتحكم صانعي السياسة في الدول النامية، والتي من شأنها أن تساعد على جذب الاستثمارات إلى الأسواق الناشئة، وتتمثل هذه العوامل في:

- أولاً سياسات الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها معظم الدول النامية لتوفير المناخ الملائم لنمو الأسواق الناشئة. وتهدف هذه السياسات أساساً إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع زيادة دور القطاع الخاص. إضافة إلى تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، والعمل على تحقيق استقرار أسعار الصرف (19).
- أما العامل الثاني فيتمثل في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في بعض من الدول النامية مثل كوريا وتايوان، والتي حققت معدلات نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة. حيث أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة من شأنه أن يؤدي إلى تشجيع الاستثمار في أسواق تلك الدول.
- العامل الثالث من العوامل الداخلية يركز على إصلاح القطاع المالي. حيث يعتبر أحد العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق الناشئة، والمتمثل في قيام بعض الدول النامية بتحرير أسعار الفائدة والتخلي عن الائتمان الموجه، وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات. كما صدرت في العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها. وقد ترتب على كل ذلك زيادة ثقة المستثمرين المحليين والأجانب في الأسواق الناشئة.
- إتباع معظم الدول النامية لبرامج خصوصية شركات القطاع العام ونقل ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص. وتشير الإحصائيات إلى أن أكثر من 80 دولة في مختلف أنحاء العالم طبقت في السنوات الماضية برامج طموحة للقيام بالخصوصية. وقد ساهمت خصوصية شركات القطاع العام في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية الناشئة من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية (20).

IV - آثار العولمة على الأسواق المالية الناشئة

1.IV- أثر العولمة على الأسواق المالية غير العربية

حسب تقرير البنك الدولي لسنة 1995 تعتبر زيادة تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي أهم فرصة لها لزيادة الرفاهية لكل من الدول النامية والمتقدمة على حد سواء في الأجل الطويل. أما صندوق النقد الدولي فهو يطرح مزايا عديدة للعولمة، حيث يرى فيها إمكانية زيادة تعبئة المدخرات المالية وزيادة المنافسة بين الشركات. إلا أنه لا يغفل بعض سلبيات العولمة، والمتمثلة في انخفاض الطلب على العمالة غير الماهرة وزيادة البطالة، بالإضافة إلى انخفاض أنماط الحياة للأفراد وتوقعاتهم للمستقبل. هذا بجانب الحد من قدرة السلطات الوطنية على التحكم في سياساتها الاقتصادية (1).

يعتقد بعض الاقتصاديين (21) أن ظهور العولمة المالية، نتيجة لتحرير الأسواق المالية في كل الدول المصدرة و المتلقية لها، كان نتيجة قيام الكثير من الدول النامية بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود. حيث أصبحت هذه الدول النامية أكثر تكاملاً مع النظام المالي العالمي، وقد دعم هذا الاتجاه إتفاقيات جولة الأورجواي لتحرير التجارة في الخدمات المالية والمصرفية. وقد ترتب على ذلك إزالة كل القيود التي من شأنها أن تحول دون تدفق رؤوس الأموال، وتعمق حرية المؤسسات المالية والمصرفية عن ممارسة أنشطتها والترويج لخدماتها. هذا بالإضافة إلى أن انخفاض تكاليف المعاملات وابتكار أدوات مالية جديدة أدى إلى نمو كبير في المعاملات المالية الخارجية.

وبالتالي فهم يرون أن العولمة تقدم فرصاً لزيادة الكفاءة في تخصيص الموارد في اتجاه مناطق المزايا النسبية، وكما تزيد الكفاءة نتيجة لزيادة المنافسة بين الشركات وتشجع على التكنولوجيا والتعلم، كذلك يتوقع تقارب واضح للدخول بين الدول نتيجة العولمة.

وهناك من يرى أن زيادة تدفقات رؤوس الأموال الوافدة إلى البلدان النامية يترتب عليها التخفيف من مشكلة التمويل الخارجي. كما أن تكامل الدول النامية مع أسواق المال العالمية يؤدي إلى اتجاه أسعار الفائدة المحلية نحو الانخفاض، الأمر الذي يؤثر إيجابياً على الاستثمار (21).

وإذا كانت التوقعات بصفة عامة، تتمثل في أن زيادة الاعتماد الاقتصادي العالمي المتبادل يترتب عليه زيادة الإنتاجية، وتقديم مستويات معيشية أفضل، فإن زيادة ارتباط الاقتصاديات النامية بالأسواق المالية الخارجية، من شأنه أن يؤدي، في حالة حدوث أزمات اقتصادية في إحدى الدول الكبرى، إلى التأثير وبسرعة على بقية الدول الأخرى المرتبطة بها، مع إمكانية حدوث آثار مدمرة على تلك الدول التي لا تستطيع مواجهة تلك الأزمات والمشاكل القادمة من الخارج.

هذا ما يفسر امتداد الأزمة التي بدأت في بلد صغير مثل تايلندا إلى أسواق العالم ؛ إذ بدأت أزمة العملة التايلندية Baht في ماي 1997، وبلغت ذروتها في جويلية من نفس السنة مع استمرار تدفق رؤوس الأموال الساخنة. ومن ثم تخلت الحكومة التايلندية عن

سياسة تثبيت سعر الصرف في 1997/7/2، ولجأت إلى تعويم عملتها. نفس الأمر حصل في الفلبين الذي لجأ إلى تعويم عملته Peso في 1997/7/11 بعد فشله في الدفاع عن ثبات سعر الصرف باستخدام معدلات الفائدة وعمليات السوق المفتوحة. هذا بالإضافة إلى الانهيار الذي عرفته مجموعة من عملات بعض الدول، خلال منتصف شهر أكتوبر 1997، مثل إندونيسيا وتايلاندا التي سجلت انخفاضا بنسبة حوالي 30 %، وماليزيا والفلبين بنسبة حوالي 20 %. هذا وقد انخفضت أسعار الأسهم في بورصات تلك الدول، مع ارتفاع في أسعار الفائدة، حيث ارتفعت في الفلبين من 15 % إلى 42 %، أما في تايلاندا فقد ارتفعت إلى أكثر من 30 % (18).

سعيا منها إلى محاصرة الأزمة والمحافظة على سعر عملتها المحلية قامت مجموعة من دول الأزمة باستخدام جزء من احتياطها النقدي الأجنبي. حيث استخدمت تايلاندا 23.4 مليار دولار أمريكي من إجمالي احتياطاتها البالغ 30 مليار دولار، كما استخدمت الفلبين 6 مليار دولار وذلك قبل أن تقوم بتعويم عملتها. وتعرضت سوق الأوراق المالية إلى انخفاض كبير في الأسعار ولم تمض سوى أيام قليلة وانتقلت العدوى إلى السوق الأمريكية، حيث انخفض مؤشر بورصة نيويورك في حدود 7 %، وكذلك الحال في لندن وطوكيو، كما انخفضت الأسعار بحوالي 7.5 % في سيدني و 7 % في سنغافورة والسوق الفرنسي و 6 % في مانبلا وذلك في يوم 1997/10/28 (18).

كما أن زيادة حجم التدفقات يمكن أن تؤثر بشكل أو بآخر على الاستقرار الاقتصادي الكلي، حيث أن الانخفاض في أسعار الأوراق المالية ومن ثم الانخفاض في الأصول يؤدي إلى التأثير على الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري.

كما أدت زيادة العولمة المالية في السنوات الأخيرة إلى التأكيد على تقليل فاعلية السياسات المحلية، وهذا ما أدى ببعض المهتمين بقضايا العولمة إلى الدعوة إلى التدخل في الأسواق المالية الدولية من خلال فرض ضريبة على المعاملات المالية عبر الحدود. حيث تؤدي هذه الضريبة إلى مراقبة وتثبيت تدفقات رأس المال قصير الأجل، وهي التدفقات التي تززع الاستقرار، ولكنها لا تؤثر على التدفقات طويلة الأجل.

2.IV- أثر العولمة على الأسواق المالية العربية

لا تعتبر الأسواق المالية العربية في منأى عن آثار العولمة، إلا أن بعض الباحثين يرون أن هذه الآثار سواء إيجابية أم سلبية كانت قد لا تكون كبيرة في المدى القصير. والسبب في ذلك، حسب رأيهم، هو تدني حجم الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية العربية التي لم تكن مصدر جذب لصناديق الاستثمار العالمية، وذلك لكونها أسواق حديثة نسبيا، كما وأن بعضها (الأسواق المالية لدول الخليج مثلا) لا تسمح للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم والسندات فيها. إضافة إلى أنها تفتقر إلى العمق والتنوع المطلوبين مما يؤثر على العائد و على الاستثمار في تلك الأسواق. وما يؤكد عدم جاذبية الأسواق المالية العربية بالنسبة إلى المستثمر الأجنبي هو ضالة حجم تدفقات المحافظ الأجنبية الذي بلغ حوالي 2.5 مليار دولار عام 1997، أي ما نسبته 18 % من مجموع رأس المال الوافد إلى الوطن العربي. هذا بالإضافة إلى أن أسواق الدول

العربية قد حصلت على أقل من 5 % من مجموع ما حصلت عليه الأسواق الناشئة في العالم ككل خلال نفس السنة ؛ وقد كان نصيب مصر مثلا من هذه التدفقات حوالي 1 مليار دولار، والمغرب حوالي 800 مليون دولار، فيما كانت حصة السعودية 20 مليون دولار، أما الباقي فكان من نصيب الأردن وعمان والبحرين وتونس (22).

ومن هذا المنطلق فإن الأسواق المالية العربية لم تتأثر بالأزمات المالية الدولية التي حدثت في المكسيك في نهاية عام 1994، والأزمة المالية في جنوب شرق آسيا في عام 1997، والتي مازالت آثارها ممتدة حتى اليوم في أسواق الدول الناشئة والدول المتقدمة. أما على مستوى المدى الطويل فإن المؤشرات تشير بأن يكون هناك تأثير للأسواق المالية العربية بظواهر العولمة، وذلك بسبب انفتاح هذه الأسواق على الأسواق العالمية ودخول أغلبية الدول العربية في الاتفاقيات الدولية مثل WTO، GATT، OECD. وحتى يتسنى لهذه الأسواق مواجهة آثار العولمة ومحاولة الاستفادة من إيجابياتها والحد أو التقليل من سلبياتها، فإنه أصبح إلزاما عليها القيام بما يلي (23) :

1- تطوير أدائها الاقتصادي بما يؤهلها لاستقبال الاستثمارات الأجنبية التي تعود عليها بآثار إيجابية.

2- تنويع وتعميق فرص الاستثمار في الأسواق المالية العربية من أجل جذب الاستثمارات الأجنبية وتجنبها السيطرة والتحكم على مجالس إدارتها.

3- الاستفادة من الثورة المعلوماتية الحديثة.

4- مجابهة التحديات التي تواجه الدول العربية والمتمثلة في المديونية الخارجية، التقدم التكنولوجي الهائل في الصناعة المصرفية.

ومن خلال هذا التحليل فإنه يمكن القول أنه على الأسواق المالية العربية المستعدة لمواجهة تحديات سياسة الانفتاح أن تنظر إلى اتفاقية منظمة التجارة العالمية المتعلقة بالخدمات المالية على أنها فرصة أكثر من كونها تهديد. وهذا يعني أن الأسواق المالية وكذا المصارف العربية مدعوة لتطوير قدراتها لمواجهة المنافسة الخارجية المتزايدة. ولا شك أن استمرار تحرر الأسواق المالية سيؤدي إلى فوائد هامة وذلك من خلال تعزيز المنافسة في الأسواق المحلية والتي ستؤدي إلى تحسين الأداء، تخفيض التكاليف، تقديم الخدمات المالية والمصرفية بجودة أعلى، بالإضافة إلى توفير مجموعة متنوعة من الخدمات المالية. ومن هنا فإن الأسواق المالية والمصارف العربية، والتي تكون أكثر حرصا على متطلبات عملائها، تستطيع الاستفادة بشكل أكبر من نقل التكنولوجيا والمهارات المتوفرة للمصارف الأجنبية، وبالتالي الدخول بحرية أكبر إلى أسواق جميع الدول الأعضاء في منظمة التجارة العالمية في حالة ما إذا كانت لديها خدمات منافسة تستطيع تقديمها في هذه الأسواق (24).

إلا أن القلق الرئيسي المرتبط بتحرير الخدمات المالية يتمثل في الإدعاء القائل بأن المؤسسات المالية الأجنبية هي أكثر كفاءة من المؤسسات المالية العربية وبالتالي تستطيع السيطرة تدريجيا على القطاعات المالية والمصرفية المحلية. ولكن هذا القلق ليس صحيحا دائما فالمؤسسات المالية الأجنبية قد تتميز في بعض الخدمات المصرفية الاستثمارية وفي التكنولوجيا وفي الصياغة الخاصة، ولكن معرفة المؤسسات العربية

لأسواقها المحلية وعلاقتها القوية مع عملائها سيوفر لها ميزة تنافسية كبيرة. هذا بالإضافة إلى أن منظمة التجارة العالمية تسمح بتطبيق التحرر المالي على مراحل إذا ما احتاجت المؤسسات المحلية إلى مزيد من الوقت لتكييف أوضاعها مع المنافسة الجديدة (25).

V- آفاق الأسواق المالية في الدول النامية في ظل العولمة

ترتب على العولمة الاقتصادية زيادة الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم، ولذلك فإن الدول النامية وخاصة الأقل نموا تواجه أوضاعا بالغة الصعوبة؛ من بينها انخفاض رصيد رأس المال البشري والعمالة الفنية، وعدم توافر البنية الأساسية وعدم سيادة الاستقرار السياسي، بالإضافة إلى ارتفاع مستويات الدين الخارجي. الأمر الذي نجم عنه عدم قدرة استفادة هذه الدول من العولمة. ومن هذه العوامل أيضا ضعف جانب العرض واعتماد هذه الدول على سلعة أو سلعتين في التصدير، بالإضافة إلى التقلبات التي تلحق بأسعار صادراتها (2). كل هذا من شأنه أن يؤدي إلى عدم استقرار البيئة الاقتصادية الكلية، وبالتالي خلق صعوبات قد تؤدي إلى عرقلة عمليات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر. ومن ثم فإنه إذا أرادت هذه الدول النامية مواجهة تحديات العولمة فمن الضروري أن تحقق استقرارا في السياسات الاقتصادية الكلية، مما يعزز الثقة التي تشجع الاستثمار المحلي وتزيد من تدفق رأس المال الأجنبي إلى الداخل. بالإضافة إلى ضرورة تبني السياسات ذات التوجه الخارجي، وذلك حتى يتم القضاء على تشوهات الأسعار، التي تصبح تعكس ندرة الموارد المحلية. كما يكون لزاما عليها أن تقوم بتشجيع استيراد المنتجات الأقل تكلفة والتي تحتوي على تكنولوجيا متقدمة.

كما يضع دانيغ [Dunning, 1997] شروطا للدول النامية حتى تستطيع الاستفادة من العولمة ومن أهم هذه الشروط: تقديم أفضل تعليم وأحسن بنية أساسية في الاتصالات والمواصلات، و يتوقع أن تقوم الدول النامية الكبيرة والأكثر نموا ببناء شبكات أعمال محلية كبيرة وأن شركاتها سوف تقيم تحالفات واتحادات مع شركات دول نامية في نفس المنطقة، وسيكون ذلك بداية الخطوة الأولى تجاه قيادة الدول النامية للعولمة.

أما الدول النامية الأقل نموا أو الأشد فقرا فمن المحتمل أن تزداد تهميشا وأن أي مكاسب ممكن أن تحصل عليها من العولمة تتوقف على الإصلاحات الاقتصادية والمؤسساتية المحلية. ويرجع ذلك إلى اعتمادها على المنح والقروض من الحكومات الأجنبية والمؤسسات الدولية لتلبية حاجاتها الملحة والتي تتمثل في معظمها في تحسين نظامها التعليمي والبنية الأساسية والتي لا ترغب الاستثمارات الأجنبية في تمويلها على الأقل في الفترة الحالية (6).

هناك رأي آخر يقترح ضرورة قيام الدول النامية بزيادة درجات التعاون والتنسيق فيما بينها. فيمكن مثلا أن تقوم الدول المتنافسة على جذب الاستثمار الأجنبي بالتنسيق فيما بينها في هذا المجال، وكذلك في مواجهة التكتلات الاقتصادية الأخرى، كما يمكن

مواجهة هذه التحديات من خلال إقامة نوع من التكتل الاقتصادي فيما بين الدول النامية كوسيلة لتنسيق السياسات فيما بينها ولجذب مزيد من الاستثمارات. أما الأمر الذي يكاد يجمع عليه كل المهتمين بقضايا العولمة، وكيفية مواجهة الدول النامية لتحدياتها، هو زيادة الاستثمار في التعليم ورأس المال البشري، والذي سيؤدي إلى زيادة الكفاءة وانتشار استخدام التكنولوجيا وتشجيع الابتكارات. ومن ثم يعد الاستثمار الحالي في التعليم أحد محددات النمو في المستقبل، بالإضافة إلى نوعية التعليم ومدى استجابته للتغيرات العالمية والمحلية.

المراجع

1. Harris R.G., "Globalization, Trade and Income", Canadian Journal of Economics, vol. 26, 1993, pp. 655-776.
2. الإنكتاد، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، الحمانية والعلاقات التجارية والتكيف الهيكلي تقرير من أمانة الإنكتاد، نيويورك، 1994.
3. إسماعيل صبري عبد الله، الكوكبة، الرأسمالية العالمية في مرحلة ما بعد الإمبريالية، مجلة الطريق، العدد 4، 1997.
4. فتح الله وعلو، تحديات عولمة الاقتصاد والتكنولوجيا في الدول العربية، ندوة اتجاهات عولمة الاقتصاد وأثرها على المؤسسات والشركات العربية، جامعة الدول العربية، القاهرة، 1996.
5. صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، 1997.
6. Dunning J.H. and Hamdani K.A., "The New Globalism and Developing Countries", United Nations, University Press, Paris, 1997.
7. مهدي الحافظ، أهمية المنهج في معالجة العولمة، مجلة الرباط، العدد 8، سبتمبر 1997.
8. GATT, "The results of the Uruguay round of multilateral trade negotiations", Geneva, 1994.
9. Harrison G.W., Rutherford T.F. and Tarr D.G., "Quantifying the Uruguay round", in: The Uruguay Round and the developing Economies, world bank discussion papers, N° 307, Washington D.C., 1995.
10. البنك الدولي، تقرير عن التنمية في العالم، واشنطن، 1996.
11. مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير التجارة والتنمية 1999.
12. صندوق النقد العربي، التقرير السنوي للإعلام، 1999.
13. Dosi G.C., Freeman R., Nelson G., Silverberg and Soete L., "Technical change and Economic Theory", Pinter Eds., New York, 1989.
14. Abler R. and Janelle D., "Effect of Space - Adjusting Technologies on the Human geography of the future", Duxberg, North Scituate, 1991.
15. Akhtar M.A and Weiller K., "Developments in International Capital Mobility: A Perspective on the underlying Forces and Empirical Literature", New York, 1979.
16. Brune S, "International Investment", Addison Wesley Publishing Company, New York, 1995.
17. Robert A.F. and Manmoben S.K., "Emerging Equity markets, Growth Benefits and Policy Issues", World Bank Research Observer, vol. 10, N° 2, August 1995, pp. 18 - 20.
18. منير إبراهيم هندي، ماذا يجري في البورصات العالمية؟ سلسلة المنتدى الاقتصادي- المنتدى الثالث- أزمة البورصات العالمية في أكتوبر 1997: الأسباب والنتائج، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، القاهرة، 1997.

19. Calvo *et al.*, "Capital Inflows and real exchange Rate Appreciation in Latin America", IMF Staff papers, vol 40, n° 1, Washington, march 1993.
20. حازم الببلاوي، ثورة التكنولوجيا ثورة مالية، وثورة للتطلعات، ندوة اتجاهات عولمة الاقتصاد وأثرها على المؤسسات والشركات العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 1996.
21. Goldstein M. and Aussa M., "The Integration of World Markets", IMF Working Paper, vol. 95, December 1993.
22. حسني خريوش، الاستثمارات العربية في الخارج (المحددات والحلول)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، عدد 19، القاهرة، 1999.
23. صبري زاير السعدي، الأسواق المالية الدولية والاقتصاد السياسي للتنمية في البلدان العربية مجلة بحوث اقتصادية عربية، عدد 21، القاهرة، 2000.
24. عدنان الهندي، دور المصارف العربية في تنشيط التداول بالبورصات العربية، ندوة إستراتيجيات تنشيط البورصات العربية والربط بينها، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1994.
25. هنري توفيق عزام، المصارف العربية وقدرتها على التأقلم مع التغيرات المستجدة، نشرة الشرق الأوسط الاقتصادية، سبتمبر/أكتوبر 2000.

□