

جامعة سعد دحلب بالبليدة

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

التخصص: نقود، مالية و بنوك

آليات تنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمات المالية العالمية
- دراسة حالة الدول العربية -

من طرف

هدى بدروني

أمام اللجنة المشكلة من:

رئيسا
مشرفا و مقررا
عضوا مناقشا
عضوا مناقشا

أستاذة محاضرة (أ) جامعة البليدة
أستاذ محاضر (أ) جامعة البليدة
أستاذ محاضر (أ) جامعة البليدة
أستاذ محاضر (ب) جامعة البليدة

بن حمودة فطيمة
رزيق كمال
منصوري الزين
مسعداوي يوسف

البليدة، جانفي 2010

المخلص

من أهم المشاكل و المخاطر التي تتعرض لها أسواق الأوراق المالية لاسيما العربية منها نجد الأزمات المالية ، و هذا راجع الى السمات التي تتميز بها و التي تجعلها أكثر حساسية للتأثر بالأزمات على خلاف أسواق المال في الدول المتقدمة التي تعتبر إلى حد ما محصنة ضد الأزمات المالية.

و لكن تفجر الأزمة المالية الراهنة قلب كل الموازين و أظهر أن الولايات المتحدة الأمريكية عاجزة على حل مشكلة خلقتها في سوق العقار لتنتقل العدوى إلى سوق الأوراق المالية و من ثم إلى كافة أسواق الأوراق المالية في العالم.

و البورصات العربية على غرار أسواق المال في العالم فقد تأثرت بتداعيات هذه الأزمة و كان ذلك بدرجات متفاوتة بالاستناد إلى عدة أبعاد أهمها درجة انفتاح هذا السوق المالي على العالم الخارجي و حجم تعاملاته، درجات استقطابه للاستثمارات الأجنبية و غيرها، و نظرا لهذه التأثيرات السلبية التي خلفتها و لازالت هناك آثار سلبية أخرى لم تظهر بعد-لأن تداعيات الأزمة لا تزال مستمرة- لذلك وجب البحث عن آليات و اتخاذ التدابير اللازمة التي من شأنها إعادة الاستقرار لهذه الأسواق المضطربة و الغير مستقرة و بالتالي تنشيطها و تفعيل عمليات التداول داخلها.

شكر

" و علمك ما لم تكن تعلم وكان فضل الله عليك عظيماً "

الحمد لله كثيراً طيباً الذي هدانا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله، نحمده ونشكره، ونستعينه ونستغفره،

وصلى الله على سيدنا وعلى نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

نتقدم بالشكر إلى الأستاذ الفاضل المؤطر الدكتور " رزيق كمال " الذي قدم لنا يد العون والمساعدة

والذي لم يبخل علينا بإرشاداته، ويعود له الفضل في إنجاز هذا العمل.

كما نتقدم بالشكر إلى كل من مد لنا يد المساعدة من قريب أو بعيد حتى خرج هذا العمل

إلى النور.

فالاعتراف بأهل الفضل واجب وأكد.

ونسأل الله عز وجل أن يحفظهم جميعاً بما يحفظ به عباده الصالحين ويوفقهم في أعمالهم.

والله الحمد والشكر أولاً وآخراً .

قائمة الأشكال

الصفحة	الرقم
26	01 أسباب و كيفية حدوث الأزمات المالية
27	02 قنوات انتشار الأزمات المالية
42	03 تطور أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية
43	04 تراجع أسعار العقار (GA%)
44	05 تطور المشتقات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية
44	06 تطور سوق مشتقات الائتمان في الولايات المتحدة الأمريكية
47	07 عجز الموازنة الأمريكية خلال الفترة 1961- 2006
	08 العجز في الحساب الجاري الأمريكي و الميزانية التجارية
48	خلال الفترة 1970- 2007
49	09 تطور الدين العام الأمريكي خلال الفترة 1940- 2007
112	10 خطط تطبيق بازل2 لتحديد عوامل الخطر
114	11 أثر تغير كل من الاستثمار و الاستهلاك في سوق السلع و الخدمات
127	12 المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال سنة 2008
137	13 درجات تأثر أسواق الأوراق المالية العربية بالأزمة المالية الراهنة

قائمة الجداول

الصفحة		الرقم
30	المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات المالية	01
46	حجم الإنفاق العسكري الأمريكي خلال الفترة 2003-2008	02
66	نسبة التداول لأعلى ست شركات، أوت 2008	03
69	رسملة بورصات الأوراق المالية العربية 2000-2008	04
70	عدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية 2000-2008	05
71	قيمة الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية 2000-2008	06
73	أهم مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2007	07

الفهرس

شكر

ملخص

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

الفهرس

10	..... المقدمة العامة
15	..... 1. الأزمات المالية لسوق الأوراق المالية
16	..... 1.1 الخلفية النظرية و التاريخية للأزمات المالية
16	..... 1.1.1 ماهية الأزمات المالية
16	..... 1.1.1.1 تعريف و خصائص الأزمات المالية
20	..... 2.1.1.1 النظريات المفسرة للأزمات المالية
21	..... 3.1.1.1 أنواع الأزمات المالية
23	..... 2.1.1 كيفية حدوث الأزمات المالية
23	..... 1.2.1.1 الأسباب الرئيسية لحدوث الأزمات المالية
24	..... 2.2.1.1 كيفية و قنوات انتشار الأزمة المالية
29	..... 3.2.1.1 المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات المالية
30	..... 3.1.1 عرض بعض الأزمات البورصية
30	..... 1.3.1.1 أزمة الكساد العظيم سنة 1929
32	..... 2.3.1.1 أزمة الاثنين الأسود سنة 1987
34	..... 3.3.1.1 الأزمة العالمية لسنة 1997
34	..... 4.3.1.1 أزمة فقاعات شركات الانترنت
35	..... 2.1 الأزمة المالية الراهنة و تداعياتها
36	..... 1.2.1 جذور الأزمة المالية الراهنة
36	..... 1.1.2.1 نشوء الأزمة المالية العالمية
39	..... 2.1.2.1 مفعول الدومينو
40	..... 3.1.2.1 تفسير عالمية الأزمة المالية
41	..... 2.2.1 الأسباب الرئيسية للأزمة المالية الراهنة
42	..... 1.2.2.1 الأسباب المباشرة
46	..... 2.2.2.1 الأسباب غير المباشرة
49	..... 3.2.1 انعكاسات الأزمة المالية الراهنة
49	..... 1.3.2.1 على مستوى الاقتصاد الأمريكي
50	..... 2.3.2.1 على مستوى الاقتصاد العالمي
55	..... 3.3.2.1 على مستوى الاقتصاديات العربية
58	..... 3.1 التاصيل النظري لسوق الأوراق المالية العربية

58	.....	1.3.1	خلفية نظرية عن سوق الأوراق المالية
58	.....	1.1.3.1	ماهية سوق الأوراق المالية
60	.....	2.1.3.1	المتدخلون و إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية
61	.....	3.1.3.1	كفاءة سوق الأوراق المالية و مؤشراتنا
64	.....	2.3.1	واقع أسواق الأوراق المالية العربية
64	.....	1.2.3.1	السمات المشتركة لأسواق الأوراق المالية العربية
68	.....	2.2.3.1	حجم أسواق الأوراق المالية العربية و نشاطها
72	.....	3.2.3.1	أداء أسواق الأوراق المالية العربية
73	.....	3.3.1	معوقات أسواق الأوراق المالية العربية
74	.....	1.3.3.1	معوقات تتعلق بالجانب التنظيمي
74	.....	2.3.3.1	معوقات تتعلق بالجانب التشريعي
75	.....	3.3.3.1	معوقات تتعلق بالجانب العملي للسوق
76	.....	4.3.3.1	عدم ملائمة المناخ الاستثماري و غياب المعلوماتية
77	.....	2	أدبيات تنشيط أسواق الأوراق المالية
78	.....	1.2	الآليات المساعدة على تنشيط أسواق الأوراق المالية
78	.....	1.1.2	الأدوات التقنية و تنشيطها لسوق الأوراق المالية
78	.....	1.1.1.2	الأدوات المالية
80	.....	2.1.1.2	الإعلام الاقتصادي
81	.....	3.1.1.2	الشفافية و الإفصاح المالي
81	.....	2.1.2	ميكانيزمات متعلقة بآليات السوق
81	.....	1.2.1.2	آليات ضبط حركة الأسعار
82	.....	2.2.1.2	آليات إزالة الخلل الشديد
83	.....	3.2.1.2	آليات تنفيذ الصفقات " المزاد "
83	.....	3.1.2	دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية
	.....	1.3.1.2	الخطوات و الإجراءات اللازمة لقيام الجهاز المصرفي بدوره في عمليات السوق المالي
83	.....	2.3.1.2	دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية
89	.....	4.1.2	الربط بين البورصات كآلية لتنشيطها
91	.....	2.2	آليات تنشيط أسواق الأوراق المالية السريعة الأثر
91	.....	1.2.2	آليات معالجة الأزمة المالية المكسيكية
93	.....	2.2.2	آليات معالجة الأزمة المالية الروسية
94	.....	3.2.2	آليات معالجة الأزمة المالية البرازيلية
95	.....	4.2.2	آليات معالجة الأزمة المالية جنوب شرق آسيا
98	.....	3.2	الحلول المقترحة لتنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمة المالية الراهنة
98	.....	1.3.2	خطط الإنقاذ المتبناة كعلاج للأزمة المالية الراهنة
98	.....	1.1.3.2	خطط الإنقاذ ذات الصيغة اللاتعاونية
106	.....	2.1.3.2	خطط الإنقاذ ذات الصيغة التعاونية
109	.....	2.3.2	استجابة صندوق النقد الدولي و إدارته للأزمة المالية
112	.....	3.3.2	مصيدة السيولة الكنزية كأحد حلول الأزمة المالية الراهنة
112	.....	1.3.3.2	أسعار الأوراق المالية
112	.....	2.3.3.2	الحيولة دون تعاضم حالة الركود
114	.....	4.3.2	البديل الإسلامي لمعالجة الأزمة المالية الراهنة
114	.....	1.4.3.2	موقف الاقتصاد الإسلامي من أسباب أزمة النظام المالي العالمي

116	2.4.3.2. قواعد و ضوابط الأمن و الاستقرار في الاقتصاد الإسلامي.....
117	3.4.3.2. الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها.....
124	3. تفعيل تداولات أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمة المالية الراهنة.....
125	1.3. انعكاسات الأزمة المالية الراهنة على أسواق الأوراق المالية العربية.....
125	1.1.3. الانعكاسات على البورصات الخليجية.....
131	2.1.3. الانعكاسات على بورصات دول شمال إفريقيا.....
134	3.1.3. الانعكاسات على بورصات دول المشرق العربي.....
137	2.3. استراتيجيات تعامل الدول العربية مع الأزمة المالية الراهنة.....
137	1.2.3. خصائص خطط و برامج تنشيط البورصات العربية بعد الأزمة المالية.....
137	1.1.2.3. إجراءات و سياسات و خطط تقليدية.....
138	2.1.2.3. إجراءات و سياسات و خطط غير تقليدية.....
138	2.2.3. خطط التنشيط المعتمدة في الأسواق المالية المتضررة.....
141	3.2.3. تقييم الحلول المقدمة لمعالجة الأزمة المالية الراهنة.....
143	3.3. مقترحات لتطوير نشاط أسواق الأوراق المالية العربية أوقات الأزمات المالية.....
143	1.3.3. تعزيز دور المؤسسات المالية العربية.....
147	2.3.3. تفعيل دور صندوق النقد العربي لتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية.....
147	1.2.3.3. التعريف بالصندوق و أهدافه.....
148	2.2.3.3. برنامج عمل الصندوق في مجال أسواق الأوراق المالية العربية.....
150	3.3.3. تحقيق التكامل بين البورصات العربية.....
150	1.3.3.3. معوقات التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية.....
152	2.3.3.3. مقومات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.....
153	3.3.3.3. آليات تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية.....
156	4.3.3. مقترحات أخرى.....
161	الخاتمة العامة.....
166	قائمة المراجع.....
/	الملاحق.....

مقدمة

قصد النهوض باقتصاديات الدول و تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية فان الأمر يتطلب توسيع حجم و مجالات و أشكال الاستثمار، إلا أن هذا الأخير يتطلب موارد مالية كبيرة و القيام بخطوات تمكنها من استقطاب رؤوس الأموال.

و نظرا للأهمية التي تلعبها سوق الأوراق المالية باعتبارها من أهم الآليات التي تربط بين المدخرين و المستثمرين بتجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار و توفير الموارد المالية للأعوان الاقتصادية ذات الحاجة للتمويل من أولئك الأعوان ذوي الفائض المالي، فقد تزايد الاهتمام بموضوع أسواق الأوراق المالية و السعي دائما لتنشيطها و ضمان استقرارها، و لكن تفجر الأزمات المالية يؤثر بشكل أو بآخر على هذه الأسواق، و مهما كانت طبيعة هذه الأزمة المالية فان تأثيرها على السوق المالي حتما سيحدث هلعا بين أوساط المتعاملين فيها، فيقومون باتخاذ قرارات معينة تؤدي إلى زعزعة الاستقرار و الثقة بداخلها،

أهمية الدراسة:

إن أهمية دراستنا تكمن في إعطاء صورة عن مختلف الآليات التي يمكن من خلالها تنشيط أسواق الأوراق المالية خاصة و أن هذه الأخيرة ليست بمنأى عن التغيرات و الارتدادات التي تصيب الاقتصاديات المختلفة، و بما أن هذه الأسواق تتميز بنوع من الحساسية اتجاه أي أزمة أو مشكلة في أي قطاع من القطاعات الحيوية، فان من الأهمية بما كان أن يولى لها اهتماما بالغا للحفاظ على استقرارها و تعزيز الثقة بين المتعاملين بها و هذا ما يساهم من جهة ثانية في تنشيطها.

هدف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في تقديم الآليات التي من شأنها تنشيط أسواق الأوراق المالية في أوقات الأزمات المالية التي تتعرض لها هذه الأخيرة و التي تفقدها استقرارها و تثبط تعاملاتها تضعف من أداء مؤشراتها و ذلك بالإسقاط على أسواق الأوراق المالية في الدول العربية.

إشكالية البحث:

يعتبر وجود سوق للأوراق المالية في الدول العربية قادر على حشد و تخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية و قابلة للاستمرار، و على الرغم من تبني هذه الأخيرة للعديد من الإصلاحات على مستوى أسواقها المالية إلا أنه لا تزال هناك تحديات مصدرها التطورات و التقلبات التي ترتبط بالأسواق المالية العالمية، و أهمها تعرض هذه الأسواق إلى أزمات مالية تمتد شرارتها إلى معظم أسواق الأوراق المالية العربية مما يحدث تراجعاً في أدائها و ركوداً في تعاملاتها.

و على هذا الأساس جاءت هذه الدراسة لتركز على الحلول التي من شأنها إزالة هذا العائق الذي يحول دون مواصلة الدول العربية في برامج تطويرها لأسواقها المالية و عليه فإن السؤال الجوهرى الذي نحاول الإجابة عليه من خلال هذه الدراسة يمكن صياغته على النحو التالي:

ماهي الآليات التي من شأنها تنشيط أسواق الأوراق المالية خاصة في ظل الأزمات المالية العالمية؟ و ماهي الخطط التي تبنتها الدول العربية في سبيل ضمان استمرارية نشاط أسواق أوراقها المالية في ظل الأزمة المالية الراهنة؟

و الإجابة على هذا التساؤل الرئيسى قادنا إلى طرح جملة التساؤلات الفرعية التالية:

- ما طبيعة الأزمات المالية العالمية، و كيف يمكن لها التأثير على نشاط أسواق الأوراق المالية؟
- ماهي الميكانيزمات التي من خلالها يمكن التقليل من حدة تأثير الأزمات المالية على الأسواق المالية؟

- ما طبيعة الأزمة المالية الراهنة، و ماهو واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظلها؟
- كيف تعاملت الدول العربية مع الأزمة المالية الراهنة لتعيد النشاط لأسواقها المالية المتضررة من جديد؟

الفرضيات:

أما الفرضيات التي اعتمدت للإجابة على هاته التساؤلات فكانت كالتالى:

- تتميز الأزمات المالية بخصائص معينة و كل أزمة مالية تختلف عن غيرها استناداً إلى الأسباب التي دفعت إلى تفجرها و تقوم هذه الأخيرة بخلق آثار تمس بنشاط السوق المالى سواء تعلق بالأدوات المالية المتداولة فيه أو بالمتعاملين فيه(مؤسسات، أفراد، بنوك...).

- يمكن تبني العديد من الميكانيزمات للتقليل من حدة الأزمة، و تعتمد هذه الأخيرة على أساس طبيعة الأزمة المالية التي أصابت السوق المالى.

- الأزمة المالية الراهنة هي في الأصل أزمة رهن عقاري في الولايات المتحدة الأمريكية و لسوء الحظ امتدت تداعياتها إلى كافة الدول في العالم بما فيها العربية منها مخلفة آثار سلبية على مستوى أسواقها المالية.

- تبنت الدول العربية العديد من الآليات لمواجهة الأزمة المالية الراهنة و التي تعمل في نفس الوقت على إعادة النشاط لأسواقها المالية المتضررة.

مبررات اختيار الموضوع:

من أهم الأسباب التي دفعتنا لاختيار هذا البحث نذكر:

- تعتبر هذه الدراسة مساهمة في محاولة سد الفجوة الموجودة في مجال أبحاث و دراسات الآليات و الخطط و التقنيات التي من شأنها تنشيط أسواق الأوراق المالية و خاصة العربية منها، و هذا في ظل الأزمات المالية العالمية التي تزعزع استقرار هذه الأسواق.

- حداثة موضوع الأزمة المالية و كيفية تنشيط الأسواق المالية في ظلها.

- الرغبة و الميول الشخصي في تناول و بحث هذا النوع من المواضيع.

- علاقة الموضوع بمجال تخصص الدراسة.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في دراسة الآليات التي تساهم في تنشيط أسواق الأوراق المالية في الدول العربية في أوقات الأزمات المالية التي حدثت في السابق و الأزمة المالية الراهنة "2008" التي حدثت في الولايات المتحدة الأمريكية و امتدت إرهاباتها إلى معظم الدول العربية مسببة بذلك حالة من عدم الاستقرار في معظم القطاعات و خاصة القطاع المالي.

المنهج المتبع:

بناء على التساؤلات و الفرضيات التي صغناها فإننا اعتمدنا في دراستنا هذه على توظيف المنهج الاستنباطي من خلال استخدام المنهج الوصفي التحليلي الذي يساعدنا على وصف الظاهرة و ربط الأسباب بالنتائج و الحلول، كما اعتمدنا على توظيف المنهج الاستقرائي عن طريق استخدام الأدوات الإحصائية أثناء استقراءنا للمعلومات و الإحصائيات المتعلقة بالموضوع

الدراسات السابقة:

يعتبر هذا البحث تكملة لسلسلة من البحوث تناولت واقع البورصات العربية و سبل تفعيلها و منها نذكر:

- دراسة لبوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر سنة 2006، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة، و أوجه القصور في أسواق الأوراق

المالية و سبل تطويرها قصد ترابطها، و قسم الباحث رسالته إلى قسمين تضمن القسم الأول الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية من خلال ثلاثة فصول تعلق الأول بالملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية و الفصل الثاني تعلق بأسواق الأوراق المالية كفاءتها، مؤشراتنا و أثر العولمة عليها، أما الفصل الثالث فتعلق بأسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما و أسواق الأوراق المالية الناشئة، في حين أن القسم الثاني تضمن واقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها و ذلك من خلال ثلاثة فصول، تعلق الأول بواقع أسواق الأوراق المالية العربية و الفصل الثاني تعلق بمعوقات أسواق الأوراق المالية العربية أما الفصل الثالث فجاء بعنوان تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية و سبل الربط بينها.

و توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجه عدة عوائق حالت دون تحقيقه و رأى أن الحل يكمن في إصلاح أوجه القصور المتمثلة في السياسات الاقتصادية المتبعة و توفير المناخ الاستثماري الملائم، حيث يتم في المرحلة الأولى تكوين سوق مالي ناشئ ثم تأتي عملية التكامل بين البورصات العربية التي تهدف إلى تنمية آفاق التعاون بين البورصات العربية و تذليل العقبات أمام انسياب الاستثمارات و الأموال العربية فيما بينها الأمر الذي يؤدي إلى إقامة سوق مالية عربية تعمل على تجميع المدخرات للأفراد و إعادة استثمارها في المنطقة العربية بما يضمن تمويل خطط التنمية الاقتصادية المطروحة في الوطن العربي.

- دراسة لوليد أحمد الصافي: الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر سنة 2003 حيث تدور إشكالية هذا البحث حول: هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرين العرب من توظيف مدخراتها المالية الموظفة في الخارج والتي منيت بخسائر وهزات كلما تعرضت الأسواق المستقطبة لها لهزات عنيفة أو شديدة الوقع؟ وإلى أي مرحلة وصلت لها الأسواق المالية العربية من الإصلاحات والتطور لكي تستطيع ليس فقط من استرجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج بل واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، ومناقشة أسواق المال الناشئة في هذا المضمار؟

وما هو الدور الذي يمكن للمصارف والمؤسسات العربية التي لها علاقة بأسواق المال لعبه من أجل تنشيط الأسواق المالية العربية؟

وقد قسم الباحث رسالته إلى خمسة فصول رئيسية، حيث خصص الفصل الأول للمبادئ والمفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية، حيث تناول فيه أهمية ووظائف البورصة، الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي، أقسام السوق المالي وكفاءته ووسطاء السوق المالي، أما الفصل الثاني تناول فيه المراكز المالية الدولية حيث تعرض فيه إلى أساليب الربط بين البورصات ومستحدثات

الأسواق من الأدوات المالية، وفي الفصل الثالث تطرق إلى الأزمات المالية الدولية حيث تعرض إلى أزمة الكساد الكبير 1929 وكذا أزمة الاثنين الأسود 1987، بالإضافة إلى أزمة سوق الأوراق المالية في الكويت وأزمة المكسيك وأخيرا الأزمة المالية الآسيوية، ثم تطرق في الفصل الرابع إلى واقع الأسواق المالية العربية، حيث تضمن النشأة التاريخية لأسواق رأس المال العربية ونظم وتشريعات البورصات العربية وفي الأخير عرض خصائص ومعوقات الربط بين البورصات، أما الفصل الخامس والأخير الذي جاء بعنوان بعض الإسهامات لتنشيط البورصات العربية حيث تناول فيه الأدوات المالية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية كما تناول دور المصارف العربية والبنوك المركزية في تنشيط البورصات العربية، وأخيرا تناول تجربة ربط البورصات العربية من خلال الاتفاقية الثلاثية بين أسواق الكويت، لبنان ومصر.

و توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن هناك العديد من العوائق تحول دون عملية التكامل بين الأسواق المالية العربية، كما توصل إلى أن الحل الأمثل هو جعل تطور الأسواق المالية العربية مرتبط بتطور أسواق السلع و الخدمات و حجم المبادلات.

خطة البحث و هيكله:

على ضوء ما سبق تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول أساسية تناول الفصل الأول الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية و ذلك من خلال ثلاثة مباحث يعرض الأول الخلفية النظرية و التاريخية للأزمات المالية، أما المبحث الثاني فيعالج الأزمة المالية الراهنة و تداعياتها، في حين يخص الثالث للتأصيل النظري لأسواق الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني فيخصص لأدبيات تنشيط أسواق الأوراق المالية و يكون ذلك من خلال ثلاثة مباحث، يهتم الأول بالآليات المساعدة على تنشيط أسواق الأوراق المالية، في حين يخص الثاني لآليات تنشيط أسواق الأوراق المالية السريعة الأثر، أما الثالث فخصص للحلول المقترحة لتنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمة المالية الراهنة.

أما الفصل الثالث و الأخير فخصص لدراسة حالة الدول العربية من خلال تفعيل تداولات أسواق الأوراق المالية العربية في ظل الأزمة المالية الراهنة، إذ يتناول المبحث الأول انعكاسات الأزمة المالية الراهنة على أسواق الأوراق المالية العربية، أما الثاني فخصص لاستراتيجيات تعامل أسواق الأوراق المالية العربية المتضررة مع الأزمة المالية، في حين يتطرق الثالث للمقترحات متعلقة بتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية أوقات الأزمات المالية. و في الأخير يتم تخصيص خاتمة عامة لهذا البحث تأتي لتقديم ملخص شامل له و كذا اختبار فرضيات هذه الدراسة مع عرض أبرز النتائج التي تم الوصول إليها مع تقديم الاقتراحات و تحديد الآفاق المستقبلية لهذه الدراسة.

الفصل 1

الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية

تعتبر الأزمات المالية من أعنف المشاكل التي تواجهها أسواق الأوراق المالية، هذه الأزمات التي تعتبر وليدة ظروف و أسباب معينة تنوعت و اختلفت طبيعتها من فترة لأخرى على أساس الأسباب التي دفعت إلى ظهورها و تفجرها، مخلفة بذلك انعكاسات و آثار معينة.

و في الفترة الأخيرة يشهد العالم تفجر أزمة مالية أقل ما قاله عنها خبراء المالية في العالم أنها أعنف أزمة شهدها التاريخ منذ أزمة الكساد العظيم سنة 1929، كانت بذورها وليدة الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية بالدرجة الأولى بالإضافة إلى أسباب و عوامل أخرى، و تتالت الأحداث و تتابعت لتصل إلى درجة العالمية في التأثير على الاقتصاديات و الأسواق المالية، و لكن بدرجات معينة متفاوتة على أساس اعتبارات معينة.

و قبل معرفة انعكاس هذه الأزمة المالية على أسواق الأوراق المالية في الدول العربية كان لابد من التطرق إلى التأسيس النظري لسوق الأوراق المالية العربية من خلال إعطاء خلفية عن سوق الأوراق المالية ثم التطرق إلى واقع أسواق الأوراق المالية العربية و أهم المعوقات التي تواجهها، لذلك قمنا بالتفصيل في العناصر السابقة في ثلاث مباحث أساسية على النحو التالي:

- الخلفية النظرية و التاريخية للأزمات المالية.

- الأزمة المالية الراهنة و تداعياتها.

- التأسيس النظري لأسواق الأوراق المالية العربية

1.1 الخلفية النظرية و التاريخية للأزمات المالية

تمثل الأزمات المالية إحدى أهم المشاكل الاقتصادية، لما لها من انعكاسات مباشرة على الهياكل الاقتصادية والاجتماعية للدول، حيث أخذت ضغوط الأزمات في الدول الناشئة والدول الصناعية الكبرى تزداد عمقا واتساعا على الرغم من مختلف الإجراءات الاقتصادية التي قامت بها هذه الدول من أجل الحد من وقوعها، وأمام إنشائها، ونحاول من خلال هذا المبحث إدراج أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأزمات المالية .

1.1.1 ماهية الأزمات المالية

الأزمات المالية عبارة عن محطات تمر بها الاقتصاديات في مسارها التاريخي، و هي تؤثر على هشاشة و سوء أداء في النظام المالي لهذا البلد أو ذلك، و نحاول من خلال هذا المبحث إعطاء تعريف شامل و دقيق لمفهوم الأزمة المالية بالاعتماد على مجموعة من التعاريف، ثم نحدد الأسباب الرئيسية الكامنة وراء تفجر الأزمات المالية في معظم دول العالم.

1.1.1.1 تعريف و خصائص الأزمة المالية

منذ عدة سنوات سجلت الدول العديدة من التغيرات التي طرأت على كيانها ككل وأطلق لفظ الأزمة المالية على هذه التغيرات، وكان من اليسير التعرف على مظاهر هذه الأزمات وإدراكها، لكن يبقى صياغة تعريف دقيق للأزمة المالية ليس بالأمر الهين، وفي هذا الصدد سنحاول إعطاء بعض التعاريف الأزمة المالية يقصد بها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من ابرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة و أسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية [1 ص 200] ، كما تعتبر نتيجة انفتاح أسواق المال وتحرير الحسابات الرأسمالية أمام حركة رؤوس المال.[2 ص 81]

الأزمة المالية تعبر عن تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد القومي، والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى والموازنات المالية للوسائط الماليين.[3 ص 32]

الأزمة المالية هي مجموعة من حلقات الاضطراب المالي التي تقود إلى الأخطار خاصة مشاكل عدم السيولة والإفلاس بين معظم المشاركين في الأسواق المالية أو تسمح بالتدخل الرسمي لكبح جماح

والسيطرة على هذه النتائج ، ويجب في هذه الحالة أن نميز بين أزمات العملة (أزمات نقدية) والأزمة المصرفية أو حدوث الاثنين معا [4 ص 10]، بمعنى آخر هي الاضطراب الذي يصيب الأسواق المالية و يطلق وصف الأزمة المالية عن الحالة التي يكون فيها تقييد في منح الائتمان و انخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي الكلي[5 ص 30] .

استنادا لكتاب (V.pareto) "cours d'économie politiques" عرف الأزمة المالية أنها عبارة عن نموذج أو تغير كبير تعرف كل أو بعض قيم المتغيرات المالية التالية: عرض السندات والأسهم وأسعارها، الطلب على القروض، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف[6 ص 01].

الأزمة المالية تعبر عن الحالة التي يكون فيها الطلب على النقود يفوق العرض، نتيجة عمليات السحب المتكررة من البنوك، و هو ما يدفع البنوك إلى بيع استثمارات بحوزتها لتعويض نقص السيولة لديها أو الانهيار.[7 ص 02]

و مما سبق يمكن أن نعطي تعريف شامل و موحد للأزمة المالية و نعرفها على أنها تتجسد في تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، و كذلك اعتمادات الودائع المصرفية، و معدل الصرف، و هذا الاختلاف في تقدير الظواهر بالارتفاع و الانخفاض يتطلب فترة طويلة لتفسيرها، و عادة ما تحدث هذه الأزمات بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط و سريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، و بحدوث انخفاض في قيمة العملة يؤدي إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج، وبصفة عامة تعكس الأزمات المالية انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية و غير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أنه مهما كانت طبيعة الأزمة فإنها تشترك في الخصائص التالية:

[8 ص 115]

- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.
- المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد.
- نقص المعلومات وعدم دقتها.
- إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة ومتصارعة.
- إنها تسبب في بدايتها تدهم ودرجة عالية من التوتر، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها.
- إن تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها.

- بما أن الأزمة تمثل تهديداً لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابهتها تعد واجباً مصيرياً.
- إن مواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية.

- إن مواجهة الأزمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.
- من السمات الملحوظة للآزمات المالية كذلك هي كيانية انتقال تأثيرها أو عداها من بلد إلى آخر، ويرجع هذا التأثير إلى ثلاثة مجموعات من الأسباب:

* أن الأزمات يمكن أن تكون ناتجة عن سبب عام مشترك مثل تحولات كبرى في البلدان الصناعية تجلب معها الأزمة في الأسواق الناشئة، فالارتفاع الحاد في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في أوائل الثمانينيات سبباً لنشوب أزمة مديونية في بلدان أمريكا الجنوبية، كما أن ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الين في 1995-1997 ساهم في ضعف القطاع الخارجي في عدد من بلدان جنوب شرق آسيا إذ لو كانت مثل هذه العوامل أو الصدمات تساهم في إمكانية تعرض بعض البلدان للأزمات إلا أن تفجر الأزمة بالفعل يتوقف على الظروف الاقتصادية المحلية في كل بلد معرض للأزمة، مثل هشاشة القطاع المالي، تفاقم المديونية، تبني أنظمة غير مرنة لأسعار الصرف.. [9 ص 78].

* يمكن أن تنتج الأزمة بسبب تأثير عوامل اقتصادية خارجية، حيث تؤثر الأزمة في بلد ما على الأوضاع الاقتصادية الأساسية في غيرها من البلدان بسبب العلاقات التجارية وروابط أسواق الأوراق المالية أو بسبب الاعتماد المتبادل لحوافز استثمار الدائنين، و من أمثلة الأزمات التي انتقلت عداها لهذا السبب أزمة آلية أسعار الصرف الأوروبية 1992-1993 حينما أدى تخفيض قيمة بعض العملات الأوروبية لضعف بقيمة العملات، و كذلك أزمة بلدان شرق و جنوب شرق آسيا في منتصف 1997. [10 ص 31]

* أن الأزمة في أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في البلدان الأخرى، حتى و لو لم يكن هناك أية تغيرات في هذه البلدان، و ذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم، و غالباً ما يكون هذا السلوك من جانب الدائنين ناتجاً عن تأثير عوامل نفسية و عن نقص في المعلومات و الشفافية ينطبق على سلوك القطيع، كما يمكن للأزمات أن تنتقل عبر آلية تعرف بـ "نداء الاستيقاظ" بمعنى أن تفجر الأزمة في بلد ما يؤدي استيقاظ الدائنين و تنبيههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية للمقرضين في البلدان الأخرى، و من هنا يبدأ الدائنون في اتخاذ ما يلزم لمخزئات و تدابير لحماية أموالهم الأمر الذي يؤدي إلى انتشار الأزمة [11 ص 18].
و بصفة عامة يمكن القول أن التجارب التاريخية تُلهم أن انتقال عدوى الأزمات يكون أكثر انتشاراً على نطاق الإقليمي منه على النطاق العالمي، و أكثر خطورة في فترات الاضطراب منه في فترات الاستقرار أو الأزمات تنتقل في الغالب من البلدان الكبيرة إلى البلدان الصغيرة.

هذا وحاول MICHAEL DAVID BORDO أستاذ الاقتصاد بجامعة RUTGERS بالولايات المتحدة الأمريكية و رئيس مركز التاريخ المالي و النقدي بنفس الجامعة أن يجمال الأزمة المالية في تسعة مراحل هي: [12 ص ص 6-11]

المرحلة الأولى: تبدأ الأزمة المالية بظهور تغير في التوقعات (anticipation) بشكل عام، والذي عادة ما يصطحب بظهور مخاوف حول الوضع الاقتصادي، ففي القديم كان هذا التغير قد ينجر من أحداث واقعية أو فعلية أو ظواهر نقدية.

المرحلة الثانية: تتميز بظهور المخاوف حول ملاءة بعض الهيئات المالية، وقد تكون حالة عدم القدرة على الدفع هذه، ناتجة عن سوء التسيير، أخطاء في التنبؤ (prévision)، مخاطرة مبالغ فيها، أو نقص في السيولة الموجودة في جل النظام بشكل عام.

المرحلة الثالثة: ظهور الميل لتحويل الأصول الحقيقية والأصول المالية غير السائلة لجعلها على شكل نقود (تحويل طبيعة الأصول التي سبقت الإشارة إليها)، الأمر الذي ينجر عنه انخفاض في أسعار الأصول و ارتفاع في أسعار الفائدة (أزمة سيولة).

المرحلة الرابعة: تصبح بعض البنوك التجارية والهيئات الأخرى، والتي كانت قادرة على الدفع في حالة عدم الملاءة، ويعزى هذا إلى انخفاض قيمة حوافظها المالية الراجع بدوره إلى ارتفاع مبيعات الأصول، وتعتبر هذه النقطة غاية في الأهمية حيث يعتبر عجز البنوك و الوسطاء الماليين الآخرين مرحلة أساسية في الأزمة و انتشارها .

المرحلة الخامسة: يتولد عن حالة عدم الملاءة في النقطة السابقة ظهور إقبال كبير و سريع أو اندفاع المودعين نحو البنوك كذلك فالإقبال الكبير و السريع للمودعين نحو بنوك معينة قد يؤدي إلى ظهور هلع بنكي ، فالمودعين بشكل عام يتخوفون من تكبد خسائر معتبرة في ودائعهم البنكية لاسيما في حالة إفلاس البنوك، فمن ثم فهم يحاولون تحويل ودايعهم إلى نقود قانونية.

المرحلة السادسة: يؤدي الهلع البنكي إلى ارتفاع الطلب على النقود، فنسبة الودائع على النقدية الموجودة لدى الجمهور تقل، كما نجد أن البنوك تخفض من نسبة الودائع إلى الاحتياطات و ذلك بتخفيض حجم القروض التي تقدمها قصد تحسين مستوى سيولتها، و من جهة أخرى فان إفلاس البنوك يؤدي في حد ذاته إلى التقليل من الودائع.

المرحلة السابعة: يعرف النشاط الاقتصادي الحقيقي (الإنتاج) انخفاضا، نفس الشيء يقال عن الاستثمار والمستوى العام للأسعار، وذلك من جراء انخفاض عرض النقود.

المرحلة الثامنة: انخفاض مستوى الأرباح وقيم صافي الأصول، والذي يتزامن مع ارتفاع عدد حالات الإفلاس.

المرحلة التاسعة: ظهور أزمة المديونية ناتجة عن انخفاض أسعار الأصول أثناء عمليات التصفية من جهة، وانخفاض المستوى العام للأسعار من جهة أخرى.

2.1.1.1. النظريات المفسرة للأزمات المالية

تتعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية و تختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضا في حداثتها و تأثيرها و مداها الزمني، فمنها ما قد ينتج عن زعر مصرفي "Banking Panic"، و الذي بدوره يترتب عليه كساد أو انكماش في النشاط الاقتصادي ، بينما في أحيان أخرى قد يكون السبب انهيار حاد في أسواق الأسهم خاصة بعد وجود فقاعة "Bubble"، في أسعار بعض الأصول أو بسبب أزمة عملة و انهيار سعر الصرف مما ينتج عنه عددا من الآثار السلبية على المسار التنموي للاقتصاد القومي.

و تشير الأدبيات الاقتصادية إلى الجدل الدائر حول إلقاء ظلال المسؤولية على النظام الرأسمالي، فهناك من يرفض النظام الرأسمالي برمته، فوفقا لنظرية مينسكي "Minisky's theory" فان القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة أو ما أسماه "Financial Fragility" و تختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، و من ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل، و تدور نظرية " مينسكي " في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي على أن أي اقتصاد يمر بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة الكساد تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص و عدم تحمل مخاطر كبيرة من تعاملها مع القطاع المالي، و هو ما يسمى " التمويل المتحوط"، و خلال مرحلة النمو، تبدأ التوقعات المتفائلة في الطفو على السطح و تتوقع الشركات ارتفاع الأرباح و من ثم تبدأ في الحصول على التمويل و التوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض بلا مشكلات تذكر، و تنتقل عدوى التفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، و يبدأ المقرضون بالتوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجددا، و لكن بناء على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظرا لأرباحهم المتوقعة، و في ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان، و في حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، و تبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، و تتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد و يعود الاقتصاد لنقطة البداية من 1929 ص 01]

و من التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المبار "game theory" تحت ما يعرف بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية "coordination Game"، إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون)، فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذه، بمعنى آخر قد يكون قرار شراء أصل ما بناء على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل سترداد، و أن القدرة على توليد دخل مرتفع، بينما في أحيان

أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار حينئذ تبدو الصورة مختلفة [13 ص 05]

1.1.1.3. أنواع الأزمات المالية

بالرجوع إلى الأزمات المالية التي حدثت في كثير من الدول نجدها لا تخرج عن الأنواع الآتية:
1.3.1.1.1 الأزمة المصرفية:

هي ارتفاع مفاجئ وكبير في سحبات الودائع من البنوك التجارية وينبع ذلك أساساً من الانخفاض المتواصل في نوعية الموجودات المصرفية. [14 ص 280]

أما تعريف صندوق النقد الدولي فهو "تشير إلى الموقف الذي تضطر فيه البنوك نتيجة للمسارة الفعلية أو المحتملة بسحب الأموال منها، أو نتيجة لاحتمال إخفاق هذه البنوك أو إخفاقها بالفعل في أداء مهمتها على النحو الواجب إلى وقف التحويل الداخلي لالتزاماتها أو إلى الموقف الذي تضطر فيه الحكومة للتدخل للحيلولة دون حدوث ذلك من خلال تقديم مساعدات واسعة النطاق". [15 ص 91]

أما بالنسبة لتعريف الدكتور أحمد طلفاح فهو يركز على المعايير المستخدمة في تعريف الأزمة الاقتصادية و المتمثلة في: [16 ص 01]

- * نسبة القروض المعدومة إلى مجموع القروض تتجاوز 10 %.
 - * إذا تجاوز حجم الإصلاح أو عملية الإنقاذ 2 % من الناتج المحلي الإجمالي.
 - * إذا نتج عن الأزمة تأميم بعض البنوك.
 - * هناك حالة هستيرية بنكية متمثلة في تسهيل كبير للودائع من قبل المودعين مما يستدعي تدخل السلطات من خلال تجميد الودائع أو إغلاق البنوك أو تعميم تأمين القروض.
- بمعنى أن الأزمات المصرفية تظهر عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع، فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، و بالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية " Systematic Banking Crisis ". وعندما يحدث العكس، أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الائتمان "Credit Crunch"

2.3.1.1.1 أزمة العملة :

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة، عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير

ضخمة من احتياطاته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة [17 ص 74]، و يميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات "الطابع القديم" أو "الحركة البطيئة" وبين الأزمات ذات "الطابع الجديد"، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الثانية فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات لجزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاما أو خاصا) يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحررا و تكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف.

3.3.1.1.1 أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات":

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble"، حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل – كالأسهم على سبيل المثال – هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى، و يتم الحديث عن أزمة عندما ينخفض مؤشر السوق المالية بأكثر من 20% قياسا على أزمتي الكساد العظيم 1929، و أزمة الاثنين الأسود 1987 [18 ص 15] و انطلاقا من دراسة تاريخ الأزمات تبين مايلي: [19 ص 104]

* تكون أزمات العملة في الاقتصاديات الصاعدة- على الأقل- ضعف الأزمات في الدول الصناعية.

* يمكن أن يشهد الاقتصاد الكلي كلا النوعين من الأزمات في الوقت نفسه، بحيث يغذي كل منهما الآخر.

* عادة ما تسبق الأزمات المصرفية أزمات العملة بعام أو عامين، و عندما يحدث العكس و تسبق

أزمة العملة الأزمة المصرفية نجد أيضا أن الفترة هي عام أو عامين.

* بينت بعض دراسات صندوق النقد الدولي بخصوص الأزمات المالية أن أكثر البلدان تعرضا

للأزمات هي تلك التي تشهد تحريرا واسعا في أسواقها المالية و مؤسساتها المصرفية، و التي تؤدي

بدورها إلى أزمة عملة لوجود علاقة سببية بين الأزمات المصرفية و أزمات العملات [20 ص 12].

2.1.1 كيفية حدوث الأزمات المالية

إن محاولة فهم أي مشكلة أو ظاهرة يدفعنا إلى تحليل الأسباب المتدخلة في حدوثها و المساعدة على

انتشارها كذلك هو الحال في دراسة الأزمة المالية إذ تتطلب هذه الأخيرة الوقوف عند أهم أسبابها و

كيفية انتقالها من مستوى إلى آخر في النظام المالي (العدوى النظامية) و التوصل من وراء ذلك إلى استخلاص أهم مؤشرات التعرض للأزمات المالية.

1.2.1.1 الأسباب الرئيسية لحدوث الأزمات المالية

لا يمكن حصر الأسباب التي أدت للأزمات المالية في سبب أو سببين، وإنما تتضافر جملة من الأسباب تؤدي بمجموعها إلى إحداث أزمة مالية و منها نذكر:

*عدم استقرار الاقتصاد الكلي و عدم تماثل المعلومات. [21 ص 84]

*التوسع الكبير في الإقراض و انهيار أسعار الأصول.

*تزايد التزامات البنوك مع عدم تناسق آجال الاستحقاق.

*عدم التحضير الكافي للتحريك المالي.

*التغلغل الحكومي و القيود المحاطة حول القروض المرتبطة بها.

*ضعف النظم المحاسبية و الإفصاح و الأطر القانونية.

*تدفق رؤوس أموال ضخمة إلى الداخل يرافقه توسع مفرط و سريع في الإقراض دون التأكد من

الملاءة الائتمانية للمقترضين، و هو ما يعمل على زيادة حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى

البنوك المحلية، و عندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية اتجاه العملات القيادية و هذا ما

يؤدي إلى موجة من التدفقات الرأسمالية نحو الخارج. [20 ص 12]

*ضعف الرقابة و الإشراف الحكوميتين، و هو ما يؤدي إلى تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات

الحكومة و قدرتها على القيام بالإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة. [20 ص 12]

*وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية و المالية الكلية الملائمة، خاصة إذا تزامن ذلك مع انعدام

الشفافية و انتشار الفساد و التلاعب بالبيانات و القوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الأولي

للاضطراب [22 ص 04]

وبصفة عامة يمكن إرجاع أسباب الأزمات المالية إلى ما يلي [23 ص 207]:

- المتغيرات الدولية من الكوارث، الحروب، الأزمات الاقتصادية و الحروب التجارية.

- المتغيرات المحلية في معدل التضخم (أسواق السندات)، و أسعار الصرف (أسواق العملات

الحرّة)، و أسعار الأسهم، و تغير أسعار الفائدة.

- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة و الاختراعات، و تحول الطلب على المنتجات و

الخدمات و هياكل محفظة الاستثمار.

- الإشاعات و المعلومات الملوثة و غير الحقيقية و المضاربة غير المحسوبة.

- التقلبات في شروط التبادل الدولي، فعادة ما يصعب على زبائن البنوك الوفاء بالتزاماتهم عندما تختل شروط التبادل الدولي والتي تؤدي إلى اضطراب المشتغلين بنشاطات التصدير و الاستيراد
- عدم الاستقرار السياسي و النزاعات الأهلية في بعض الحالات.
- ضعف الأداء الاقتصادي و مشاكل ميزان المدفوعات.
- التسهيلات الائتمانية الميسرة و ارتفاع الدين العام الخارجي لكثير من الدول.
- العدوى و التأثيرات الخارجية، حيث تحفز الأزمة في بلد ما القوى الفاعلة الاقتصادية على إعادة تقييم توقعاتها و من ثم تحد من استثماراتها.[24 ص 32]
- عدم كفاءة النظام القضائي و القصور في الالتزام بالقوانين و تطبيقها.

2.2.1.1 كيفية و قنوات انتشار الأزمة المالية

1.2.2.1.1 كيفية حدوث الأزمة المالية

إن حدوث الأزمة المالية يأتي نتيجة وجود خلل في المؤشرات الاقتصادية للدولة، بالإضافة إلى انخفاض أداء الجهاز المصرفي و ضعف دور الرقيب الممثل في البنك المركزي، فوجود عجز ضخم في الميزان التجاري و انخفاض كبير في الإنتاجية يشجعان على دخول المضاربين بقوة للمضاربة على العملة المحلية إذا كانت قيمة العملة لا تعبر عن حقيقة الوضع الاقتصادي.

و مع انخفاض حجم الاحتياطي من النقد الأجنبي قد تجبر الدولة صاحبة العملة المضارب عليها إلى خفض قيمتها، أو رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية بالعملة المحلية، و هذا بهدف تشجيع أصحاب الودائع المصرفية بالعملات الأجنبية على تحويل ودائعهم إلى ودائع بالعملة الوطنية، و بذلك يزيد الطلب على هذه العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، و من ثم تخفيض شدة و حدة المضاربة.

و لكن لجوء الدولة إلى هذين الاجرائين السابقين بصورة مبالغ فيها يؤدي إلى خسائر و إضرار وخيمة على القطاعات الاقتصادية و ذلك من خلال:

- 1- تأثير تخفيض قيمة العملة: إن إجبار الدولة على خفض قيمة عملتها بنسبة كبيرة ينجر عنه أضرار وخيمة على الاقتصاد الوطني، و ذلك من خلال تأثيره السيئ على بورصة الأوراق المالية و البنوك. فالانخفاض الكبير في قيمة العملة يدفع المستثمرين داخل البورصة و لاسيما الأجانب منهم إلى بيع ما يملكونه من أسهم للحصول على العملة المحلية بغرض تحويلها إلى عملة أجنبية الأمر الذي لا يؤدي فقط إلى التراجع في أسعار الأسهم بل إلى مزيد من التدهور لقيمة العملة.[25 ص 32]
- إن التراجع الحاد في أسعار الأسهم معناه انخفاض حاد في القيمة السوقية لصافي حقوق الملكية للشركات المصدرة لهذه الأسهم الشيء الذي يؤدي إلى انخفاض الجدارة الائتمانية لهذه الشركات، و بالتالي انخفاض قدرتها في الحصول على المزيد من القروض لتمويل أنشطتها الإنتاجية.

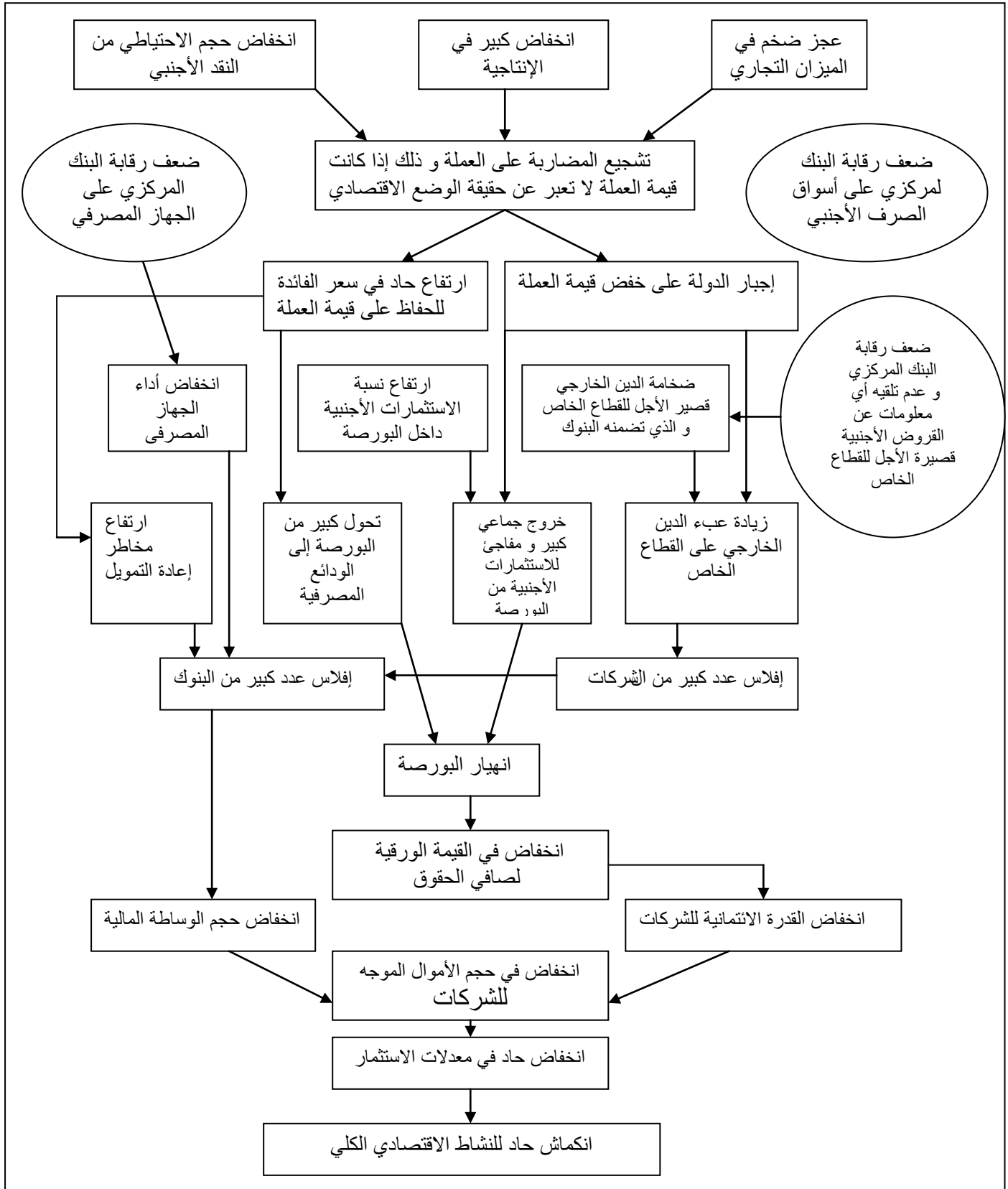
كما لا يقتصر تأثير تخفيض قيمة العملة على البورصة بل يمتد ليشمل البنوك، فهذا الانخفاض يزيد من عبء الدين الخارجي الممنوح للقطاع الخاص، و ذلك مقوما بالعملة الوطنية بعد الانخفاض، الأمر الذي قد يؤدي إلى إفلاس الكثير من البنوك.

2- تأثير ارتفاع أسعار الفائدة: إن المغالاة في رفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية يحدث هو الآخر أثارا سلبية على الاقتصاد الوطني و ذلك من خلال تأثيره على البورصة و البنوك، حيث يقوم المستثمرون بتوجيه استثماراتهم من الأسهم إلى الودائع المصرفية التي تعطي عائدا أكبر و تتصف بمخاطر اقل، هذا السلوك بين المستثمرين يعني عرض عدد كبير من أوامر البيع دون أن يقابلها أوامر الشراء. [25 ص 42] ، و كنتيجة لهذه الزيادة من المعروض من الأوراق المالية في السوق المالي التي لا تقابلها طلبات الشراء يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الأسهم و انهيار البورصة. [26 ص 233].

كما لا يقف التأثير السلبي للمغالاة في رفع أسعار الفائدة على البورصة فقط بل يمتد ليشمل البنوك، ذلك أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية يترتب عليه ارتفاع تكاليف و أعباء إعادة التمويل بالنسبة للبنوك، و بالتالي تعرضها لمخاطر إعادة التمويل، و هي المخاطر التي تتعرض لها البنوك و المؤسسات المالية إذا فاقت تكاليف إعادة تمويل التزاماتها من العائد الناتج من الاستثمار في الأوراق المالية أو القروض، الأمر الذي يؤدي إلى إفلاسها إذا كان الارتفاع في أسعار الفائدة بشكل مبالغ فيه.

كما يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة على منظمات الأعمال في صورة ارتفاع حاد في معدلات الفائدة على القروض الجديدة الممنوحة لها، و هو ما يعني ارتفاع حاد في تكاليف التمويل لهذه المنظمات، و بالتالي انخفاض كبير في قدرتها على الحصول على احتياجاتها التمويلية للاستمرار في ميدان الأعمال، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض حاد في معدلات الاستثمار، و انكماش شديد في النشاط الاقتصادي.

و تبسيطا لما قلنا حول كيفية حدوث الأزمة المالية يمكن تقديم الشكل التالي:



الشكل رقم: 01 أسباب و كيفية حدوث الأزمة المالية [السيد البدوي الحافظ، إدارة الأسواق و المؤسسات

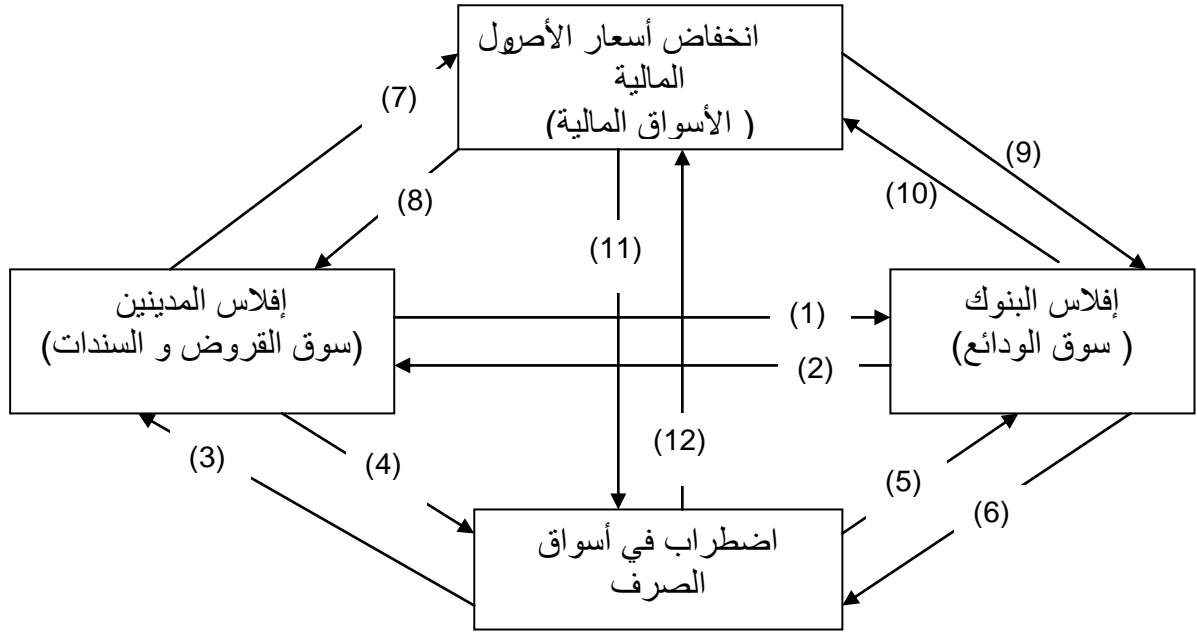
2.2.2.1.1. قنوات انتشار الأزمات المالية

توجد مجموعة من القنوات من شأنها المساهمة في انتشار و توسع الأزمة المالية و سيتم التركيز في هذه النقطة على قناتين رئيسيتين تتعلق الأولى بانتقال الأزمة عبر أقسام النظام المالي في حين تتعلق الثانية بانتقال الأزمة من دولة إلى دولة أخرى

1.2.2.2.1.1. الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد

تعرف الأزمة المالية على أنها مجموعة من حلقات الاضطراب المالي التي تقود إلى الأخطار. هذه الاضطرابات تمس أحد الأسواق التالية: سوق الاستدانة (سوق القروض و السندات)، سوق الصرف، سوق الودائع و سوق المالية لكنها سرعان ما تنتقل إلى الأسواق الأخرى عبر قنوات انتشار يمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل رقم 02: قنوات انتشار الأزمات المالية



المصدر: آيت بشير عمار، مرجع سبق ذكره ص 43.

يوضح الشكل أعلاه قنوات انتقال أو انتشار الأزمة المالية عبر أقسام النظام المالي الواحد، حيث شملت هذه القنوات أربعة أسواق أساسية على النحو التالي:

القناة الأولى: تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض و السندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلبا على البنوك و يزيد من احتمال إفلاسها.

القناة الثانية : تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين و بالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك.

القناة الثالثة: أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها و التحول إلى سندات بعملة أخرى.

القناة الرابعة: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجنب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.

القناة الخامسة: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر في رأس المال (خسائر الصرف) و هو ما سبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

القناة السادسة: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات الالتزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.

القناة السابعة والثامنة: تمثل القناتين الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات و هي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم. فنتيجة ارتفاع سعر الفائدة تصبح السندات قديمة الإصدار اقل مردودية من تلك الحديثة الإصدار بالإضافة إلى هذا تصبح الأسهم بدورها اقل مردودية من السندات الحديثة الإصدار و هذا ما يدفع بالمستثمرين إلى استبدال الأسهم مقابل السندات الجديدة الإصدار مما يعني حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة.

القناتين التاسعة والعاشر: تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال و العكس حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالي، فقد تضطر البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في السوق المالي مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم و بالتالي حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة (الانتقال من أزمة بنكية إلى أزمة السوق المالي). كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالي .

القناة الحادية عشرة: قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة (أزمة سوق مالي) إلى طرح (بيع) الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي و حصولهم على السيولة مما يعني سحب العملة النقدية من السوق و بالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.

القناة الثانية عشرة: يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة و الذي ينجر عنه انخفاض لأسعار الأصول المالية في السوق المال.[27 ص 420].

"و عليه فالأزمة إنما تكون أزمة مالية معممة إذا صاحبها اضطراب كبير في كامل متغيرات النظام) إذا مست الأسواق الأربعة المذكورة سابقا)

و هو ما جعل النقداويين يميزون بين الأزمات المالية الحقيقية و التي نحن بصدها الآن و بين الأزمات المالية المزيفة أو أشباه الأزمات و التي تنحصر في مجرد تقلبات في أسعار الأصول المالية و حجم التداول دون أن يصاحب ذلك انعكاسات نظامية على مجمل النظام المالي".

1.1.2.2.2. الانتقال من دولة إلى دولة أخرى

حتى الآن نكون قد تطرقنا إلى قنوات انتشار الأزمة المالية من قسم من أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام، غير أن الأزمة المالية لا تكتفي بمس كافة النظام المالي بل تتسع لنتنقل إلى نظم مالية في دول أخرى غير الدولة المتعرضة للأزمة و ذلك بالطرق و القنوات التالية: [12 ص 47-48]

* الاتفاقيات التجارية و ما قد ينجر عنها من ضغوطات على سعر الصرف.
* الانخفاض السريع و المعبر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما الذي يدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى و هو الأمر الذي يؤثر سلبا على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرين في هذه البلدان.

* الميل إلى المحاكاة بين المستثمرين الهئويين (عبارة عن هيئات مالية تقوم بالتسيير الجماعي لادخارات الأعوان الاقتصاديين) يدفعهم إلى التعامل بنفس الطريقة تجاه العديد من البلدان بالرغم من اختلاف المخاطر المرتبطة بالاستثمار من بلد إلى آخر.

* وجود علاقات و روابط مالية بين مختلف البلدان التي تؤدي إلى انتشار الانعكاسات السلبية و انتقال الصعوبات المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

1.1.2.3. المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات:

بالطبع لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل يقيني، و إلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، و من ثم إمكانية تجنب الأزمة، ففي الحقيقة هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، و المنهج الشائع للاستخدام هو بناء "نظام للإنذار المبكر" يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة. [10 ص 18].
يتسع نطاق المتغيرات و يتوقف اختيار بعضها دون الآخر على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فإذا كان الاعتقاد السائد أن أسبابها مالية فسوف يعتمد على العجز المالي، الاستهلاك الحكومي، الائتمان المصرفي للقطاع العام... و غيرها، أما إذا كان يعتقد أخرى مثل: سعر الصرف الحقيقي، ميزان الحساب الجاري، تغيرات معدل التبادل الدولي، تفاوت أسعار الفائدة المحلي و غيرها.

باستخدام المنهج السابق، أظهرت دراسة أجريت على عينة شملت 53 دولة متقدمة و متخلفة خلال الفترة 1975-1997 أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل أسعار الصرف، مؤشرات الأسواق النقدية و المالية، قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة بسنة أو سنتين، و يمكننا تصنيف أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما لأزمات في سوق الأوراق المالية و العملات في صنفين هما.[3 ص 38]:

- التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية.

- الخصائص الهيكلية للسوق(البنوية).

و يمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول التالي:

الجدول رقم 01: المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، مرجع سبق ذكره، ص39

الخصائص الهيكلية البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
نظام جمود معدلات التبادل	ارتفاع معدل التضخم
إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات	نمو سريع في التدفق النقدي
قطاع التصدير أكثر تركيزا	انخفاض حقيقي لنمو الصادرات
ارتفاع معدل التغير في الديون الخارجية	النمو السريع في الاعتمادات المحلية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل	ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض
تحرير سوق المال الحديث	ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي
إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها	نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية
أسواق المال مضمونة بأصول مالية أو عقارية	ارتفاع معدل الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة
سيطرت بعض المؤسسات على سوق الأسهم	انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي

3.1.1 . عرض بعض الأزمات البورصية

شهدت البورصات العالمية خلال القرن العشرين انهيارات كبيرة تسببت في حدوث أزمات مالية تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، وسنحاول بشكل عام البحث بصفة عامة حول أشهر وأكبر الأزمات البورصية على النحو التالي:

1.3.1.1 . أزمة الكساد الكبير 1929

إن النظام المالي العالمي عرف عدة أزمات و أحداث مالية قاسية منذ القدم و كان أعنفها هي أزمة الكساد الكبير سنة 1929، و قبل التطرق إلى هذه الأزمة نحاول إعطاء صورة بسيطة عن الأزمات المالية

التي سبقت هذه الأزمة، ففي الفترة ما بين 1634-1637 ظهرت أزمة عرفت باسم TULIPOMANIA سببها مضاربة جنونية على زهرة التوليب حيث بلغ سعر الزهرة الواحدة ربع مليون دولار بأسعار الصرف الحالية و أدى ذلك إلى انهيار الاقتصاد الهولندي، و في سنة 1718 أفلس بنك JHON LAW في فرنسا، و في فرنسا كذلك في سنة 1795 تم إصدار قروض سنديّة وصلت قيمتها إلى 20مليار فرنك فرنسي، و هو ما يمثل ضعف قيمة الأملاك الوطنية آنذاك.

و في سنة 1866 تعرض العديد من البنوك الانجليزية للإفلاس مما أدى إلى أزمة عصفت باستقرار النظام المالي البريطاني، و تعد هذه الأزمة أقدم الأزمات في العالم، و في سنة 1873 كانت بداية الأزمة المرتبطة بالتضخم في الولايات المتحدة الأمريكية، و في سنة 1891 أفلس بنك BARING في لندن و في جويلية 1923 بداية التضخم في ألمانيا. [28 ص 179]

و بالنسبة لأزمة الكساد الكبير فمنذ سنة 1924 بدأت أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك (wall street) بالازدهار، و استمرت بالارتفاع على مدى خمس سنوات إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 24 أكتوبر 1929 و ارتفع مؤشر داو جونز ارتفاعات شديدة لم يسبق لها مثيل، حيث ارتفع المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة، بنسبة زيادة مقدارها 2.37%، و من ثم بدأ بالانحسار الذي أدى إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عملية السوق تقدر بحوالي 200 مليار دولار. [29 ص 59] وإفلاس حوالي 3500 مصرف في يوم واحد.

وقد بلغت الأسعار أقصاها في سبتمبر 1929 بـ 216 دولار، ثم بدأ الانخفاض إلى أن وصل 34 دولار في جوان 1932. [30 ص 110]، و يمكن حصر أهم أسباب أزمة 1929 إلى جملة من الانحرافات الحاصلة في أسواق رؤوس الأموال نذكر منها: [31 ص 74-81]

- نسبة هامش الأمان في البيع النقدي الجزئي، والتي كانت تتصف بالضآلة 10 %، ولأن عددا من المتعاملين لم تتوفر لديهم السيولة المطلوبة للرفع من مساهماتهم، إضافة إلى أن العدد الآخر كان فاقد الثقة في أن السوق ستستعيد توازنها، وبالتالي فإن الكثير قد اتجه إلى تصفية معاملاتهم المرتبطة بالشراء النقدي الجزئي، وذلك ببيع الأوراق محل المعاملة، وهو ما أدى إلى الرفع من عرض الأوراق، ونجم عن ذلك المزيد من التدهور في الأسعار.

- البيع على المكشوف، حيث سارع المضاربون وغيرهم ممن يرغبون في التغطية إلى الزيادة في بيع الأسهم على المكشوف، وذلك ببيع الأسهم التي ليس في ملكيتهم بأسعار محددة سلفا، على أمل شرائها عند انخفاض السعر وتسليمها للمشتري بعد جني الأرباح، ولعل الانتشار الواسع لهذا النوع من البيوع وبصورة فوضوية آنذاك قد ساعد كثيرا في تعميق الأزمة.

- الممارسات غير الأخلاقية: ومن أهم صور الممارسات التي كثر التعامل بها في الصفقات التي كانت تجري على الأوراق المالية طيلة فترة الكساد العظيم نذكر: البيع الصوري، الشراء بعرض الاحتكار، استغلال ثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية.

و أهم ما ميز أزمة 1929 نلخصه في النقاط التالية: [32ص 101]

- تسببت في زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بكامله، وكان لها صفة دورية انطلاقاً من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.

- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبياً حيث استغرقت أربع سنوات.

- عمق وحدة هذه الأزمة بشكل استثنائي ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما أفلس منذ بداية عام 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10.000 بنك أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية.

- الانخفاض الكبير من منتجات أسعار الفائدة .

- اختلاف أمن ودرجة حدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير.

- رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم

الدول، وفي نفس الوقت تدهورت القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطيات الذهبية الرسمية.

- نتج عن أزمة الائتمان الدولي طويل الأجل توتر دولي عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا والنمسا.

نتج عن أزمة الكساد الكبير 1929. [31 ص 174] إفلاس الكثير من الشركات، وتفشي البطالة،

وانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وتدنّت الأسعار، كما أن حجم الاستثمار قد تقلص بشكل

كبير نتيجة لأحجام المقرضين من منح الائتمان لكونهم لم يتمكنوا من تحصيل حقوقهم من المدنيين

الذين عجزوا بدورهم عن الوفاء بما عليهم من مستحقات، ومن ثم فإن البنوك قد واجهت صعوبات

عدة في استرداد مستحقاتها، وهو الأمر الذي تركها تعجز في مجابهة سحب زبائنها لودائعهم، مما

نجم عنه إغلاق العديد من هذه البنوك، وبتاريخ 1933/03/06 تم غلق كافة البنوك بأمر من الرئيس

الأمريكي روزفلت، وبعد أسبوع من ذلك تم السماح للبنوك التي تتمتع بمستوى مقبول من السيولة أن

تمارس نشاطها.

2.3.1.1. أزمة يوم الاثنين الأسود 1987

ارتبطت أزمة عام 1987 بيوم الاثنين الموافق ل 19 أكتوبر من تلك السنة، وذلك على الرغم من أن

الهبوط في الأسعار قد حدث بالفعل في فرنسا ونيوزيلندا وإسبانيا عند افتتاح تلك الأسواق في يوم

الأربعاء 14 أكتوبر، ثم انتقل إلى الأسواق الأمريكية بعد ذلك بساعات بسبب فروق التوقيت ليستمر

الانخفاض في كافة الأسواق حتى نهاية الأسبوع، أي إلى يوم الجمعة 16 أكتوبر، غير أن الانخفاض

عند الافتتاح في يوم الاثنين كان كبيرا، حيث بلغ في المتوسط حوالي 22.6% مقارنة بأسعار الإقفال في يوم الجمعة السابق. [31 ص 587] ، كما فقد مؤشر داو جونز 508 في ذلك اليوم أي بنسبة 21.6% من مستواه السابق البالغ 22470 نقطة، بينما كان أعلى مستوى له في بداية الأزمة 2722.4 نقطة، وهبطت أسعار أسهم نيويورك بنسبة 26%، ولقد بلغت الخسائر 800 مليار دولار توزعت بنسب 22%، 17%، 15%، 12% على كل من المراكز المالية الآتية: لندن، طوكيو، فرانكفورت وأمستردام. [4 ص 78]

يرجع بعض الاقتصاديين أسباب أزمة 1987 إلى أسباب تتعلق بكفاءة السوق حيث ظهرت تفسيرات متناقضة تتعلق بالكفاءة منها ما قضت بأن ما حدث في أكتوبر لا يخرج عن كونه رد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين، وتفسير آخر رأى أن ما حدث لا يخرج عن كونه رد فعل متأخر لتصحيح أوضاع سابقة أما التفسير الثالث، فرأى بأن ما حدث مجرد انعكاس لمعلومات غير سارة عن حالة الاقتصاد المستقبلية هذا من جهة، من جهة أخرى تم ذكر أسباب تتعلق بمتغيرات تنظيمية تربط بالسوق الأمريكية و المتعلقة أساسا بسوق العقود المستقبلية والأساليب المستحدثة في الاتجار فقد ساهمت هذه الأخيرة في تسريع وتيرة وقوع الانهيار، ومن ثم فإن الأزمة كانت ستحدث حتى وإن لم يكن هناك وجود لهذه السوق والأساليب المستحدثة، لكن كانت ستستغرق مدة أطول نسبيا لتكسر الأسعار وصولها إلى المستوى الذي كانت عليه في أكتوبر 1987، وكان فرق التسعير بين السوق الحاضرة وسوق العقود يتراوح ما بين 2% إلى 3% في الحالات العادية، وعند حلول الأزمة، فإن فرق الأسعار بين السوقيين وصل ما بين 20% إلى 30%، وهو ما حمل المستثمرين الذين انتابهم شعور بالخوف الكبير والقلق المفرط في التخلص مما بحوزتهم من الأسهم، وهو ما جر سيلا كبيرا من أوامر البيع في السوق الحاضرة مرفقا بتدهور حاد في الأسعار على النحو الذي لم تتمكن معه أي إستراتيجية للمراقبة من تصحيح الاختلال الحاصل بين العرض والطلب في تحديد سعر متوازن [33 ص 183] و فيما يتعلق بنتائج هذه الأزمة يمكن القول و مقارنة مع بدايات أكتوبر 1986، بأن مؤشرات أسعار الأوراق المالية عند بداية أكتوبر 1987 قد توجهت نحو الصعود، حيث سجلت زيادة في كل من اليابان والمملكة المتحدة بما يقارب 48%، وكانت بالولايات المتحدة الأمريكية تقدر 43%، بينما سجلت أدنى مستوياتها في كل من فرنسا وألمانيا بحوالي 6% و 1% على التوالي. ويتضح أن انهيار الأسعار في شهر أكتوبر 1987 كان أشد وأعنف من الأزمة الاقتصادية الكبرى عام 1929، ذلك لأنها تجاوزتها من خسائر الثروات إلى ما يقارب الضعف. [34 ص 14]

3.3.1.1. الأزمة المالية لسنة 1997

شهدت الدول الآسيوية أزمة مالية شديدة بدأت بانهيار عملة تايلاند عقب قرار تعويم العملة الذي اتخذته الحكومة والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها في دعم عملتها في مواجهة موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها، و أهم ما نتج عن هذه الأزمة تأثيرها و بصورة فورية على دول أخرى مثل الفلبين، اندونيسيا ، كوريا الجنوبية وغيرها بالإضافة إلى تزايد حجم الدين الخارجي لأربعة من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180% من حجم إجمالي الناتج المحلي لها، و كذلك أدت إلى تدخل المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولي فتم طرح حزمة سياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلي كما حدث في أندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت هذه الحزمة. [13 ص 01]

4.3.1.1. أزمة "فقاعات شركات الإنترنت" في أواخر القرن العشرين ومطلع الألفية الثالثة

عرف العالم نوعاً جديداً من الأزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة والذي يعرف بمؤشر ناسداك "NASDAQ" حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحاً حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000 ، ومن أهم نتائجها. [13 ص 2]:

- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة.
- تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت.
- استمرار الانخفاض لتهدد قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لنسداك بحوالي 78% في 2002.
- قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25% إلى 1% وذلك لحفز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة.

5.3.1.1. أزمة الرهن العقاري 2007

شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001-2006 البنوك و شركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر، حيث تم التوسع في منح القروض للمؤسسات العقارية و شركات المقاولات والتي زادت عن سبعمائة مليار دولار، و ارتفاع أسعار الفائدة أدى إلى انخفاض أسعار المنازل و تزايد عدد العاجزين عن سداد قروضهم العقارية في الولايات المتحدة، و مع بداية سنة 2007 بدأت بوادر الأزمة بالظهور حيث بلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد نحو مائة مليار دولار و زاد عدد المنازل المعروضة للبيع بالولايات المتحدة 75% في نفس السنة، حيث بلغ عددها 2.2 مليون وهو ما يمثل 1% من عدد المساكن في الولايات المتحدة كلها.

ضعفت قدرة البنوك على تمويل الشركات و الأفراد الأمر الذي أدى إلى انخفاض الإنفاق الاستثماري و الاستهلاكي، و أدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية خاصة في أوروبا و آسيا بالسوق الأمريكية إلى انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة إلى القارة الآسيوية و الأوروبية لتتطور إلى أزمة أكبر.[35 ص47]، و من أهم ما خلفته هذه الأزمة نذكر:

- إفلاس عدد من شركات الإقراض العقاري الأمريكية و لجوئها إلى تسريح عدد من موظفيها.
- تضرر القطاع المصرفي العالمي، حيث تراجع الأرباح الصافية لبنك سيتي جروب-أكبر البنوك الأمريكية من حيث حجم الأصول- بنحو 60% في الربع الثالث من سنة 2007 نتيجة لاضطرابات الرهون العقارية و قام ببيع 7.5 مليار دولار من السندات إلى هيئة استثمار أبو ظبي الإماراتية الحكومية كما أعلن بنك بي أن بي باريبا الفرنسي تجميد استثمارات بقيمة 1.6 مليار يورو أي ما يعادل 2.2 مليار دولار، من جهته أعلن بنك يو بي أس السويسري في 01 أكتوبر أن خسائره تتراوح بين 600 و 800 مليون فرنك بسبب أزمة الرهن في الولايات المتحدة الأمريكية، فضلا عن خسارته لعدد كبير من كبار موظفيه و قيامه بإلغاء نحو 1500 وظيفة لديه.[36 ص5].
- قيام الحكومة البريطانية بتأميم بنك نوردرن روك للتمويل العقاري.
- باعت مؤسسة سيتي غروب - أعلنت الحكومة اليابانية أن خسائر مؤسساتها المالية تضاعف إلى 5.6 مليار دولار بالأشهر الثلاثة الأخيرة من عام 2007 نتيجة لأزمة قروض الرهن.
- تراجع قيمة الأسواق العالمية، فنجد على سبيل المثال أن الأسهم الأوروبية انخفضت بأكثر من 1.5% بالإضافة إلى صعوبة أو استحالة تحديد القيمة العادلة لأصول الشركات في ظل التبخر الكامل للسيولة في القطاع العقاري و توريق السوق.
- و آخر نتائجها تفجر الأزمة المالية العالمية في أكتوبر 2008.

2.1. الأزمة المالية العالمية الراهنة و تداعياتها

شهد العالم في نهاية سنة 2008 أزمة مالية احتلت جانبا مهما من صفحات الجرائد ووسائل الإعلام و الندوات الاقتصادية و الملتقيات العلمية نظرا لتداعياتها و اختلاف الآراء حولها، حيث وقف العالم مذهولا أمامها، باعتبار أن الانهيار الاقتصادي لسوق المال الأمريكي من أكبر الانهيارات الاقتصادية في تاريخ الاقتصاد الغربي المعاصر، فقد أفلست أكبر البنوك الأمريكية مثل بنك ليمان برانرز الاستثماري في 15/9/2008، و خلفت وراءها دماراً هائلاً لا تزال تداعياته مستمرة إلى الآن.

1.2.1. جذور الأزمة المالية العالمية الراهنة

الأزمة المالية هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح في العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء المساكن والعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي ووصلت تبعاتها إلى اقتصاد أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من كبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية، ولم تقلح مئات المليارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية انفجرت في سبتمبر 2008، ولم يخف الكثير من المسؤولين خشيتهم من أن تطيح بنظم اقتصادية عالمية وأن تصل تداعياتها إلى الكثير من أنحاء العالم.

1.1.2.1. نشوء الأزمة المالية العالمية

إن قطاع العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية شكّل على مدى العقد المنصرم قاطرة نمو للاقتصاد الأمريكي، وتوجّهت إليه أموال المستثمرين إثر أزمة فقاعة الإنترنت في العام 2000، ونتيجة لهذا التوجه الجديد بدأت أسعار العقارات بالارتفاع في الولايات المتحدة الأمريكية.

ونتج عن ارتفاع الأسعار أمران [37 ص 01]: الأول: أن الراغبين في شراء المساكن الجديدة ذات الأسعار المرتفعة أصبحوا مطالبين بمبالغ أكبر من ذي قبل للحصول على هذه المساكن، لذلك ارتفع حجم القروض المسحوبة من البنوك للحصول على العقارات التي سببتاعونها. والثاني: إن ارتفاع أسعار العقارات سمح لمالكي هذه العقارات بزيادة حجم القروض المسحوبة، ورهن عقاراتهم وبشكل طردي؛ فكلما زاد سعر العقار ازداد حجم القرض المسحوب عليه.

وقد لعبت المصارف دوراً أساسياً لزيادة الأزمة تمثل في الأمور الآتية:

الأول: قيام المصارف بإعادة تقييم قيمة العقارات بشكل دوري التي يستدين أصحابها برهنها، ولما كان سوق العقارات بارتفاع دائم في تلك الفترة، فإن هذا الأمر سمح لأصحاب العقارات بزيادة القروض المسحوبة بناءً على هذا التقييم. علماً أن المصرف يعطي قرضاً قد تعادل قيمته نصف قيمة العقار، فمثلاً إذا كانت قيمة منزل شخص مليون دولار فيحق له أن يسحب قرضاً مقداره نصف مليون دولار، وبعد فترة يتم تقييم العقار من قبل المصرف، فيعطي قيمة غير حقيقية قد تبلغ مليوني دولار، وهذا يعني زيادة نسبة القرض المسحوب ليصل إلى مليون دولار، وهكذا يقوم المصرف بزيادة القيمة السوقية غير الحقيقية للعقار من أجل أن يزيد من توظيف رأسماله. وهنا بالغت الأسواق في تقييم قيمة العقارات حتى وصلت حداً بلغ فيه 20 ضعفاً ثمن المنزل الحقيقي. ومعنى هذا أن العقار الذي قيمته الحقيقية مليون

دولار قد أصبحت قيمته عشرين مليون دولار، ومن ثمّ زادت قيمة القرض المسحوب من البنك لتصل إلى عشرة ملايين دولار.

الثاني: أن المصارف قد فرضت في البداية معدلات فائدة منخفضة على المقترضين بغية تشجيعهم على الاقتراض، لكن هنا مارست هذه المصارف عملية احتيال خفية، وبشكل لم ينتبه إليه أغلب المقترضين حينها، حيث ربطت سعر فائدة قرض الرهن العقاري بفائدة البنك الفيدرالي الأمريكي، وأضافت عليه سعر فائدتها هي، وبما أن معدلات فوائد البنك الفيدرالي الأمريكي كانت منخفضة في ذلك الوقت فلم ينعكس ذلك على ارتفاع فوائد هذه القروض، لكن المصارف كانت تقصد من هذا الربط الاحتيال على الجمهور، والحصول على فوائد أعلى عندما يرفع الاحتياطي الفيدرالي أسعار فائدته، وهذا ما حدث فعلاً.

الثالث: ما تضمنه أحد شروط القرض وهو أن دفعات السنوات الثلاث الأولى من القرض تذهب لسداد قيمة فوائد القرض فقط، وليس لسداد القرض ذاته، وهذا الأمر أدى إلى ترك معظم المقترضين دون تملك أي جزء من منزلهم بعد مرور ثلاث سنوات على بدء دفعهم لأقساط القرض.

الرابع: قيام المصارف بإقراض أصحاب العقارات الذين يتميز سجلهم الائتماني، ومركزهم المالي بالسوء في سداد القروض بفوائد أكبر، بدافع الربح السريع، وتوسعت في هذا الإقراض حتى بلغت قيمة القروض المقدمة ذات المخاطر العالية والعوائد المرتفعة حوالي 3, 13 ترليون دولار، وهو ما يشكل حوالي خمس إجمالي قروض الرهن العقاري [37 ص 01]، ومن هنا أتت تسميتها subprime mortgage .

الخامس: والأمر الذي زاد من الأزمة أن عقد الإقراض برهن العقار ينص في أحد بنوده على أن ترتفع الفوائد إلى حدود قد تصل إلى ثلاثة أضعاف قيمة القرض عند التأخر عن السداد أو عدم السداد، مما زاد من حجم الديون المعطاة، فعلى الرغم من استمرار المقترضين في السداد فإن الدين لا ينتهي، بل قد يدفع المدين عدة أمثال الدين الأصلي دون أن يتمكن من سداه، وهذا الأمر أدى إلى إفسار المقترض بحيث لا يتمكن الكثير من سداد ديونهم. وهذا يعني أن الشخص الذي يملك العقار الذي قيمته الحقيقية مليون دولار، قد وصل قيمة القرض المسحوب عليه إلى ثلاثين مليون دولار، نتيجة التقييم غير الحقيقي، ومضاعفة قيمة القرض إلى ثلاثة أضعاف عند التأخر عن السداد أو عدم السداد.

السادس: ولما بدأت مؤشرات انخفاض أسعار العقارات التي كانت أسعارها مرتفعة، وبقية بأكثر من قيمتها الحقيقية، فإن المصارف الأمريكية قامت بعملية احتيال لتخفف من ثقل الأزمة عليها، وتدويلها، وتحويلها إلى الدول الأخرى، فقامت بتحويلها إلى الدول الأخرى من خلال قيام هذه المصارف بطرح سندات للرهن العقاري، وبيعها، مقابل إعطاء مشتري هذه السندات فوائد عالية. فقامت حينئذ الشركات

والبنوك والأفراد وصناديق الاستثمار في مختلف أنحاء العالم بشرائها باعتبار أنها مضمونة بعقارات ، ومؤمن عليها لدى شركات تأمين كبيرة، تحمل تصنيفاً ائتمانياً متقدماً بعضها AAA و AA.

- ثم قام مشتررو هذه السندات باستثمارها، إما ببيعها مرة أخرى والحصول على فوائد أكبر، أو برهن سنداتهم ليحصلوا على قرض جديد من بنوك أخرى . [38 ص 30] وهكذا، إلى أن وصلت عدد مرات إعادة بيع هذه الديون إلى ثلاثين ضعفاً. وهذا الأمر أدى إلى زيادة تشعب الأزمات، وصعوبة معالجتها فيما بعد.

- قام مستثمرو هذه السندات بالتأمين عليها لدى شركات التأمين خوفاً من مخاطر عدم تحصيل قيمتها، مما زاد من عدد المتورطين في هذه العملية، فأصبح للعقار الواحد جهات عدة تطالب به؛ صاحب العقار الذي يعتقد أنه ما زال يملكه، والمصرف الذي ارتهنه مقابل القرض الذي قدمه، ومشترو السندات الذين يعتقدون أنهم يملكون سندات مدعومة برهن عقاري، وشركات التأمين التي تعتقد أن لها حقاً في هذا العقار.

- أدى ما سبق إلى نقص في سيولة المصارف بسبب عدم قدرة المقترضين على سداد قروضهم.

- ثم إفلاس المصارف وصناديق الاستثمار.

- ثم إفلاس شركات التأمين التي قامت بدفع مبالغ التأمين إلى المستأمنين(المصارف، صناديق الاستثمار، الشركات، الأفراد).

- بعد ذلك بدأت مظاهر الأزمة بالتكشف رويدا رويدا، [39 ص 01] وكانت أولى هذه المظاهر في شباط من عام 2007 عندما أعلن عن عدد من حالات الإفلاس في مؤسسات مالية متخصصة نتيجة زيادة عدم السداد لقروض الرهن العقاري.

- و المظهر الثاني كان في آب من عام 2007 عندما تدهورت الأسواق المالية العالمية أمام مخاطر اتساع الأزمة، وبدأت المصارف المركزية بالتدخل لدعم سوق السيولة.

- بعد ذلك انخفضت أسعار أسهم مصارف كبرى نتيجة أنباء عن شطبها لمبالغ ضخمة من ديون الرهن العقاري.

- في كانون الثاني من عام 2008 بدأ البنك الفيدرالي الأمريكي سلسلة تخفيضات لمعدلات الفائدة حتى وصلت إلى مستويات قريبة من الصفر في نهاية عام 2008.

- في أيلول من عام 2008 وضعت الخزانة الأمريكية المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري (فريدي ماك) و (فاني ماي) تحت الوصاية، وكفلت ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.

- في 15 أيلول عام 2008 أفلس بنك ليمان برانرز وهو رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة الأمريكية.

- في 16 أيلول أمتت الحكومة الأمريكية أكبر مجموعة تأمين في العالم (AIG) المهددة بالإفلاس.

- السلطات الأمريكية تعلن عن خطة بمقدار 700 مليار دولار لمعالجة الأزمة المالية.

واستمرت الأسواق المالية في أنحاء العالم بالتراجعات الحادة، وأعلنت المزيد من المصارف والمؤسسات المالية عن إفلاسها، وبدأت حدود الأزمة غير معلومة بعد أن بدأت بضرب قطاع الصناعة، وخاصة صناعة السيارات نتيجة أزمة نقص السيولة فتهددت أكبر شركة في العالم لتصنيع السيارات General Motors بالإفلاس.

بعد ذلك تحولت الأزمة إلى أزمة اقتصادية عالمية، ودخل الاقتصاد العالمي في كساد يوصف بأنه الأسوأ من نوعه منذ أزمة الكساد الكبير عام 1929.

2.1.2.1. مفعول الدومينو :

بصفة مختصرة فإن من أفضل من نجحوا مؤخرا في تقديم صورة مبسطة يقدر الإنسان العادي على فهمها، الباحث الفرنسي طوماس غينولي، فوفق غينولي فإن ما يلخص الأزمة هو مفعول الدومينو. [40ص01]، فكيف ذلك؟؟؟.

تخيل أنّ هناك صفيين من الدومينو تمّ وضعهما إلى جانب بعضهما البعض، وهناك صفّ آخر من الدومينو تمّ وضعه خلفهما: الصفان الأماميان يقعان، وكرّد فعل تتابعي يسقط البقية.

- في الولايات المتحدة شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001-2006 البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري المرتفع المخاطر بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لمؤسسات القرض، حيث تقوم مؤسسات الإقراض بتمويل أصول وعقارات يكون واضحا من الأول أن الزبائن ليسوا قادرين على الوفاء بالتزاماتهم المالية، وينبغي على هؤلاء خلال السنتين الأوليين دفع فوائد تلك القروض، وفي السنة الثالثة يقومون بدفع الدين وفوائده، ولكن هناك حاليا الكثير من هؤلاء الذين لا يقدرّون على الدفع (حيث بلغ حجم القروض المتعثرة 100 مليار دولار)، وهو ما يعني أنّ قيمة تلك القروض قد ضعفت، وهذا هو أوّل دومينو في الصفيين الأولين.

- في الولايات المتحدة أيضا، هناك مؤسسات إقراض توافق على ديون تمنح بموجبها أموالا لأناس يملكون عقارا يتمّ استخدامه ككفالة أو ضمانا للقرض، ولكن منذ شهور بدأ الطلب على العقارات في التضاؤل إلى أن وصل إلى حدّ التجمّد حيث ليس هناك طلب أصلا على شراء العقارات، وأدى ذلك بطبيعة الحال إلى هبوط أسعار العقارات، وهو ما يدفع مؤسسات الإقراض إلى طلب السيولة والتعويض من أولئك الأشخاص الذين لا يملكون بالضرورة مالا، ولذلك تبدأ تلك المؤسسات في المعاناة

من أجل الحفاظ على قيمة تلك القروض والديون، وهو ما يضعف من قيمتها في السوق والتعاملات المالية، وهذا هو الدومينو الثاني.

- هذه المؤسسات المالية، قامت بتحويل تلك القروض إلى "أصول" أي أنها حولتها إلى منتج جديد يمكن بيعه وشراؤه في البورصة، أي مثل أن تكون تدين لشخص بالمال ويقوم هذا الشخص ببيع دينك لشخص آخر، ونظرا لكون "الأرباح الموعودة" من هذه العملية كانت مرتفعة، فقد أقدمت صناديق الاستثمار على شراء هذه "الأصول" في البورصة، ولكن مع بدء هذه الأصول في فقدان قيمتها، أرادت صناديق الاستثمار التخلص منها ببيعها، ولكن المشكل أنه ليس هناك من مشترين باستثناء راغبين في الشراء بأسعار متدنية، وهذا هو الدومينو الثالث.

- ولتجنب مشاكل انعدام السيولة، تقوم صناديق الاستثمار هذه ببيع أصول أخرى تملكها في البورصة ولا علاقة لها بهذه القروض، وبفعل ذلك، ولاسيما التسرع، تهبط قيمة هذه الأصول، ولكن زيادة على ذلك، فإن البنوك التي اشترت منها هذه الصناديق تلك الأصول تخسر الكثير من الأموال، وهذا هو الدومينو الرابع.

- هذه البنوك التي فقدت الكثير من الأموال وتعاني من نقص السيولة، ستحاول الحصول على الأموال بواسطة الاقتراض من بنوك أخرى، وهو أمر يومي في الأسواق ويعرف بالسوق بين البنوك، ولكن ولأن كل بنك يجهل حقيقة وعمق المشكل المالي الذي يعاني منه البنك الآخر، فإنه يرفض بالتالي إقراضه، وذلك يعني تزايد عدد البنوك التي تعاني من مشاكل سيولة حتى لو كان وضعها جيدا وغير مشمولة بالأزمة: وهذا هو الدومينو الخامس.

- وبطبيعة الحال، إذا كان هناك عدد كبير من البنوك تعاني من مشاكل السيولة فإن النشاط المالي ككل يتأثر، ولذلك فإن البنوك المركزية (الأمريكية والأوروبية) تقرض تلك البنوك أموالا، والهدف هو الحفاظ على التوازن على المدى المتوسط: وهذا هو الدومينو السادس.

- والعاملون في البورصة يحتاجون دائما إلى سيولة تحت أيديهم حتى لا يكونوا مضطرين إلى بيع أصول كل مرة يطلب فيها أحد مستثمريهم مالا يستحقه عليهم، ولأن الكثير من أصول البورصة والأسهم تنخفض، فإنهم يبيعونها سواء للحصول على السيولة أو بفعل الذعر من الوضع الذي تمر به السوق، ويؤدي ذلك إلى مزيد من الهبوط في قيمة تلك الأصول: وهذا هو الدومينو السابع.

وهذا ما يفسر لماذا تهبط قيمة الأصول والأسهم ولماذا تعاني البنوك من السيولة.

3.1.2.1. تفسير عالمية الأزمة المالية: يمكن تفسير عالمية الأزمة المالية بالعوامل التالية.]

[41ص24]:

- حجم الاقتصاد الأمريكي الكبير (ربع الاقتصاد العالمي تقريبا) و تشابكه مع اقتصاد معظم دول العالم، فالولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر مستورد و أكبر مدين و أكبر اقتصاد و صاحب أكبر

بورصات في العالم، و لذلك فان ظهور بواذر كساد اقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية سوف ينعكس على صادرات البلدان الأخرى و على أسواقها المالية.

- وجود مستثمرين أفراد و صناديق استثمار دولية: أي تستثمر في أكثر من سوق مالية حول العالم و تنوع الاستثمارات بتوجيهها إلى عدة أسواق مالية في نفس الوقت و تعمل في حالة الأزمات المالية بسرعة، فقد تخسر في سوق مالية مثل أمريكا و لذلك تسارع لتعويض خسائرها من خلال بيع استثماراتها في أسواق أخرى مثل الشرق الأوسط أو الأسواق الآسيوية، و لا يشترط أن يتم البيع لجني المكاسب و إنما قد يتم البيع و السحب لتفادي خسائر جديدة.

- أدت الثورة التكنولوجية في الاتصالات و المعلومات و الانترنت إلى وصول المعلومات بسرعة إلى أنحاء العالم، و عندما يشاهد المستثمرون في مختلف أنحاء العالم انهيار اقتصاديات الدول الكبرى و انهيار البورصات فإنهم يتوقعون عادة السيناريو الأسوأ، و لذلك تحدث حالة نفسية تصيب عدد كبير منهم فيسارعوا إلى بيع استثماراتهم حتى لو كانت في شركات جديدة.

- ربط كثير من الدول أسعار صرف عملاتها بالدولار، لذلك فان حدوث هبوط في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى مثل اليورو و الين و الجنيه الإسترليني بمعنى خسارة نقدية للاستثمارات بالدولار سواء داخل أمريكا أو خارجها و هكذا تحدث الخسارة للدول التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار، و لذلك فان أية أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب الاستثمارات من هذه الدول لتنتقل إلى دول أخرى ذات عملة معومة مثل أوربا و دول جنوب شرق آسيا.

- يتوافر لدى الدول المتقدمة الكوادر و الكفاءات و القدرات البشرية للتعامل مع الأزمات المالية و بسرعة و كذلك القدرة على التكيف مع الظروف المختلفة و مرونة الجهاز الإنتاجي لتفادي الآثار الوخيمة للأزمة على اقتصادياتها و تصديرها للآخرين، بالإضافة إلى ذلك لديها الموارد المالية الضخمة و الاحتياطات الكبيرة لضخ الأموال للمساعدة في جهود الإنقاذ للشركات المتعثرة من ناحية و لتحريك الطلب الداخلي من ناحية أخرى، في حين تعاني الدول النامية من نقص الإمكانيات و القدرات المالية للتعامل مع مثل هذه الأزمات المالية العالمية من ناحية و بطء التحرك من ناحية أخرى و لذلك فان من يدفع معظم الفاتورة هو الدول النامية.

2.2.1. الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية

إن الأزمة المالية المعاصرة هي أزمة مالية بالدرجة الأولى نجمت عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل عما يحدث في الاقتصاد العيني، ويمكن تحديد تلك الأسباب كما يلي:

1.2.2.1. الأسباب المباشرة

تعود أسباب الأزمة المالية العالمية الراهنة إلى عام 2006 ونشوب ما سمي بـ "أزمة القروض العالية المخاطر" التي أدخلت القطاع المصرفي والبنكي الأمريكي في دوامة الخسائر والاضطرابات، وذهب ضحيتها مئات الآلاف من المواطنين الأمريكيين. [42ص01] ويختزل خبراء المالية أهم الأسباب التي ساهمت في بروز الأزمة المالية الراهنة فيما يلي:

* الإفراط في منح القروض أقل جودة "les subprime":

تعتبر العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مصدر للإقراض و الاقتراض، أين شهدت القروض الموجهة لضعيفي الملاءة طفرة في أمريكا خلال العوام الأخيرة، إذ لم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني، و قد بدأت الأزمة فيما يعرف بالقروض العقارية الأقل جودة "les subprime" [44 ص 117]، و هي قروض لمقترضين يتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55%، أو الذين تكون لديهم نسبة مبلغ القرض إلى قيمة الثروة تزيد عن 85%، أي أنها تمنح للراغبين في السكنى من دون الاشتراط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي. [45ص03]، و لكن هذا النظام لا يمكنه العمل إلا إذا بقيت معدلات القروض منخفضة و قيمة العقارات تزيد باستمرار ضامنة بذلك رأس المال و الفوائد، و لكن ما حدث أنه حدث تسهيل في منح هذه القروض الأمر الذي أدى إلى تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة الأمريكية، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



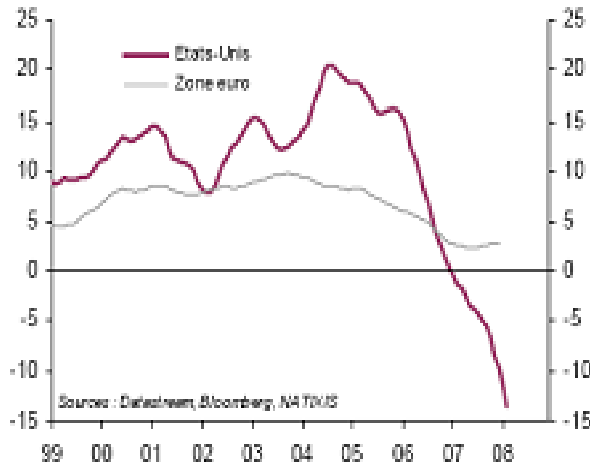
الشكل رقم 03: تطور أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية

المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، الأزمة المالية رؤية إسلامية، ورقة عمل مقدمة ضمن الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الأفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2008، جامعة الشلف.

هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي. [46ص12]، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض. [47ص7-8].

* الارتفاع في معدلات الفائدة:

أن قروض الرهن العقاري ممنوحة بمعدل فائدة متغير، و هذا يعني أن الأعباء المالية للتسديد عند الانطلاق تكون منخفضة من أجل اجتذاب المقترضين ثم تزيد بالتدرج، و على هذا الأساس و مع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية من 02% إلى حوالي 05.7% جعل الأسر الأمريكية ضعيفة الملاءة غير قادرة على تحمل أعباء ديونها . [48ص26] و تفاقمت الأزمة بحلول النصف الثاني من سنة 2007، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم. [38 ص 32] و ازداد عددهم مع مرور الوقت ليخلق الذعر في أسواق المال و في أوساط المستثمرين في قطاع العقار، و هو أدى إلى بأسعار العقارات إلى التراجع و الانخفاض بعدما عرفت ارتفاعا منذ سنة 2000 لتصل في سبتمبر 2006 إلى أعلى سعر ليبدأ التراجع مع بداية ماي 2007 ، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تراجعت أسعار المنازل إلى أقل من قيمة القروض التي تفترض هذه المنازل كضمانات لها، كما أن زيادة العجز عن التسديد و إعادة بيع المنازل المرهونة زاد من حدة الانخفاض في أسعار العقارات و زيادة خسائر المقترضين، إذ تضررت البنوك المختصة في القروض العالية المخاطر أكثر من غيرها من ارتفاع نسب الفوائد، و تأثيرها على أوضاع المقترضين ذوي الدخل المتواضع. (لاحظ الشكل أدناه)



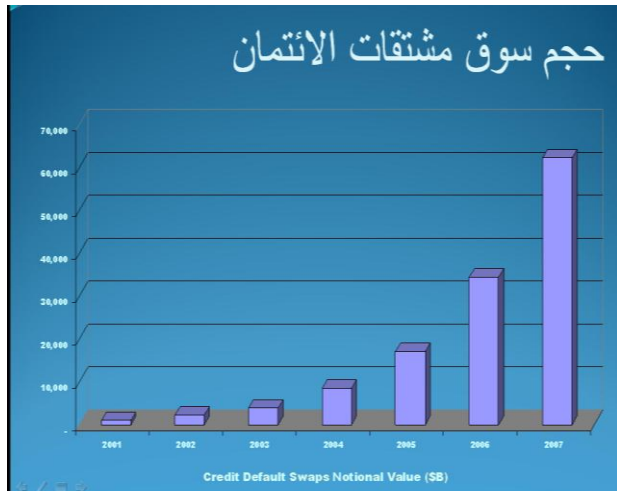
الشكل رقم 04: تراجع أسعار العقار (GA%)

Source:patrick ARTUS, comment éviter une finance procyclique?, flach é économie, mai

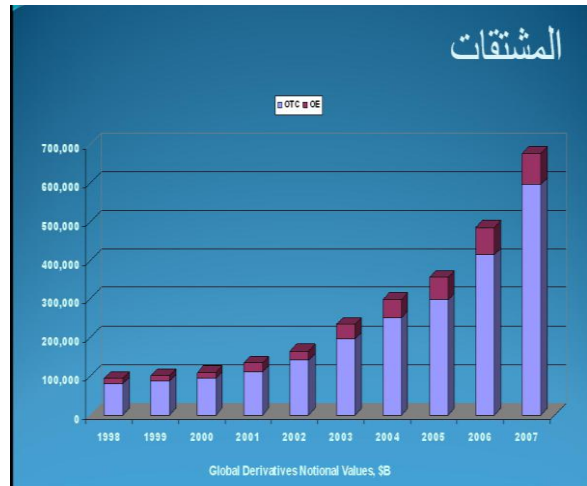
2008-n°200,p 05, sur le site: <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=38619.vu> le:03/03/2009.

* تركيز المخاطر و التعامل في المشتقات المالية:

يعطي العقار لمالكة الحق في الاقتراض من البنك، و هذا الأخير بدوره يعيد استخدام نفس العقار للاقتراض بموجبه من المؤسسات المالية الأخرى، فالبنك يستخدم محفظة الرهون العقارية لإصدار أوراق جديدة فيما يعرف بالتوريق، يفترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، و تستمر العملية بحيث يولد العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية الواحدة بعد الأخرى، و هكذا أدى تركيز الإقراض في قطاع واحد "العقارات" إلى زيادة المخاطر، و ساعدت الأدوات المالية الجديدة "المشتقات" على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض. [44ص05]، و بما أن القروض العقارية أصل مالي يدر عائدا للبنك أو الصندوق الاستثماري الذي يملكها، فإن أوراق الرهون العقارية هي بالتالي أصول مشتقة، أي شكل من أشكال المشتقات المالية. [50ص03]، كما أن نمو أسعار العقارات أدى إلى تطوير هذه الهندسة المالية و زيادة الطلب على هذه المنتجات بعيدا عن أي رقابة، فمثلا تطور سوق **RMBS** "Residential Mortgage Backed Securities" أو "قروض الرهن العقاري للعائلات" و ارتفعت قيمتها من 640 مليار دولار الى 2000 مليار دولار بين سنتي 2000 و 2007، كما ارتفع نصيب القروض العقارية الأقل جودة من 08% إلى 20%. [48ص26]، و نظرا لانخفاض أسعار الأسهم و السندات الصادرة عن البنوك و الشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات وحدث زعر في الأسواق المالية نتيجة لتوجه الجميع نحو تصفية مراكزهم المالية فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلها. [51ص09].



الشكل رقم 06: تطور سوق المشتقات الائتمان



الشكل رقم 05: تطور المشتقات المالية
المصدر: سامي بن إبراهيم السويلم، مرجع سبق ذكره.

* نقص الرقابة و الإشراف:

فالبنوك التجارية تخضع في معظم الدول لرقابة دقيقة من طرف البنوك المركزية، و لكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار و سمسرة الرهون العقارية و الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية، أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية و صناديق التحوط و بالتالي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية.[44ص05].

* ضعف أو فقدان الثقة في النظام المالي:

لقد تكاثفت العناصر الثلاث السابقة في خلق الأزمة المالية، و لم يقتصر أثرها على القطاع المالي بزيادة حجم المخاطر نتيجة للتوسع المحموم في الأصول المالية، بل هدد أحد أهم عناصر هذا القطاع و هو "الثقة" إذ تصبح الأمور أكثر خطورة إذا فقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي، و يزداد الأمر تعقيدا نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول، إذ أن أي مشكلة تصيب إحدى هذه المؤسسات لا بد أن تنعكس بشكل مضاعف على بقية النظام المالي.[44ص05].

* اختفاء السيولة من بعض الأسواق في فترة الخوف:

فالأزمة المالية توسعت من خلال اختفاء السيولة من بعض الأسواق المالية الهامة لسوق ما بين البنوك من خلال ارتفاع معدل الفائدة ما بين البنوك، الذي ساعد على انخفاض عرض النقود، ففي حين قاد انهيار بورصة الأسهم في مجال التكنولوجيا المتطورة عام 2000 إلى موجة استياء و عدم ثقة الجمهور بهذه الشركات، فإن الأزمة الراهنة في سوق الائتمان أدت إلى انعدام الثقة بين البنوك نفسها، إذ لا أحد من البنوك يستعجل لإقراض البنك الآخر لأنه لا يعرف ما وضعه المالي الحقيقي.[45ص02].

* من خلال المسرع المالي:

و هذه النظرية معروفة، فعندما يتراجع النمو الاقتصادي، يتزايد خطر عجز المقترضين عن التسديد و تتناقص قيمة ضمانات الرهون العقارية، و هذا ما يؤدي إلى تناقص عرض القروض من طرف

البنوك.[45ص04]

* عدم تماثل المعلومات:

ففي الوقت الذي تضخمت فيه الفقاعة المضاربة سنة 2007 ثم انفجارها، تزايدت مخاطر العجز عن السداد، و مشكل عدم تماثل المعلومات منتج خاصة عن الابتكارات المالية من خلال الشك حول نوعية هذه المنتجات خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري، الشيء الذي أدى إلى انخفاض قيمتها و حتى إلى اختفاء هذه السوق في حد ذاتها، كما أن التخوف و الشك حول ملاءة البنوك نفسها أدى إلى انتشار مشكل عدم تماثل المعلومات إلى سوق ما بين البنوك و بالتالي رفع معدلات الفائدة في هذه السوق و هو ما أدى إلى شح في السيولة.[53ص05]، كما يرجع (xavier vives,2009) سبب الأزمة المالية

إلى ندرة المعلومات جيدة النوعية و انعدام الموازنة بين حوافز اللاعبين في السوق، فعندما تكون المعلومات نادرة و موزعة بشكل غير متساو فإنه يتوقع ألا تعكس الأسعار مستوى الطلب و العرض، و لذلك تتحرف عن أساسيات السوق. [54ص11].

1.2.2.2. الأسباب غير المباشرة: يمكن إجمالها في النقاط التالية:

* الإنفاق العسكري الأمريكي:

لعل من أهم الأسباب غير المباشرة للأزمة هي النفقات العسكرية على الإرهاب في العراق وأفغانستان، فالولايات المتحدة تنفق كل ثلاثة دقائق مليون دولار لحربها. [38ص61] على العراق، مما يعني نزيف للسيولة العالمية، وتمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلي. وذلك بإصدارها سندات خزينة، ولهذه السندات سمعة عالمية كبيرة مصدرها اسم الولايات المتحدة الأمريكية واقتصادها القوي وهو اقتصاد يعتمد على الإنتاج والعلم واستخدام التكنولوجيا، لذلك يستثمر بها معظم بلاد العالم بلا استثناء.

الجدول رقم 02: حجم الإنفاق العسكري الأمريكي خلال الفترة 2003-2008. المصدر: سامر مظهر قنطجى، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 62

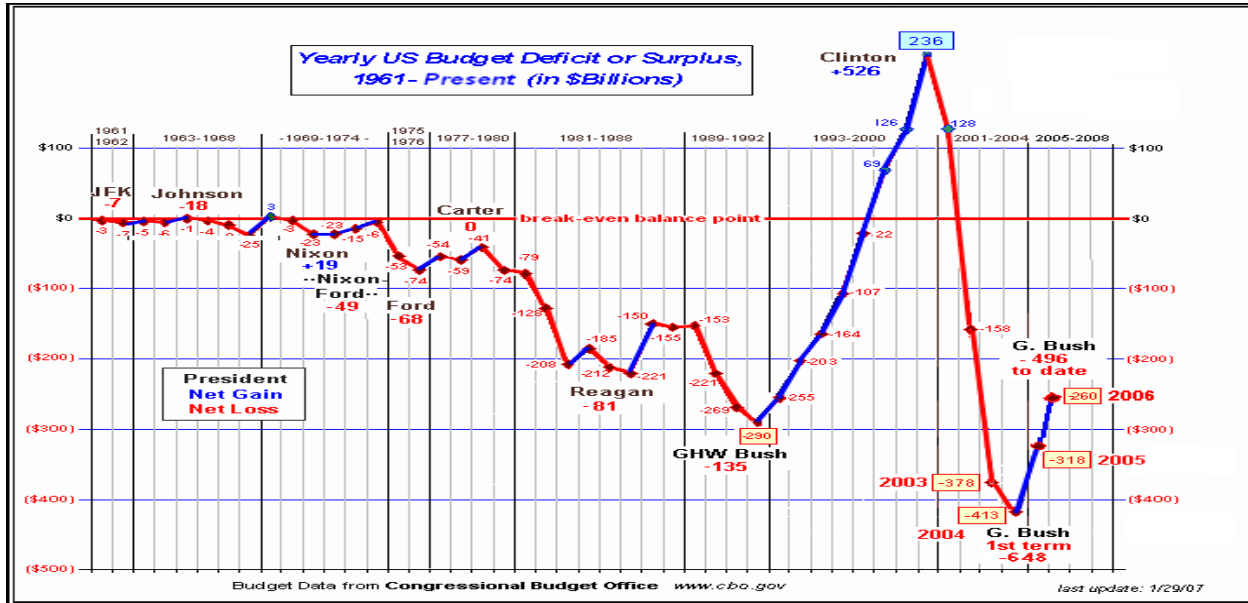
السنة	الحرب على العراق ألف دولار في الدقيقة	الحرب على الإرهاب ألف دولار في الدقيقة	ميزانية الدفاع الأمريكية
2003	93	54	438
2004	111	74	444
2005	164	100	507
2005	188	110	536
2007	245	166	611
2008	371	195	-

* اهتزاز الاقتصاد الأمريكي:

ذلك أن الأزمة المالية العالمية تقوم على محورين لا يمكن بأي حال من الأحوال فصل أحدهما على الآخر فمن حيث طبيعتها هي أزمة مزدوجة مالية نقدية، ومن حيث مصدرها فإنها تعود لاهتزاز الاقتصاد الأمريكي و عيوب النظام الرأسمالي. أما المحور الأول فإن الأزمة تقوم في جانب مهم منها على فقدان الثقة في الاقتصاد الأمريكي و عملته، والمحور الثاني القول فيه لأصحاب الاختصاص والمتابع للتطورات المسارعة للأزمة والأسباب الكامنة وراءها يكتشف أن الاقتصاد الأمريكي هو السبب وراء الكارثة. وقد صرح وزير المالية الألماني بير شتاينبروك بأن: "الولايات المتحدة تتحمل مسؤولية الأزمة المالية العالمية الراهنة بسبب الحملة الأنغلو ساكسونية التي تهدف لتحقيق أرباح كبيرة، ومكافآت

هائلة للمصرفيين وكبار مديري الشركات، والأزمة ستخلف أثرا عميقة وستحدث تحولات في النظام المالي العالمي".

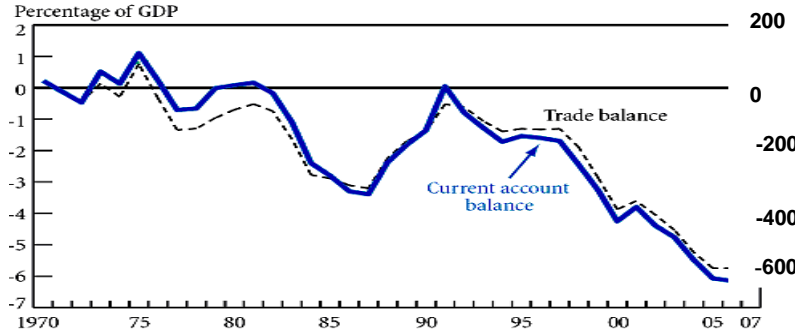
وعند النظر إلى الأسباب غير المباشرة التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية الحالية والتي تتعلق بوضعية الاقتصاد الأمريكي نجد أن السياسات غير المتماسكة لبوش أدت إلى تعميق العجز في الميزانية الأمريكية والمتمثلة في: الخفض الكبير في الضرائب، الإنفاق الكبير على الأمن الداخلي، الإنفاق الكبير على الحرب ضد الإرهاب و تمويل الحرب في كل من العراق وأفغانستان، و الشكل التالي يوضح عجز الميزانية الأمريكية:



الشكل رقم 07: عجز الميزانية الأمريكية منذ 1961 حتى 2006.

Sources: Congressional Budget Office; Office of Management and Budget.

ضف إلى ذلك عجز ميزان المدفوعات الأمريكي و المتمثل في تدهور وضع الميزان التجاري الأمريكي حيث وصل العجز في سنة 2006 إلى حوالي 758 مليار دولار. [55ص02] و هذا بسبب: القيود على تصدير المنتجات عالية التقنية (Hi-tec-products)، ارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي بصفة خاصة من السلع المستوردة و ارتفاع أسعار النفط و هذا ما يبينه الشكل التالي:

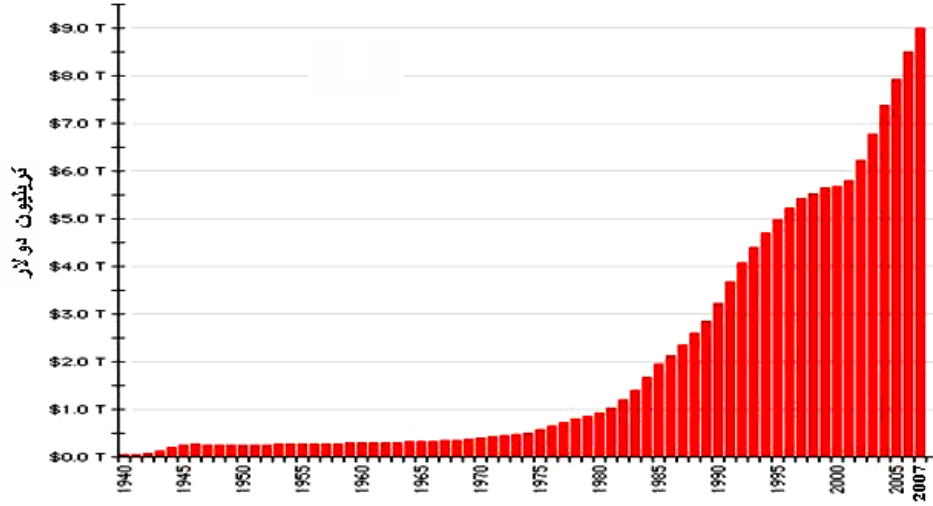


الشكل رقم 08: العجز في الحساب الجاري الأمريكي والميزان التجاري منذ 1970 حتى 2007.

Source: FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK "The Changing Nature of the U.S. Number 4 June 2008. "Balance of Payments" Volume 14
http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci14-4.pdf

المشكلة الآن هي أن عجز ميزان المدفوعات يسير جنبا إلى جنب مع دين محلي ضخم، حيث تتردد البنوك المركزية في استخدام احتياطاتها بشراء أذون خزانة أمريكية. ناهيك على أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الولايات المتحدة بدأت تنخفض بشكل واضح بعد أحداث 11 من سبتمبر. بالإضافة إلى ارتفاع المخزون الإجمالي للدين العام الأمريكي من 163% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1980 إلى 346% في سنة 2007، مشيراً إلى أن هناك قطاعين كانا مسؤولين عن هذا الارتفاع الكبير في المديونية العامة و هما قطاع الأسر الذي قفزت مديونيته من 50% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1980 إلى 80% سنة 2000 ثم إلى 100% سنة 2007، و القطاع الآخر هو القطاع المالي الذي قفزت مديونيته من 21% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1980 إلى 83% سنة 2000 ومن إلى 116% في سنة 2007، الأمر الذي نتج عنه تخمة و تفجر في الميزانيات العمومية للقطاع المالي و كذلك الربحية النظرية لذلك القطاع. [56ص03].

ولو تم عرضه بيانياً لتبين أن الدين العام الأمريكي في تصاعد مستمر بشكل رهيب جداً منذ سنة 1975، على الشكل التالي:



الشكل رقم 09: تطور الدين العام الأمريكي (تريليون دولار) خلال الفترة (1940-2007).

المصدر: محمد السقا "الدولار الضعيف: إلى أين"، نقلاً عن:

U.S National debt Clock www.brillig.com/debt-clock/

كما لا يمكن أن نغفل على الاستهلاك الكثيف للأمريكيين الذين يستوردون سلعاً للاستهلاك المحلي أكثر بكثير مما يصدرون، حيث تشهد الولايات المتحدة تراجعاً كبيراً في قدرة الجهاز الإنتاجي على تلبية الحاجات الاستهلاكية.

3.2.1. انعكاسات الأزمة المالية الراهنة

من أهم عيوب العولمة هو انفتاح الأسواق العالمية بعضها على بعض بشكل هائل، مما يؤدي إلى انتقال المرض بالعدوى من الاقتصاديات المريضة إلى الاقتصاديات السليمة بسرعة فائقة [57ص02]، و بهذا فإن تطور انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة لا تزال مستمرة لتلقي بضلالها على جميع الاقتصاديات العالمية بدرجات متفاوتة على النحو التالي:

1.3.2.1. على الاقتصاد الأمريكي

يمكن تلخيص أهم الانعكاسات التي مست الاقتصاد الأمريكي من جراء الأزمة المالية في النقاط التالية:

- 1- إفلاس العديد من البنوك الاستثمارية التي وضعت استثمارات مالية تقدر بالمليارات في المتاجرة في الأسواق المالية، و أهمها بنك ليمان برانرز الذي كان يُعد حتى وقت قريب رابع أكبر مصرف استثماري بالولايات المتحدة، أسسه ثلاثة مهاجرين ألمان يتاجرون بالقطن عام 1850. يعمل لدى البنك 25935 موظفاً بشتى أنحاء العالم، وقد اضطر ليمان لإسقاط أصول بقيمة 5.6 مليارات دولار بالربع الثالث من العام 2007، وأعلن عن خسارة بلغت 3.9 مليارات للربع الثاني من عام 2008، كما خسر سهم ليمان أكثر من 92% من قيمته بالمقارنة بأعلى مستوياته عند 67.73 دولاراً في نوفمبر 2007، وتسبب إفلاس ليمان بآثار سلبية كبيرة على الأسواق العالمية، فأدى إلى تراجع الأسواق الرئيسية بالعالم.

- 2 - إفلاس شركات التأمين* (AIG) التي عجزت زبائنها عن سداد القروض المستحقة وكذلك أقساط التأمين.
- 3 - امتناع البنوك عن إعطاء قروض جديدة ووضع شروط تعجيزية لا تسمح بمنح القرض بسهولة.
- 4 - انتقال العدوى إلى قطاعات أخرى تجارية وصناعية مما أدى إلى تسريح آلاف العمال، وهذا أثر سلباً على المؤسسات الاستهلاكية الأخرى الغذائية والخدماتية وتجارة السيارات وغيرها.
- 5 - ظهور بؤر الكساد الاقتصادي وتراجع النمو الاقتصادي، كما زادت نسبة البطالة. جاء في مقال ميشال مرقص تحت عنوان (الرهان المحموم): أن 16 مصرفاً أميركياً أعلنت عجزها للآن، سواء بالإفلاس، أو بالعوز، وتدخلت الخزانة الفيدرالية لتعويم مؤسسات وشراء أسهم عديمة الفائدة. في أوروبا تهاوت أيضاً تحصينات القلاع المصرفية.[58ص02].
- 6 - تراجع فائض الموازنة العامة للدولة من حوالي 92 مليار دولار سنة 2001 إلى حوالي 230 مليار دولار سنة 2002 و أخذ هذا العجز في التزايد حتى وصل إلى حوالي 455 مليار دولار في سنة 2008/2007 (من المعروف أن السبب الرئيسي لذلك هو التزايد غير الطبيعي للإنفاق العسكري كما أشرنا سابقاً بالأرقام).
- 7 - عجز في الحساب الجاري ليبلغ 700 مليار دولار سنة 2008، وكذلك عجز في الميزان التجاري ليبلغ حوالي 850 مليار دولار سنة 2008.
- 8 - ارتفاع معدل التضخم ليصل إلى 05% بعدما كان يتراوح بين 03% و 02% سنوياً، بالإضافة إلى مشكل البطالة التي تشكل 5% والصناعة التي تتراجع أهميتها والفقير وسوء الخدمات التعليمية .

2.3.2.1. على الاقتصاديات العالمية

المقلق في هذه الأزمة هو سرعة امتدادها من مركزها في الاقتصاد الأمريكي إلى بقية الاقتصاد العالمي كنتيجة لتراطب الأسواق المالية العالمية، وما انطوى عن ذلك من تداعيات على أكثر من مستوى، والتي أكدت بشأنها العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد والبنك الدوليين بأنها ستطول اقتصاد جميع الدول ولكن بنسب متفاوتة، ولعل أهم هذه التداعيات على الاقتصاد العالمي تتمثل في الآتي:

* - AIG: American International Groupe

- توقع انحسار الفكر النيو- ليبرالي، الذي يقوم على تحرير الأسواق ويفترض أنها ستتظم نفسها بنفسها، لصالح الفكر الاقتصادي الذي ينادي بفكرة اقتصاد السوق الاجتماعي، والذي يقوم على ضرورة منح الدولة دورا متناميا في التخطيط للسياسات الاقتصادية والتعامل مع ما يعرف بفشل السوق، وهو تعبير يستخدم في الأدبيات الاقتصادية لبيان أن إدارة الاقتصاد وفقا لآلية السوق، ستعاني مع عدم توافر شروط عملها من اختلالات تستلزم ضرورة تدخل الدولة لمعالجتها.
- أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، الأمر الذي دفع بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى، بل دفعت البعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين.[59ص04].
- تراجع التوقعات بشأن النمو في الاقتصاد العالمي خلال عام 2008، فطبقا لتقديرات صندوق النقد والبنك الدوليين، ثمة انخفاض في التوقعات فيما يتعلق بمعدلات النمو الاقتصادي بعد ظهور الأزمة مقارنة بالتوقعات قبل ظهورها، حيث خفضت التوقعات حول نمو الاقتصاد العالمي خلال العام 2008 بمعدل 24.2 % بالنسبة للعالم ككل، وبمعدل 45.5 % بالنسبة للدول مرتفعة الدخل، وبمعدل بلغ 57.7 % بالنسبة لدول منطقة اليورو، وبمعدل 5.6 % بالنسبة للدول النامية، وبمعدل 13.1 % بالنسبة لدول شرق أوروبا ووسط آسيا، وبمعدل 12.4 % بالنسبة لدول شرق آسيا والمحيط الهادي، وبمعدل 2.2 % بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي، وبمعدل 6.9 % بالنسبة لدول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وبمعدل 15.6 % بالنسبة لدول أفريقيا جنوب الصحراء، كما هو مبين بالجدول رقم(1-1) بالملحق الإحصائي رقم (1).
- تشير توقعات البنك الدولي إلى أنه وللمرة الأولى منذ العام 1982، سيتقلص كل من معدل نمو الصادرات ومعدل نمو الواردات، خلال عام 2009 مقارنة بما كانت عليه في العام 2008، بنسبة تبلغ 133.9 %، و 133.3 % على التوالي، كما هو مبين بالجدول رقم (1- 2) بالملحق الإحصائي رقم (1).
- تعرض العديد من المؤسسات المالية حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا لخسائر من جراء هذه الأزمة، حيث تقدر خسائر المؤسسات المالية (المصارف الاستثمارية بوجه خاص) بمبلغ يتجاوز 2000 مليار دولار. [60ص02]، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين المصارف فيما يتعلق بالإقراض، حيث ارتفع معدل الفائدة على القروض بين المصارف في ليلة واحدة إبان

إعلان إفلاس مصرف Lehman Brothers بمعدل بلغ 160 %، من 2.5 % إلى 6.5 % [61ص03]، فتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع المصارف المركزية إلى ضخ الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة، ويذكر أنها المرة الأولى في تاريخ الاقتصاد العالمي التي يقوم فيها المصرف المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا وبنك اليابان ومجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي معا في نفس الوقت، بضخ ما قيمته 144 مليار دولار في المصارف لتمكينها من مواجهة طلبات السيولة، ثم قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بعد ذلك وكخطوة إضافية أخرى بضخ 180 مليار دولار في الأسواق المالية عبر اتفاقيات تبادل نقدي أجراها مع المصرف المركزي الأوروبي والبنك السويسري وبنك اليابان وبنك كندا، حيث تسمح هذه الاتفاقيات للمصارف المركزية بإقراض السيولة لبعضها البعض على المدى القصير، وذلك في حال أن أحدها في حاجة للسيولة لضمان استقرار النظام المالي في بلاده، وجاءت هذه المبادرة بعدما ضربت الأزمة المالية كل البورصات التي شهدت انخفاضات كبيرة في مؤشراتها. [62ص02].

● أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم (حوالي 25 بنك) لأكثر من 500 مليار دولار من قيمة أصولها، نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ منتصف عام 2007، هذا إلى جانب ظهور خسائر انتمانية جديدة زادت من مخاوف المستثمرين مجدداً، كخسائر الديون على بطاقات الائتمان والتي تقدر بنحو 940 مليار دولار، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين. [63ص01]

● تذبذب حاد طرأ على أسعار النفط، حيث ارتفعت أسعار النفط الخام ولمستويات قياسية بلغت وفقاً للمتوسط العام للأسعار الفورية المبينة بالجدول رقم (1 - 3) بالملحق الإحصائي رقم (1)، 131.78 دولار لكل برميل خلال شهر يوليو من العام 2008، بزيادة قدرها 39.68، 76.1، 58.52 دولار لكل برميل، وبمعدل نمو بلغ 136.7 %، 43.1 %، 79.9 % مقارنة بالمتوسط العام للأسعار الفورية خلال شهر فبراير من العام 2007، وشهر يوليو من العام 2007، وشهر فبراير من العام 2008 على التوالي، ثم انخفضت من المستوى الذي بلغته خلال شهر يوليو من العام 2008، بمعدل شهري بلغ في المتوسط 11.71 % شهرياً لتصل إلى 39.19 دولار لكل برميل خلال شهر ديسمبر من العام 2008.

ومع ذلك تتفاوت التوقعات فيما يتعلق بالتطورات المحتملة لهذه الأزمة المالية، فهناك من يرى أن المرحلة الصعبة من الأزمة قد أنتهت، وأن الاقتصاد العالمي بشكل عام والاقتصاد الأمريكي بشكل خاص سيتعافى قريباً، وثمة من يرى أن هذه الأزمة ستطول وقد تمتد إلى عام 2010، وأن بوادر تعافي

الاقتصاد الأمريكي ومن ثم الاقتصاد العالمي ستكون في النصف الثاني من عام 2009 على أقل تقدير، ولذلك فإن وضع تصور معين لمستقبل الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي في ظل هذه الأزمة يتوقف على المرحلة التي يمر بها، وعلى مدى الاستقرار أو التغيير في أسعار العقارات وقدرتها على تخفيف الضغط على شركات التمويل لشطب الخسائر المضمونة بالرهونات العقارية، ومن ثم فإنه قد يكون من الصعوبة بمكان في هذا الوقت تحديد عمق أو مدة هذه الأزمة، إلا أنه وبشكل عام ثمة ثلاثة احتمالات لما يمكن أن يكون عليه وضع الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي خلال المرحلة القادمة هي .

[59ص02]:

الاحتمال الأول: التعافي الاقتصادي السريع:

يعتبر هذا الاحتمال الأكثر تفائلاً، ويقوم على توقع أن تكون مرحلة الأزمة التي تعصف بالاقتصاد الأمريكي بشكل خاص والاقتصاد العالمي بشكل عام، قصيرة ومؤقتة، وسيليهما مرحلة من الانتعاش السريع مع بداية عام 2009، وذلك للأسباب التالية:

1- الأثر الفعال المنتظر من الإجراءات السريعة التي اتخذتها الحكومة الأمريكية ودول العالم الأخرى بعد ظهور الأزمة، بغية إنعاش الإنفاق الاستهلاكي.

2 - السياسات المالية والنقدية المرنة التي يتبعها الاقتصاد الأمريكي كفيلة بأن تساهم في إنهاء حالة الركود، وتعتبر عملية إنقاذ المصارف من الإفلاس مثالا على سرعة ومرونة التحرك إزاء السياسات المالية والنقدية لاحتواء هذه الأزمة.

3 - سيادة التوقعات بشأن قدرة الدول النامية الغنية ومنها الدول النفطية والخليجية على المساهمة بشكل فعال في انتشال الاقتصاد العالمي من مستنقع الركود، وذلك من خلال ضخ المزيد من الأموال لامتناس هذه الأزمة، وفي هذا المجال قامت حكومات سنغافورة والكويت وكوريا الجنوبية بضخ أكثر من 21 مليار دولار لإنعاش كل من Freddie Mac, and Fannie Mae، فضلا عن قيام صناديق الاستثمار بالدول النامية بضخ حوالي 96 مليار دولار بأكبر مصارف العالم منذ بدء الأزمة.

الاحتمال الثاني: الدخول في مرحلة من الركود:

يعتبر هذا الإحتمال أقل تفاؤلاً، ويقوم على أن الجزء الأسوأ من الأزمة قد انتهى، وأنه على الرغم من عدم وجود توقعات بالمزيد من الانهيارات وأزمات السيولة في مؤسسات مالية ومصرفية جديدة، إلا أن الاقتصاد الأمريكي ومن ثم الاقتصاد العالمي لن يعود لوضعه الطبيعي في المستقبل القريب، وستكون هناك مرحلة من الركود يتوقع أن تستمر لمدة 12 شهراً على الأقل إن لم تمتد إلى 18 شهراً، ويعزز من هذا الإحتمال ما أعلنه صندوق النقد الدولي بانخفاض توقعاته حول نمو الاقتصاد العالمي خلال عام 2008، وضعف المؤشرات الاقتصادية، وتدهور المؤشرات الخاصة بسوق العقارات، خاصة وأن الدورات العقارية طويلة، وتستمر فترات التراجع فيها لمدة غير قصيرة.

الاحتمال الثالث: الدخول في نفق الكساد المظلم:

يعتبر هذا الإحتمال أكثر تشائماً، ويقوم على أن الاقتصاد الأمريكي، ومن ثم الاقتصاد العالمي على مشارف الدخول لنفق مظلم من الركود سيؤدي إلى حالة من الكساد الاقتصادي طويل الأمد، وذلك عبر تداعيات أكثر سوءاً سيكون تأثيرها سلبياً وكبيراً على الاقتصاد العالمي، ويستند هذا الإحتمال على ما يلي: * أن ارتفاع معدلات التضخم ستزيد من الضغوط القائمة سواء على مالكي الرهونات العقارية، أو على معدلات تكوين المدخرات التي ستخفض على المستويين الفردي والدولي، والمعروف أن إعادة تكوين المدخرات يحتاج إلى وقت طويل لتجديدها مرة أخرى.

* كل الجهود المبذولة من قبل الاقتصاد الأمريكي بالتعاون مع المصارف المركزية العالمية لحل هذه الأزمة هي مجرد مسكنات لامتناس الأثر النفسي عن طريق تأمين السيولة، ومنع انهيار أسعار الأسهم والسندات، والتي حتماً ستأخذ وقتاً أطول لحلها قد يصل ويتجاوز السنتين.

* أن عدد حالات التخلّص من الوظائف تجاوز في الاقتصاد الأمريكي بشكل خاص، العدد الطبيعي للتخلّص من الوظائف في معظم فترات الركود والذي يتراوح بين (150 ألف – 200 ألف) وظيفة شهرياً.

* وصول سياسة تخفيض سعر الفائدة من أجل توفير السيولة لحدود متدنية جداً (حيث خفضت أسعار الفائدة الأساسية منذ بداية الأزمة حوالي 9 مرات في الاقتصاد الأمريكي لتصل إلى أقل من 1 % بعد أن بلغت 4.2 % عام 2007) ودون أن تنتهي الصعوبة في سداد الديون الناجمة عن أزمة الرهن العقاري، وهو ما سيقود لمرحلة من الركود القوي في الاقتصاد الأمريكي ومن ثم الاقتصاد العالمي.

وأيا كان الإحتمال الذي سيكون عليه الاقتصاد الأمريكي ومن ثم الاقتصاد العالمي خلال الشهور والسنوات القادمة، فإنه من المتوقع أن يظل معدل النمو في الاقتصاد العالمي منخفضا لفترة غير قصيرة حتى وإن لم يتحول إلى نموا سلبيا فسيبقى أقل مما كان عليه خلال عام 2007، كما أن الخسائر التي تكبدها الاقتصاد الأمريكي بشكل خاص والاقتصاد العالمي بشكل عام ستحتاج لفترة من الزمن لتعويضها، الأمر الذي يشير إلى استمرارية ضعف الاقتصاد العالمي لفترة زمنية طويلة قد تستغرق بعض الوقت.

3.3.2.1. على مستوى الاقتصاديات العربية:

من الطبيعي أن يتأثر اقتصاد الدول العربية بالأزمة المالية الاقتصادية لأن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي. ومن الطبيعي كذلك أن الآثار المتوقعة على كل دولة عربية تختلف تبعا لظروف و أوضاع كل دولة وبصفة خاصة مدى انفتاحها على العالم الخارجى ومدى سلامة قطاعها المصرفى.

ويمكن رصد أهم التداعيات التي بدأت بالفعل وتلك المتوقعة في الفترة المقبلة في كل قطاع على حدة كما يلي:

* البترول: كان من الطبيعي إزاء الأزمة المالية العالمية أن ينخفض الطلب على معظم السلع ومن بينها البترول. وهذا ما حدث بالفعل ولا سيما في الولايات المتحدة باعتبار أنها أكبر دولة مستهلكة للبترول في العالم. ومن الطبيعي أن يترتب على انخفاض الطلب على البترول انخفاض سعره العالمي، وهذا ما حدث بالفعل خلال الشهور الأخيرة من عام 2008 والشهور الأولى من عام 2009 حيث انخفض السعر العالمي للبترول من حوالي 150 دولار إلى حوالي 40 دولار !!! ونظرا لأن الدول العربية الخليجية الست هي أكثر الدول العربية إنتاجا وتصديرا للبترول، فيمكن القول أن هذا القطاع في هذه الدول قد تأثر أكثر من بقية الدول العربية.[64ص05].

* الصادرات: فى ظل الركود الاقتصادي العالمي الحالى، يكون من الطبيعي أن يقل الطلب بشكل عام، ومن ثم سوف تنخفض الصادرات العربية ولا سيما أن الجزء الأكبر من الصادرات العربية يتجه نحو الولايات المتحدة والدول الأوروبية وهى الدول التي تأثرت أكثر من غيرها بالأزمة المالية الحالية.

وتدل البيانات الإحصائية على أن الصادرات العربية الإجمالية قد بلغت عام 2008 حوالي 800 مليار دولار أى ما يمثل حوالي 6% من إجمالي الصادرات العالمية، وقد بلغت الصادرات العربية من البترول في نفس العام حوالي 608 مليار دولار أى ما يمثل حوالي 76% من إجمالي الصادرات العربية.

ومن الطبيعي أن يترتب على انخفاض الصادرات، تقليل الإنتاج الأمر الذي سيؤدي حتما إلى تخفيض العمالة وتقليل حوافزهم ومن ثم توقع زيادة انخفاض القدرة الشرائية مما يؤدي إلى الركود في الأسواق. [65ص02].

* الاستثمارات العربية بالخارج: تقدر الاستثمارات العربية بالخارج بحوالي 2,5 تريليون دولار. [66ص01]، وهذه الأموال مملوكة للحكومات والمؤسسات (الصناديق السيادية) والأفراد. وقد تأثرت تلك الاستثمارات من جراء الأزمة المالية العالمية وضاع جزء منها (غير معروف قيمته) نتيجة إفلاس بعض البنوك، وتعثر بعض شركات التأمين وانهيار بعض البورصات.

* البنوك: يمكن القول أن البنوك العربية بصفة عامة لم تتأثر بالأزمة المالية العالمية إلا في حدود ضيقة وفي حالات محدودة، وقد يرجع ذلك إلى متانة مراكزها المالية، والرقابة الصارمة من جانب البنوك المركزية، وتطبيق مقررات بازل، وقلة حالات الفساد في منح الائتمان،.... الخ. ومع ذلك فقد تعرض أحد البنوك الكبرى في الكويت لهزة عنيفة كادت تعصف به لولا تدخل الحكومة وضماتها كافة الودائع بالبنوك.

* البورصات: الواقع أن البورصات العربية هي القطاع الأكثر تأثرا بالأزمة المالية العالمية. ولعل ذلك يرجع إلى تأثير جميع البورصات في العالم ونحن نعلم مدى التشابكات بين البورصات في مختلف دول العالم ولا سيما في ظل ما يعرف بإسم " شهادات الإيداع الدولية ". هذا علاوة على بيع الأجانب معظم ما لديهم من أسهم وسندات في البورصات العربية نظرا لحاجتهم الشديدة للسيولة على أثر الأزمة المالية العالمية.

* الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة: أفاد تقرير الاستثمار العالمي لسنة 2008 أن تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الى الدول العربية استمر في الارتفاع خلال سنة 2007 ليسجل رقما قياسيا بلغ 72.4 مليار دولار بنمو 17% عن سنة 2006، وفتت الى أن حصة الدول العربية من الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من التدفق العالمي البالغ 1833 مليار دولار انخفضت من 4.4% الى 3.9% كما أشار التقرير الى أن الدول العربية المنصدرة للنفط تأتي في مقدمة لائحة الدول المستقطبة للاستثمار الأجنبي المباشر. [67ص01]، كما يلاحظ أن معظم تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الى الدول العربية كان على شكل استثمارات في مشاريع جديدة، حيث مازال حجم صفقات الاندماج و الاقتناء من الشركات ضعيف مقارنة بالمعدل العالمي. [68ص02].

ومن الطبيعي إزاء الأزمة المالية العالمية أن يقل حجم الاستثمارات الأجنبية المتجهة إلى الدول العربية، والسبب في ذلك هو اتجاه الدول المتقدمة الكبرى المستثمرة إلى تعويض الخسائر في الداخل، وحاجتها

إلى زيادة الاستثمارات الداخلية لتعويض النقص في الاستثمارات الخاصة، ومحاولة مواجهة مشكلة البطالة التي تفاقمت مع الأزمة المالية نتيجة إفلاس العديد من المشروعات واستغناء البعض الآخر من المشروعات عن أعداد كبيرة من العمالة.

وهناك احتمال آخر وهو تقليص وسحب جزء من الاستثمارات الأمريكية خارج أمريكا ومنها بطبيعة الحال الاستثمارات الأمريكية في الدول العربية، ومن المتوقع إزاء ذلك أن يتم إغلاق بعض المشروعات الأمريكية في الدول العربية وتسريح عمالها، ومن الطبيعي أن تنتهج الدول الأوروبية نفس النهج. والنتيجة النهائية لكل ذلك هي تباطؤ معدلات النمو في الدول العربية وزيادة عدد البطالة.

* السياحة: يعتبر قطاع السياحة من أسرع القطاعات تأثراً بأى أزمة مالية حيث أن السياحة خدمة ترفيهية كمالية وليست خدمة ضرورية أساسية. ولذلك فإن قطاع السياحة في الدول العربية قد تأثر بالفعل خلال الشهور الأخيرة (سبتمبر 2008 – فبراير 2009) حيث بدأ عدد السياح الوافدين إلى الدول العربية في التناقص، وكذلك بطبيعة الحال الإيرادات السياحية. ومن المعروف أن هناك خمسة دول عربية تستحوذ في المتوسط على حوالي 70% من جملة أعداد السياح الوافدين إلى الدول العربية، وهذه الدول بالترتيب هي: مصر، السعودية، تونس، المغرب، الإمارات، وهذه الدول سوف تتأثر أكثر من غيرها من الدول العربية بتناقص أعداد السياح والإيرادات السياحية.

* القطاع العقاري: قبل وقوع الأزمة المالية العالمية، شهدت الدول العربية ارتفاعات متتالية وغير عادية في أسعار العقارات، وذلك منذ عام 2003 حتى بداية الربع الأخير من عام 2008. ومنذ ذلك الوقت بدأت أسعار العقارات في الدول العربية تتجه نحو الإنخفاض وبمعدلات كبيرة وبصفة خاصة في دبي حيث أن النسبة الكبرى لمبيعات العقارات في هذه الإمارة كانت للأجانب، وهؤلاء توقفوا عن الشراء بسبب نقص السيولة بل ولجأ الكثيرون منهم إلى بيع عقاراتهم، وتوقف كثير من الآخرين عن سداد الأقساط. وإذا تذكرنا أن صناعة البناء والتشييد هي أكثر الصناعات استخداماً لمنتجات الصناعات الأخرى (أكثر من 90 صناعة في مقدمتها حديد التسليح والأسمنت) نستطيع أن نقفهم لماذا يؤدي انهيار قطاع العقارات إلى انخفاض كبير في معدل النمو الاقتصادي وإلى انتشار البطالة. [69ص01]

* المعونات الاقتصادية الدولية: تقدر المعونات الاقتصادية الدولية بحوالي 115 مليار دولار في السنة (أرقام عام 2007)، ومعظم هذه المعونات (حوالي 90%) تأتي من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. ونظراً لأن هذه المعونات تقدم إلى الدول النامية، فإن الدول العربية تحصل على نصيب منها، وهو يختلف من سنة لأخرى. ففي عام 2006 حصلت الدول العربية على حوالي 16% من المعونات الاقتصادية الدولية بينما كانت هذه النسبة حوالي 27% عام 2005. ومن المتوقع في ظل الأزمة المالية

العالمية أن تتجه المعونات الاقتصادية الدولية إلى الإنخفاض وهذا يعنى تناقص الأموال التي تحصل عليها الدول العربية في شكل معونات اقتصادية دولية. [70ص12].

3.1. التأسيس النظري لأسواق الأوراق المالية العربية

مما لا شك فيه أن فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية أصبحت تشكل جزءا من حياة المجتمع و ثقافته و عاداته، و بالتالي فان وجودها أمر ضروري في اقتصاديات أية دولة باعتبارها المرآة العاكسة له، فهي تساهم في عملية التنمية الاقتصادية و بطها بين الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجزا في التمويل و الوحدات الاقتصادية التي تعرف فائضا في الموارد المالية، و لذلك سعت العديد من الدول العربية إلى إنشاء مثل هذه الأسواق و التي عرفت تطورا منذ نشأتها على الرغم من جملة المعوقات التي تعرقل مسار تطورها.

1.3.1. خلفية نظرية عن سوق الأوراق المالية

إن تحقيق النمو الاقتصادي و ضمان استمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، إذ يرتبط بدرجة كبيرة بأداء و مردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني، و قصد توسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك ، و لا يتأتى ذلك إلا من خلال توفير الموارد المالية اللازمة سواء عن طريق موارد الخاصة (التمويل الذاتي) أو تمويل استثماراتها من خلال اللجوء إلى الجهاز المصرفي (التمويل غير المباشر) ، أو أنها تلجأ إلى آلية التمويل المباشر التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الجمهور أفرادا كانوا أو مؤسسات بصورة مباشرة عن طريق سوق الأوراق المالية الذي يلعب دورا هاما في تمويل المشاريع الاقتصادية في معظم الدول.

1.1.3.1. ماهية سوق الأوراق المالية

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها شبكة تمويل للمدى البعيد، مبنية على إصدار الأوراق المالية و تداولها مما يسمح بتحريك الادخار الفردي. [71ص387].

كما تعرف على أنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا و شراء، و تمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي. [72ص21] ، و تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين: السوق الأولية أو سوق الإصدار حيث من خلالها تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية و بين المكتتب الأول فيها، و تتجمع في هذه السوق المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات جديدة [73ص122] ، و السوق الثانوية و التي يقصد بها سوق التداول للأوراق المالية طويلة الأجل بيعا أو شراء بسعر السوق، و التي

سبق الاكتتاب بها في السوق الأولية، و لذلك تعبر السوق الثانوية عن المكان الذي يتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا و شراء و التي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع أو الشراء [74ص81] ، و تنقسم هذه السوق بدورها إلى قسمين سوق منظمة و سوق غير منظمة* . ، و يتم في هذه السوق تداول جملة من الأوراق المالية و التي تعتبر عصب الحياة للأسواق المالية، ويعزى ذلك إلى كون تلك الأوراق تمثل السلعة الوحيدة التي يتم التداول بها في تلك الأسواق. [75ص03]، و تعرف على أنها صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في جزء من أصول منشأة أو الحقين معا، و تنقسم هذه الأوراق المالية إلى ثلاثة مجموعات أساسية تتمثل في أدوات الملكية و أدوات الدين و المشتقات المالية(الإبداعات المالية).

حيث تعرف أدوات الملكية(الأسهم) على أنها صك ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة و يعطي لحامله الحق في حصة من رأس مال الشركة المصدرة له [76ص03]، و تنقسم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عنها إلى أسهم عادية و أسهم ممتازة و أسهم مستحدثة* . في حين تمثل أدوات الدين (السند) مستند مديونية تصدره شركة أو أية هيئة أخرى، و هو بمثابة اتفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر والشركة، و بمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محددًا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض و الفوائد المترتبة عليه في تواريخ الاستحقاق محددة سلفا [77ص06]، و للسندات قيمتين، قيمة اسمية و هي القيمة التي يصدر بها السند و تبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار و حتى تاريخ السداد، و قيمة جارية و هي تمثل القيمة التي يصدر بها السند و تكون هذه القيمة عرضة للتقلبات باستمرار. [78ص32]، و يتم تقسيم السندات إلى عدة أنواع على أساس مجموعة من المعايير** .

أما المشتقات المالية فتعرف على أنها أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر أو سلعة، و التي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية، و تتوقف قيمة الأداة المشتقة على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، و على خلاف أدوات الدين فليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. [79ص60] و تقسم المشتقات المالية إلى ثلاثة أقسام أساسية:

1- عقود اختيار: و التي تمثل إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمرين و المضاربين فرصة للحماية من مخاطر تغير أسعار الأصول و تحقيق الأرباح الرأسمالية، و يعد الاختلاف في توقعات طرفي عقود الاختيار الدافع وراء إبرام هذه العقود بيعا و شراء [80ص316]، و تعرف هذه الأخيرة على أنها عقد بين طرفين مشتري و محرر، و يعطي العقد للمشتري الحق في أن يشتري من أو أن يبيع إلى المحرر عدد من وحدات أصل حقيقي أو مالي بسعر متفق عليه لحظة توقيع العقد، على أن

يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يسمى تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية، و للمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر يطلق عليه المكافأة التي تدفع عند التعاقد و غير قابلة للرد و ليست جزء من قيمة الصفقة. [81ص05].

2- العقود المستقبلية: تعرف على أنها اتفاق بين طرفين البائع و المشتري ، حيث يسلم الطرف الأول للثاني أصل معين في تاريخ محدد يسمى تاريخ التسليم على أساس سعر متفق عليه عند التعاقد ، وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا ماليا يمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يسمى الهامش المبدئي الغرض منه إثبات الجدية و حسن النية من الطرفين. [82ص92].

3- عقود المبادلة: تعرف على أنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ أي أن تسوية الأرباح و الخسائر لا تتم يوميا مثل العقود المستقبلية و إنما تتم على فترات دورية، وعلى عكس عقود الخيار فان عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد و مفادها أنها عقود تبرم بين طرفين يتفقان على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة لاحقة و هناك نوعين من عقود المبادلة هما عقود مبادلة العملات و عقود مبادلة أسعار الفائدة.

2.1.3.1. المتدخلون و إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

تتعدد الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية بين متدخل يسعى للحصول على التمويل و آخر لتوظيف فوائده المالية أو العمل على تنفيذ عمليات البيع و الشراء في سوق الأوراق المالية، وتتنوع الأطراف المتدخلة بين الحكومات و الشركات و البنوك و المستثمرين المؤسسين و السماسرة، إذ بواسطة هؤلاء المتدخلين يتحقق للبورصة الاستمرارية في أداء نشاطها و إشباع الرغبات التمويلية للأطراف المختلفة. [83ص76].

و يحكم هؤلاء المتدخلون جملة من القواعد و الإجراءات للتعامل في السوق باعتبار أن هذه الأخيرة تمثل السوق الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، لذلك فإن دقة صياغتها و سهولتها فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية، و تمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، كما تساهم القواعد و الإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق، و تمثل الأوامر طلبا أو تفويضا يصدره المستثمر إلى وكيله السمسار لشراء أو بيع الأوراق المالية و المنتجات المالية المتداولة في البورصة، و يتضمن التفويض جملة من المعلومات النمطية منها نوع العملية أو الصفقة، عدد الأوراق المالية محل الصفقة، طبيعة الورقة المالية، نوع السوق (فورية أو آجلة)، مدة صلاحية الأمر (يوم، أسبوع، شهر أم مفتوح)، نوع الأمر (محدد السعر أم غير ذلك) [84ص358]، وتأخذ الأوامر أحد صورتين أوامر بكميات غير كسرية (مضاعف 100 سهم)، وأوامر بكميات كسرية (أقل من 100 سهم)، و عادة ما تكون تكلفة السهم (نصيب السهم من العمولة) داخل الكمية الكسرية أعلى من مثيله داخل الكمية غير الكسرية.

أما كيفية تنفيذ و تسوية المعاملات فتتبع المراحل التالية. [85ص483-484]:

1. يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر السهم لمنشأة معينة.
2. يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب. وعادةً ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم، وسعر آخر صفقة أبرمت، وكل من سعر الشراء وسعر البيع)، ويتم إبلاغ المستثمر بتلك المعلومات.
3. إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة و بمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر.
4. تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية (إذا كان السهم يتم التداول به في السوق)، وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر، وذلك بإشارة معينة أمام الرقم 5 المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.
5. على الفور يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لاستلام الأمر، ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.
6. بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقرير عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.
7. وترسل الإدارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر.

3.1.3.1. كفاءة سوق الأوراق المالية و مؤشراتها

* كفاءة سوق الأوراق المالية: سوق الأوراق المالية الكفاء هي تلك التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، بمعنى هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات و المعلومات المتاحة و المتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم، من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة. [86ص24]، و تأخذ صبغ كفاءة أسواق الأوراق المالية نوعين. [87ص09]:

- الكفاءة الكاملة: وهي التي تقتضي توافر نفس شروط سوق المنافسة الكاملة و المتمثلة في تمتع المعلومات بالشفافية ولحظية انتقالها للجميع وبدون تكاليف، تحرير التعاملات من أية قيود (تكاليف المعاملات أو الضرائب) انعدام القيود على دخول أي مستثمر إلى السوق وخروجه منه، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب، بالإضافة إلى تواجد عدد كبير من المستثمرين، وبالتالي فإن لا يمكن لأي مستثمر لوحده أن يؤثر في أسعار الأوراق المالية المتداولة، وكذا رشادة المستثمرون و سعي كل منهم إلى تحقيق أعظم منفعة ممكنة من موارده.

- الكفاءة الاقتصادية: إن هذه الكفاءة هي التي تتأخر فيها المعلومات قليلاً عن الوصول إلى السوق، ويكون فيها تباطؤ زمني بين المعلومات الواصلة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، مما يعني أن هذه الأخيرة قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت. ولكن بوجود تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً) أو تكاليف أخرى فإن الفرق لن يكون كبيراً إلى الحد الذي يسمح بتحقيق أرباحاً طائلة خصوصاً في المدى الطويل. وتقتضي الكفاءة الاقتصادية توافر شرطاً واحداً وهو سعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثروتهم.

و تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات، وهي. [88ص02] :

1. فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق: وهي التي ترى بأن المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، وبالتالي لا يتمكّن أي من المضاربين من تحقيق أرباحاً غير عادية. وبعبارة أخرى إن التغيرات المتتالية في سعر سهم معين مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار.

2. فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق: وهي التي ترى بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا أدرك (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات، وأن الأسعار تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة ولو كان هناك فاصل زمني تستغرقه التحليلات تبدأ بعده التغيرات في الأسعار لحدثت فجوة زمنية استطاع فيها بعض المستثمرون من تحقيق أرباحاً طائلة مقارنة بالآخرين.

3. فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق: وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل

مستشاري الاستثمار، ومن خلال ما تقدّم فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها. وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح.

* مؤشرات سوق الأوراق المالية: تعتبر مؤشرات سوق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلاً حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية والحكم على أداء المديرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية، وتعرف على أنها تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى. [89ص09] ، و لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وفي طليعة تلك الاستخدامات :

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر .
 - الحكم على أداء المديرين المحترفين، وفقاً لفكرة التنوع الساذج، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق
 - التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه. إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق .
 - تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة .
- و من بين المؤشرات المستخدمة في تحليل سوق الأوراق المالية يمكن ذكر [90ص12]:

- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق:
- الرسملة السوقية: وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة.

قيمة الأسهم المدرجة في السوق

الرسملة السوقية =

الناتج المحلي الإجمالي

- عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.
- السيولة: وتحدد عن طريق
- نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي
- الدوران : نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق.
- تقلبات العوائد: ويمكن قياسها بمعامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة زمنية معينة أو يقاس باستخدام الانحراف المعياري.
- درجة تركيز السوق : وتحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

2.3.1. واقع أسواق الأوراق المالية العربية

سنعرض في هذا الم طلب إلى الخصائص المشتركة التي تميز أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، و مما لا شك فيه أن هذه الأخيرة شهدت تطورات كبيرة منذ إنشائها و هذا نتيجة للإصلاحات التي قامت بها هذه الدول بهدف تنشيط أسواقها و تحسين أداءها و أخذنا كمجال لدراسة هذه التطورات الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2008.

1.2.3.1. السمات المشتركة لأسواق الأوراق المالية العربية

تعد أسواق رأس المال الدول العربية من الأسواق المالية الناشئة في اقتصاديات دول نامية التي تمر بمرحلة تحول إقتصادي وهي تتميز بالخصائص التالية. [91ص01-02-10]:

* مميزات الأسواق المالية العربية

تتميز الأسواق المالية العربية بما يلي. [92ص01-02-03]:

- 1-الاستقرار السياسي في دور مجلس التعاون الخليجي .
- 2-السيولة النقدية العالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط والغاز والتوسع الانمائي من قبل البنوك
- 3 -التركيبية الاقتصادية لدول المنطقة كونها صمن الدول المنتجة للنفط والغاز في العالم إضافة إلى مخزوناتها الضخمة من النفط والغاز العالمي .

4-انعدام المخاطر تقلب أسعار الصرف بسبب ربط جميع العملات الخارجية مع الدولار الأمريكي اعتبارا من 2003 .

5-تنوع الاقتصاديات بين دول تعمد بشكل رئيسي على النفط والغاز الطبيعي (السعودية، الكويت، أبو ظبي، قطر) ودول تعتمد نسبة اقل على النفط والغاز الطبيعي (دبي، عمان، البحرين).

6-مستوى ارتباط منخفض / سلبي لداء الأسواق الخليجية فيما بينها وأيضا بالمقارنة مع الأسواق الأمريكية والروبية والآسيوية وبالتالي انخفاض مخاطر الاستثمار نتيجة لتنوع الأصول.

7-أسواق بكر من حيث التطور وحديثة التنظيم نسبيا.

8-ارتفاع الوعي الاستثماري بين المستثمرين في السنوات الأخيرة.

* سلبيات أسواق الأوراق المالية العربية :

من بين أهم السلبيات التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية العربية نذكر:

1- صغر حجم السوق و ضيق نطاقه: تتميز أسواق الأوراق المالية في الدول العربية بضيق نطاقها من حيث النقص الشديد في كل من العرض- الذي يقاس عادة بعدد الشركات المدرجة- و الطلب- الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء- بالإضافة إلى أن بورصات الأوراق المالية العربية تتصف بصغر متوسط رأس المال السوقي، و انخفاض نسبة رأس المال السوقي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي و يعبر عنها بالرسمة، و يلاحظ أن ضيق السوق و صغر حجم متوسط رأس المال السوقي تترتب عليه زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار لاسيما مع ضعف الرقابة و النقص في الإفصاح المالي.] 93ص229-230[.

2- ارتفاع درجة تركيز التداول: يقصد بدرجة تركيز التداول عدد الشركات التي يتم التداول في أسهمها في معظم الأحيان مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، تعاني كل البورصات العربية من انخفاض عدد الشركات الواعدة ذات الأسهم المجزية، الأمر الذي يحصر التداول في أسهم شركات محدودة للغاية مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق (الجدول رقم 03) ترجع أهم أسباب ارتفاع درجة تركيز التداول إلى ضيق حجم الاقتصاديات العربية و تركيزها في قطاعات محدودة، ومن الممكن توسيع نطاق التداول في الأسواق العربية بتهيئة الظروف المواتية للإدراج المشترك للشركات في الأسواق العربية توطئة لإنشاء سوق عربية مشتركة لتداول الأسهم.] 94ص05[.

جدول رقم 03: نسبة التداول لأعلى ست شركات (أوت2008. المصدر: المواقع الالكترونية للأسواق المالية للدول المذكورة في الجدول)

الدولة	السعودية	الأردن	مصر	المغرب	سلطنة عمان	الكويت	دبي	أبو ظبي	الخرطوم
نسبة التركيز	64	70	30	75	50	52	76	78	95

3- ضعف الفرصة المتاحة للتنويع. [94ص06]: تنتم أسواق الأوراق المالية العربية بضعف فرص التنويع المتاحة للمستثمرين فيها نسبة لقلة الأسهم الواعدة، هذا بجانب نوعية الأوراق المالية المدرجة فيها، التي تنحصر فقط في الأسهم العادية دون وجود بدائل متمثلة في صكوك، سندات، مشتقات مالية، الأمر الذي يقلل من فرص تكوين محافظ استثمارية ذات مخاطر منخفضة، علما بأن تنويع الأوراق المالية في المحافظ الاستثمارية يمثل أنجع وسيلة للتقليل من المخاطر، إن أحد أهم أسباب ارتفاع المخاطر في الأسواق العربية عدم وجود أدوات مالية لدرء المخاطر (risk hedging) هذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار، سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، ويلاحظ في معظم البورصات العربية أن قطاعي البنوك و الاتصالات يسيطران على حجم التداول. ومن الأسباب التي تجعل من فرص التنويع في أسواق الأوراق المالية العربية ضعيفة هي سلوك المستثمر الذي تحكمه سياسة القطيع، و التي تتمثل في انقياد المستثمر لتوجيهات كبار المستثمرين دون الاستناد للتحليل المالي للتعرف على الأداء الفعلي للشركات المدرجة في السوق.

4- ضعف الطلب على وسائل الاستثمار: على الرغم من اعتبار أن سوق الأوراق المالية هو أحد القنوات الرئيسية لتوجيه تدفق المدخرات إلى قنوات استثمارية إلا أن الطلب على الأدوات المالية الاستثمارية يتميز بالضعف و يرجع ذلك إلى [95ص25]:

- انخفاض معدل الدخل النقدي، الادخار الفردي و عدم استقرار دخول الفئات التي تحققه.
- منافسة الحكومات و مؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات و حيازتها و حرمان السوق منها، و كذلك منافسة الأوراق المالية الحكومية و الأوعية الادخارية للبنوك في تقييد الطلب على الأوراق المالية للشركات.
- انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية مقارنة بالعائد على أوجه الاستثمار الأخرى حيث ارتفعت أسعار الفائدة على الودائع بأجالاتها المختلفة على منوال أسعار الفائدة الدولية في وقت أبقى فيه النظام الضريبي القائم على ما هو عليه، بفرض ضرائب باهضة على عوائد الأوراق المالية.

- تفضيل السيولة في الاستثمارات قصيرة الأجل، نظرا لما يتطلبه الاستثمار في سوق الأوراق المالية من توافر مستوى عال من الوعي الادخاري و التوظيفي لدى المدخرين، و هو الأمر الذي أدى إلى اتجاه معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع لدى البنوك التجارية و صناديق الادخار.

5- ضعف السيولة: تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في التخصيص الكفاء للموارد من خلال نظام الحوافز و العقوبات حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة و ترتفع قيمتها السوقية، و العكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة حيث يقل التعامل على أسهمها و تنخفض قيمتها السوقية، و لعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفؤة، و عادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي و الأجنبي، و يمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا

و عدد أيام التداول في السنة، و يساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين، و لتحسين سيولة السوق يتعين إتباع استراتيجيات تستهدف خفض القيمة السوقية للأوراق المدرجة مثل: إستراتيجية التقسيم- إستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم- تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار- تشجيع المؤسسات المالية الأخرى للاستثمار في الأوراق المالية- خفض فترة تسوية الصفقات، مع ملاحظة أن توفر السيولة في السوق لا يخلو من جانب سلبي يتمثل في المساعدة في خلق مناخ يشجع على التداول القصير الأجل، و هذا من شأنه أن يثبط من عزيمة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار طويلة الأجل و يشجع السلوك المضاربي الذي يحاول أن يتنبأ باتجاهات السوق خلال الفترات القصيرة.

6- التقلبات الشديدة في الأسعار: من الخصائص الأساسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية في الوقت الحاضر شدة التقلبات في حركة الأسعار، و يعزى ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض و إصدار المزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، و هذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم و بالتالي في قيمته السوقية، و هناك في معظم البورصات العربية هامش مسموح به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة يتراوح بين 5% و 10% علما بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها و في كل الأحوال كلما كان التقلب السعري في حدود ضيقة كلما كان ذلك مؤشرا على تطور كبير في السوق. [93ص233].

7- تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة، و خاصة البنك المركزي و الشركات المساهمة المسجلة و مكاتب أو شركات

الوساطة و بنوك تجارية و متخصصة و مؤسسات مالية أخرى بالإضافة إلى اتحادات الغرف التجارية و الصناعية و الزراعية و بعض جمعيات المتخصصين الماليين. [96ص305].

2.2.3.1. حجم أسواق الأوراق المالية العربية و نشاطها

* الرسملة البورصية:

عرفت الرسملة البورصية لأسواق الأوراق المالية العربية ارتفاعا متواصلا و ذلك خلال الفترة 2007-2000 -كما يوضحه الجدول أدناه-، حيث بلغت 1.188.731.88 مليون دولار سنة 2007 مقارنة بـ 998.731.88 مليون دولار المحققة سنة 2006، و قد شكلت البورصة السعودية ما نسبته 43.97% من حجم الأسواق المالية العربية، تأتي بعدها سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 16.28%، ثم احتلت البورصة المصرية المرتبة الثالثة بنسبة 11.35% من حجم الأسواق المالية العربية حسب تقديرات الرسملة البورصية للأسواق المالية العربية خلال سنة 2007 ، و الجدول التالي يوضح الرسملة البورصية للأسواق المالية العربية خلال الفترة 2008-2000، مع الإشارة و من خلال المعطيات الواردة في الجدول أدناه نلاحظ أن حجم الرسملة البورصية انخفض خلال سنة 2008 و هذا راجع إلى تأثير الأزمة المالية الأمريكية أكتوبر 2008 على الأسواق المالية في الدول العربية و تحليل هذا التأثير نناقشه في المبحث الأول من الفصل الثالث.

جدول رقم 04: رسملة بورصات الأوراق المالية العربية خلال الفترة (2000-2008)
الوحدة: مليون دولار

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	البورصة
58.331.86	61.887.63	112.159.52	71.688.79	125.646.08	55.519.12	20.375.76	-	-	سوق أبوظبي
35.984.86	41.298.47	29.785.50	37.631.23	18.452.56	10.967.27	7.087.03	6.314.16	4.943.16	سوق عمان المالي
19.954.52	26.795.93	21.122.84	17.276.34	13.513.18	9.701.77	7.716.39	6.601.27	6.624.35	بورصة البحرين
14.789.07	16.093.14	8.303.64	4.917.18	2.330.74	1.503.00	1.395.26	1.248.27	1.582.50	بورصة بيروت
58.932.03	76.656.74	95.517.99	60.913.09	87.140.94	40.435.90	10.567.22	-	-	بورصة الدوحة
60.986.55	65.217.73	138.697.83	86.871.72	108.774.68	35.109.07	5.268.05	2.634.37	3.518.13	سوق دبي المالي
83.185.00	134.903.52	93.600.68	79.703.09	38.185.55	27.909.49	26.338.69	24.308.57	30.791.26	البورصة المصرية
113.527.07	193.513.28	141.923.18	139.486.14	73.769.25	61.311.56	35.098.89	26.661.70	19.847.98	بورصة الكويت
15.643.01	22.767.03	13.036.98	10.928.07	-	6.615.17	5.268.05	2.634.37	3.518.13	سوق مسقط
-	3.355.10	2.104.57	2.403.96	2.712.14	3.751.59	-	-	-	بورصة فلسطين
246.809.85	522.721.12	326.364.47	647.502.66	305.954.25	157.164.12	74.851.38	73.201.35	67.166.04	بورصة السعودية
6.381.83	4.992.75	4.220.31	2.835.78	2.570.84	2.194.87	2.125.68	2.229.57	2.809.12	بورصة تونس
104.3	97.17	95.71	90.82	140.27	143.64	-	-	-	بورصة الجزائر
-	-	-	27.274.39	25.174.92	13.050.18.	8.564.24	9.030.80	10.875.84	بورصة الدار البيضاء
777.945.74	1.188.731.88	998.731.88	144.143.16	809.680.96	436.933.25	169.557.75	154.864.43	15.167.51	المجموع

المصدر: - بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي لنشرات سنوية مختلفة من الموقع الإلكتروني:
<http://www.amf.org.ae> لوضع يوم: 2009/03/04.

* عدد الشركات المدرجة:

نلاحظ من الجدول أدناه أن عدد الشركات المدرجة ارتفع من 1678 شركة مدرجة في الأسواق المالية العربية سنة 2000 ليصل سنة 2008 إلى حوالي 1555 شركة مدرجة، و نلاحظ أن البورصة المصرية تعتبر أكبر الأسواق المالية العربية من حيث عدد الشركات المدرجة و تمثل ما نسبته 23.99%، تليها سوق عمان المالي بنسبة تقدر ب 16.85% (262 شركة مدرجة) من عدد الشركات العربية المدرجة، و الجدول التالي يبين تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية.

الجدول رقم 05: عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية خلال الفترة (2000-2008)

الوحدة: شركة

البورصات العربية	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	*2007	*2008
سوق أبوظبي للأوراق المالية	-	-	24	30	35	59	60	64	65
سوق عمان المالي	163	161	158	161	192	201	722	245	262
سوق البحرين للأوراق المالية	41	42	40	44	45	47	50	51	51
سوق الأسهم السعودي	75	76	68	70	73	77	86	111	126
سوق الكويت للأوراق المالية	86	88	95	108	125	156	180	196	204
بورصة الدار البيضاء	54	55	55	52	53	54	63	73	77
بورصة الجزائر	-	-	-	3	3	3	02	02	02
بورصة الأوراق المالية التونسية	44	45	46	45	44	45	48	51	50
سوق دبي المالي	-	-	12	13	18	30	46	55	65
سوق الخرطوم للأوراق المالية	-	-	-	-	48	49	52	52	52
سوق فلسطين للأوراق المالية	-	-	-	47	-	28	33	35	37
سوق مسقط للأوراق المالية	131	96	140	141	123	125	211	125	122
سوق الدوحة للأوراق المالية	-	-	25	28	30	32	36	40	43
بورصة بيروت	13	14	13	14	16	15	16	15	13
بورصة القاهرة	1071	1110	1150	967	792	744	603	435	373
المجموع	1678	1687	1826	1723	5971	1665	1623	1550	1555

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على إحصائيات صندوق النقد العربي لنشرات فصلية مختلفة.
* تقديرات للإحصائيات بالاعتماد على النشرة الفصلية للربع الرابع لسنة 2008 من إصدارات amf حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 56، ص 95.

من الموقع الإلكتروني: <http://www.amf.org.ae> تاريخ التحميل: 2009/03/04

* قيم التداول:

نلاحظ من الجدول أدناه أن قيم التداول في أسواق الأوراق المالية العربية ارتفعت من 36,538.94 مليون دولار سنة 2000 لتصل إلى 1.108.070 مليون دولار سنة 2007 إلا أنها عرفت تراجعاً في سنة 2008 حيث قدرت قيم التداول في هذه السنة حوالي 997.874 مليون دولار و هذا التراجع إلى الأزمة المالية الأمريكية و تأثر الأسواق المالية العربية بها، ويبين الجدول أن سوق الأسهم السعودي سجل أكبر قيمة تداول في البورصات العربية، حيث شكلت قيمة التداول في هذا السوق ما نسبته 61.57% من إجمالي قيم التداول في الأسواق المالية العربية سنة 2007.

جدول رقم 06: قيمة الأسهم المتداولة في بورصات الأوراق المالية العربية

الوحدة: مليون دولار

*2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	البورصات العربية
63.114	47.746	19.222	28,505.78	44,449.1	1,003.87	363.08	-	-	سوق أبوظبي للأوراق المالية
28.677	17.424	21.616	23,806.35	5,327.17	2,607.14	1,334.67	934.38	405.91	سوق عمان المالي
2.088	1.069	1.387	711.10	463.05	261.14	206.28	250.38	245.44	سوق البحرين للأوراق المالية
523.129	682.287	1.402.953	1,103,582.77	472,990.78	159,055.55	30,974.47	22,223.44	17,313.45	سوق الأسهم السعودي
133.650	130.896	59.600	97,289.56	51,817.80	54,728.88	22,123.49	11,711.16	4,208.45	سوق الكويت للأوراق المالية
14.077	22.009	9.110	7,859.25	3,757.02	2,443.46	1,440.46	840.75	1,210.90	بورصة الدار البيضاء
313.02	206.56	0.334	0.05	0.12	0.23	-	-	-	(ألف) بورصة الجزائر
1.689	727	563	528.83	256.65	188.52	246.47	342.05	686.78	بورصة الأوراق المالية التونسية
83.096	103.297	94.735	110,304.27	13,735.05	1,026.81	687.80	-	-	سوق دبي المالي
543	893	969	504.48	130.25	-	-	-	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
1.235	817	921	2,103.12	-	67.20	-	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
8.686	5.211	2.214	3,320.41	1,985.19	1,334.30	581.67	419.85	551.41	سوق مسقط للأوراق المالية
48.220	29.927	20.585	28,252.28	6,343.59	3,220.16	883.07	-	-	سوق الدوحة للأوراق المالية
1.710	994	2.032	923.42	197.67	130.99	114.93	52.97	117.96	بورصة بيروت
87.958	64.772	48.954	27,720.39	6,835.04	4,349.12	6,443.71	5,912.89	11,798.64	بورصة القاهرة
997.874	1.108.070	1.684.862	1,435,412.06	568,288.52	232,420.38	65,400.09	42,687.85	36,538.94	المجموع

المصادر:- إحصائيات صندوق النقد العربي من الموقع الإلكتروني:

<http://www.amf.org.ae/varabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/AMDB%20Update/Markets%20Performance/Yearly%20Performance/2002/Excel-Table/yearly2005.htm>

لوحظ يوم: 2006/11/13.

* تقديرات النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع لسنة 2008 العدد

56 ص 97. تاريخ التحميل: 2009/02/17.

3.2.3.1. أداء الأسواق المالية العربية لعام 2007

نقوم بتحليل أداء أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2007 و ذلك بحساب أربعة مؤشرات رئيسية، يتعلق الأول بالأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية في الاقتصاد من خلال حساب القيمة السوقية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، و أظهر هذا المؤشر أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة خلال 2007 تجاوزت قيمة الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان حيث بلغ المؤشر نسبة 260%، و سوق الأسهم السعودي بنسبة 138% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية . أما بالنسبة للمؤشر الثاني الذي يقيس معدل دوران الأسهم، أي إجمالي الأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة، فقد عرف هذا المؤشر تراجعاً في الأسواق المالية العربية مجتمعة من 190% سنة 2006 إلى 83% سنة 2007 ، و تصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق التي انخفض فيها معدل دوران الأسهم من 429% سنة 2006 إلى 131% سنة 2007. و بالنسبة للمؤشر الثالث المتعلق بمضاعف السعر على العائد، الذي يتم حسابه على أساس مقارنة الارتفاع في سعر السهم المتداول مع العائد المتوقع من السهم، و سجلت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أعلى ارتفاع في هذا المؤشر للعام الثاني على التوالي، حيث بلغ حوالي 34 سنة 2007 مقابل 32 سنة 2006، تلتها بورصة عمان عند مستوى 28، و سوق الأسهم السعودي عند مستوى 23.2. و أخيراً فيما يتعلق بمتوسط حجم الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، فقد تصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق المالية العربية، حيث وصل متوسط رأسمال الشركة الواحدة التي يتم التداول في أسهمها في هذا السوق إلى حوالي 4.7 مليار دولار في نهاية سنة 2007، و يليه سوق دبي المالي بقيمة 2.5 مليار دولار، ثم سوق الدوحة بقيمة 2.4 مليار دولار، و سوق أبوظبي بقيمة 1.9 مليار دولار، و الجدول التالي يوضح أهم المؤشرات لأداء سوق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2007:

الجدول رقم 07: أهم مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2007

متوسط حجم الشركة*** (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	مضاعف السعر إلى العائد	معدل دوران الأسهم ** %	أهمية القيمة السوقية للأسهم في الاقتصاد*	مليون دولار أمريكي
2007	2007	2007	2007	2007	السوق
1.893	64	16.3	39.4	63.1	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
168	245	28.0	42.3	260.4	سوق عمان المالي
530	51	13.1	04.0	146.1	سوق البحرين للأوراق المالية
4.676	111	23.2	131.4	137.6	سوق الأسهم السعودي
691	196	---	100.0	126.8	سوق الكويت للأوراق المالية
1.034	73	33.8	29.8	102.8	بورصة الدار البيضاء
105	51	16.2	14.0	15.4	بورصة الأوراق المالية التونسية
49	02	05.3	00.2	00.1	بورصة الجزائر
2.512	55	16.5	74.8	72.0	سوق دبي المالي
95	52	---	03.9	08.6	سوق الخرطوم للأوراق المالية
185	125	14.7	22.6	57.2	سوق مسقط للأوراق المالية
2.388	40	---	31.3	149.5	سوق الدوحة للأوراق المالية
726	15	---	09.1	44.1	بورصة بيروت
319	435	19.1	74.3	108.5	بورصة القاهرة

* القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

** قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية.

*** القيمة السوقية إلى عدد الشركات المدرجة.

المصدر: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، إصدارات صندوق النقد العربي لسنة 2008.

3.3.1 معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

ظلت أسواق الأوراق المالية العربية تتخبط في مشاكل عديدة حالت دون تطورها من جهة و أعاقت مسار التكامل مع بعضها البعض من جهة أخرى، هذه المشاكل منها ما هو نابع من ظروف نشأة كل سوق من هذه الأسواق و منها ما هو نتيجة للأوضاع الاقتصادية و السياسية و كذا الأزمات المالية التي تعرضت لها معظم الدول العربية و لازالت تعاني منها و آخرها الأزمة المالية الأمريكية 2008 و ما خلفته من خسائر ضخمة للاقتصاد العربي بصفة عامة و أسواق الأوراق المالية بصفة خاصة.

1.3.3.1. معوقات تتعلق بالجانب التنظيمي: و تتلخص فيما يلي:

- اختلاف أسواق رأس المال العربية من حيث النشأة و التأسيس أدى إلى وجود نوع من التقلبات في هذه الأسواق من حيث درجة نموها و تطورها و اختلاف تجربتها في مجال بورصات الأوراق المالية [97ص73] حيث تفتقر العديد من الدول العربية إلى أسواق مالية منظمة الأمر الذي شكل إحدى العقبات التي حالت دون تكامل و تبادل الخيرات و التجارب بين هذه الأسواق]. [98ص156].

- تدني أدوات الاستثمار في البورصات العربية و عدم تنوعها إذ تكاد تكون الأسهم هي الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة و هذا ما يعني غياب للابتكارات المالية و الحديثة في مجال الأوراق المالية.

- نقص الوعي لدى المستثمرين في العديد من الدول العربية في مجال بورصات الأوراق المالية.
- تجاهل الكثير من المستثمرين في الدول العربية لأهمية و مكانة البورصة نظرا لحدثة هذا النوع من الاستثمارات عليهم، و خاصة فيما يتعلق بأنظمة التداول و القيد في البورصات.] [98ص156]، و هو ما يعكس ندرة وجود مبادرات في هذه الدول تهدف أو ترمي إلى الربط بين البورصة و المجتمع.

- تباين و اختلاف بعض الأنظمة العربية في مجال تنظيم و إدارة أسواق رأس المال و هذا كانعكاس لتفاوت درجة تطور و نمو اقتصاديات هذه الدول.

2.3.3.1. معوقات تتعلق بالجانب التشريعي: و هي ما تختص بالتشريعات الاقتصادية و المالية:

- من الملاحظ أن بعض قوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية قد تم إعدادها في مراحل معينة سابقة، وفق أطر نظرية لم تتوفر لها التجارب العلمية، وقد أدى ذلك إلى عدم قدرة هذه القوانين على مواكبة التطورات المستمرة، في أسواق الأوراق المالية الدولية.
ومن أمثلة ذلك أن التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، حيث يتم في المرحلة الأولى سن التشريعات ووضع اللوائح التنظيمية، ثم تأتي بعد فترة زمنية أخرى المرحلة الثانية، وهي مرحلة الإنشاء دون أن يواكب ذلك إعادة النظر في التشريعات واللوائح التي تم إعدادها في المرحلة الأولى، ومن هنا فإن بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية. [33ص285].

- تباين و اختلاف التشريعات الخاصة بقواعد الإدراج و التداول في البورصات العربية من دولة لأخرى، و هو ما يحول دون إمكانية تحقيق التكامل بين هذه الأسواق.

- عدم توفر العديد من البورصات العربية على نصوص صريحة وواضحة تستجيب لمعايير و مقاييس الإفصاح المالي المتعارف عليها في الأسواق الدولية.
 - محدودية التشريعات الخاصة بالأدوات المالية، إذ غالباً ما تقتصر التشريعات الصادرة على أدوات مالية تقليدية.
 - تباين و عدم تناسق السياسات النقدية و سياسات الاستثمار و الإقراض التي ترسمها البلدان العربية، حيث يظهر هذا الاختلاف في عدة نقاط:
 - عدم توفر عملة موحدة أو أسلوب نقدي موحد لإتمام عمليات التسوية و المقاصة.]
98ص158].
 - عدم تناسق السياسات النقدية بين الدول ذات الفوائض المالية و دول العجز المالي، و بالتالي تظهر في اختلاف سياسات الائتمان و سعر الفائدة و التي يتم صياغتها حسب ما يخدم وضعية كل بلد و هذا ما يعيق و يحول دون إمكانية انتقال رؤوس الأموال من دول الفائض المالي إلى الدول التي تعرف عجزاً في الموارد المالية.
 - عدم توافر السياسات المالية التي تنتهجها الحكومات و خاصة ما تعلق برفع أو تخفيض الضرائب المفروضة على الأوراق المالية من جهة، و تمويل عجز النفقات الحكومية باللجوء للأسواق المالية، كل هذا الاختلاف و التباين في سلوك سياسات مالية معينة يضيف في الأخير إلى وجود قيود تتعارض و تدفق حركة رؤوس الأموال بين الدول العربية.]99ص162].
- 3.3.3.1. معوقات تتعلق بالجانب العملي للسوق:** و تشمل هذه المعوقات الجانب الهيكلي للمؤسسات العاملة في السوق و التي ترسم مسار و حركة البورصة.]97ص75]، و الذي يظهر في:
- غياب و نقص كفاءة مؤسسات الوساطة و شركات المقاصة في معظم الأسواق فضلاً عن تدني الملاءة المالية لمؤسسات الوساطة و الشركات العاملة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، الأمر الذي كان له تأثير على عمليات تنفيذ و إتمام الصفقات و هو ما انعكس على ضآلة نشاط السوق و التي تظهر في محدودية العمليات التي يتم إنهاؤها.
 - عدم توفر معظم هذه الأسواق على شركات تضطلع بمهمة ترويج و تغطية الاكتتاب و غياب شركات تتكفل بمهمة صناعة السوق*.
 - نقص الوعي لدى الأفراد في هذا النوع من النشاط الاستثماري و هو ما ألقى على السوق الطابع المؤسسي في عمليات التداول، نتيجة لضعف مشاركة الأفراد في هذا المجال.
 - محدودية عدد لشركات المدرجة في السوق و هو ما أدى إلى ضيق القاعدة الإصدارية في السوق، أي قلة المعروض من الأدوات المالية و اقتصار التداول على أدوات استثمارية محدودة بالمقارنة مع

أسواق الدول المتطورة، كذلك حيازة الحكومات العربية لنسب كبيرة من أسهم الشركات المساهمة وحرمان السوق المالية منها .

- قصور مهنة تدقيق الحسابات وضعف الإفصاح المالي على المعلومات المالية للشركات.
- ضعف شبكة الإتصالات بين الدول العربية وذلك بسبب تفاوت مستوى تطور البورصات العربية من الناحية الفنية .

4.3.3.1. عدم ملائمة المناخ الاستثماري و غياب المعلوماتية:

- يواجه الاستثمار في الكثير من الدول العربية العديد من العقبات منها ما يتعلق بجوانب سياسية أو اقتصادية أو مالية أو تشريعية بالإضافة إلى المعوقات الإدارية و التنظيمية و تلك التي تتعلق بمشروعات البنية الأساسية و تنعكس هذه العقبات في الانخفاض الاستثمارات العربية داخل الوطن العربي بالمقارنة بمثيلتها في الخارج.[19ص256]، هذا بالإضافة إلى غياب المعلوماتية المتمثلة أساسا في:
- غياب الإفصاح المالي و عدم دقته، إذ تعرض الكثير من شركات المساهمة المدرجة في البورصة عن تقديم معلومات صريحة و واضحة عن وضعيتها المالية سواء لخشية إلزامها بالرقابة أو غيرها.
 - قصور التعامل في العديد من البورصات العربية على وسائل تقليدية في عملية التداول للأوراق المالية و محدودية استعمال شبكة الانترنت سواء في تنفيذ عمليات بيع و شراء الأوراق المالية أو ما تعلق بالتحويلات المالية، رغم ما تتيحه هذه الشبكة من إمكانية إجراء التداول في البورصات العربية الأخرى.

من خلال الدراسة النظرية لهذا الفصل تطرقنا إلى الخلفية النظرية و التاريخية للأزمات المالية بدءا بالتعاريف النظرية للأزمة المالية و كذا كيفية حدوثها و مختلف المؤشرات الاقتصادية التي تبين التعرض لها، ثم تطرقنا إلى العرض التاريخي لبعض الأزمات البورصية وصولا إلى الأزمة المالية الأمريكية الراهنة 2008، مركزين في ذلك على أهم الأسباب التي أدت إلى حدوثها و كذلك أهم المراحل التي مرت بها، ثم عرضنا انعكاساتها على الاقتصاديات العالمية.

ثم تطرقنا إلى الجانب النظري و التمهيدي مركزين في ذلك إلى على أهم السمات و الخصائص التي تميز هذه الأسواق و حجم نشاطها و تداولاتها و كذا أدائها بالإضافة إلى أهم المعوقات التي تحول دون تطويرها.

الفصل 2

أدبيات تنشيط أسواق الأوراق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية في معظم الدول المتقدمة منها و النامية "الصاعدة" على حد سواء دورا بارزا في تدعيم خطط التنمية الاقتصادية، و ذلك بالاعتماد على تجميع المدخرات للأفراد و توفيرها للوحدات الاقتصادية من أجل أن يتم توظيفها في إنتاج السلع و الخدمات.

و لذلك تسعى معظم الدول إلى العمل على ضمان استمرارية نشاط هذه الأسواق و ذلك بالاعتماد على مجموعة من الميكانيزمات، و لكن تعرض أسواق الأوراق المالية إلى أزمات مالية يدفع بالعديد من الجهات المختصة إلى ضرورة تبني مجموعة من التدابير و الإجراءات لإعادة النشاط لهذه الأسواق ، و هو ما حدث في الأزمات المالية السابقة التي شهدتها أسواق الأوراق المالية، و مع تفجر الأزمة المالية العالمية في سنة 2008 و ما أحدثته من هلع في البورصات الأمريكية و امتدت إرهاباتها إلى معظم البورصات العالمية، و في ظل هذه التداعيات و سعيا من الدول التي تضررت أسواقها المالية و في خطوة تهدف من ورائها إلى إعادة الاستقرار للنظام المالي و المصرفي و النشاط للأسواق المالية سعت هذه الأخيرة إلى تبني مجموعة من التدابير و الإجراءات و اقتراح مجموعة من المقترحات و الدعوة إلى ضرورة تبني آليات و أدوات و حتى أنظمة.

و نحاول من خلال دراستنا لهذا الفصل التركيز على الآليات التي تساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية و تساعد على ضمان استمراريته و تطوره سواء في الظروف العادية، أي في الفترات التي تكون فيها أسواق الأوراق المالية مستقرة و غير معرضة لأي ضغوط خارجية كالأزمات المالية مثلا، ثم تطرقنا إلى مختلف الإجراءات التي تبنتها الدول لعلاج الأزمات المالية السابقة من أجل تحسين وضعية الأسواق المالية المتضررة ، ثم نركز على مختلف الحلول و المقترحات التي تبنتها الولايات المتحدة الأمريكية و مختلف الدول لعلاج الأزمة المالية و النهوض بأسواقها المالية المنهارة و إعادة النشاط إليها.

1.2 الآليات المساعدة على تنشيط أسواق الأوراق المالية

هناك العديد من الآليات التي من شأنها التأثير على سوق الأوراق المالية و تنشيطه و منها نذكر الأدوات المالية التي تعتبر عصب الحياة بالنسبة لهذه الأسواق بالإضافة إلى الإعلام الاقتصادي و الإفصاح و الشفافية و ما لهما من دور كبير في الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى آليات العمل في هذه الأسواق و كذا الدور الذي يلعبه كل من الجهاز المصرفي و الربط ما بين أسواق الأوراق المالية في تنشيط و تدعيم التعاملات داخل سوق الأوراق المالية.

1.1.2 الأدوات التقنية و تنشيطها لسوق الأوراق المالية

تم تقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة فروع أساسية يتم التطرق من خلالها إلى الأدوات المالية و مدى أهمية تنوعها مما يسمح للمستثمرين بالتوجه إلى السوق و إلى أهمية الإعلام الاقتصادي في الترويج للبورصة، ثم إلى دور الإفصاح المالي و الشفافية في ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية.

1.1.1.2 الأدوات المالية

يمكن اعتبار الأدوات المالية على أنها أحد المصطلحات التي يمكن إطلاقها على الأصول المالية كما هو معروف محاسبيا و ماليا، و هي تعبر عن حقوق على الدخل أو ثروة شركة أو عائلة أو مؤسسة حكومية ممثلة بوثائق قانونية كالأسهم و السندات و شهادات الإيداع و وصولات الاستلام و غيرها [83ص 70]، و بالرغم من تعدد أشكال هذه الأصول المالية إلا أن المستثمر بإمكانه أن يختار منها الأصول التي يرغب فيها و بالتالي يتم توزيع ثروته عليها و ذلك حسب العوائد المتوقعة من هذه الأصول، و يمكن تصنيف هذه الأصول إلى الأسهم، السندات، المشتقات بالإضافة إلى صناديق الاستثمار و الشراء بالهامش.

و بما أن الأدوات الاستثمارية يتم من خلالها الادخار على شكل منتجات ذات معدل فائدة أي السندات، و الأسهم الممثلة لرأس المال المؤسسات و المشتقات التي نجدها في الأسواق الأكثر تقدما و صناديق الاستثمار التي تعد إحدى البدائل الاستثمارية و من أنسب الأدوات لحشد المدخرات و جلب رؤوس الأموال الأجنبية فان الاهتمام بهذه الأدوات و تطويرها من شأنه أن يكون من أهم العوامل التي تؤدي إلى تفعيل و تنشيط أسواق الأوراق المالية.

فبالنسبة للأسهم التي تعتبر أداة من الأدوات المالية التي تعمل على إنعاش و تنشيط سوق الأوراق المالية و ذلك من خلال المزايا التي تتمتع بها بالنسبة للمدخرين أو بالنسبة للمؤسسة و كذلك بالنسبة للسوق، أما بالنسبة للمدخرين فالسهم يعد حق ملكية في المؤسسة التي أصدرته و يسمح لهم بالحصول على عوائد من هذا السهم سواء كان ذلك من المؤسسة أو من السوق، أما بالنسبة للمؤسسة فهو يمثل مصدر تمويل دائم إذ لا يمكن استرداد قيمته من المؤسسة و التي ليست ملزمة أيضا بتوزيع الأرباح في نهاية السنة،

أما بالنسبة للسوق فان قيمة و عدد الأسهم المطروحة في البورصة من شأنه أن يبعث ديناميكية و حركية في السوق كلما ارتفع نشاط البورصة و بالتالي ارتفاع نشاط التداول و من ثم زيادة أهمية البورصة و زيادة نشاطها[100ص 70] .

و بالنسبة للسندات التي تعتبر من الأدوات المالية ذات الدخل الثابت و هي تمثل إحدى وسائل التمويل الهامة للحكومة و المؤسسات الحكومية و شركات القطاع الخاص، و ذلك لان التمويل من خلال السندات يزيد من درجة مرونة إدارة الدين و تكلفته منخفضة مقارنة بالاقتراض المصرفي[101ص 01] ، ففي أسواق الأوراق المالية التي تكون فيها السندات هي الأداة المالية المتداولة في مختلف تعاملات هذا السوق و تكون هذه السندات لها دور في تنشيط هذا السوق(سوق السندات) من شأنه أن يسهل على الحكومة إصدار أوراق مالية ذات دخل ثابت تستطيع من خلاله الحصول على موارد إضافية تمكنها من تغطية العجز في ميزانيتها أو القيام بتمويل المشاريع الوطنية، كما أن وجود سوق نشط للسندات يسهل على البنك المركزي إدارة السياسة النقدية للاقتصاد من خلال إتاحة أدوات أكثر مرونة و فاعلية، كما يتيح للمستثمرين و المؤسسات المالية أخذ القرارات الاستثمارية الصحيحة و تحقيق أقصى عائد ممكن من الاستثمار في الأوراق المالية و هذا من شأنه أن يزيد في نشاط سوق الأوراق المالية[101ص 03]. و بالنسبة لصناديق الاستثمار فهي تعتبر إحدى الأدوات الإضافية التي تلعب دورا حيويا في تعبئة المدخرات و إعطاء الفرصة لصغار المستثمرين بتوظيف أموالهم في تلك الأسواق، و يعد صندوق استثمار شركة استثمار تقوم بتجميع الأموال من المستثمرين الفرديين و تستثمرها في محفظة متنوعة من الأوراق المالية[102ص 01] ، و من أهم المزايا التي تعود على السوق من جراء إنشاء صناديق الاستثمار نذكر: وجود إدارة محترفة قادرة على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة بعد قيام المحللين بإجراء دراسات على اتجاهات السوق و الصناعات و الشركات[103ص 35] ، بالإضافة إلى التنوع الكفاء و تخصيص الأصول بمعنى توزيع المحفظة بين الأنواع الاستثمارية المتاحة(أسهم، سندات،...) كما يعمل على توفير السيولة و تحقيق مرونة تسمح للمستثمر الانتقال من إستراتيجية استثمارية إلى أخرى خاصة عندما تتغير أهدافه الاستثمارية[104ص 44] ، كما تساعد على تخفيض تكلفة الاستثمار و ذلك بالمتاجرة في كميات كبيرة من الأوراق المالية فبإمكانها إذن أن تحقق توفير عمولات كبيرة في عمولات السمسرة و العمولات الأخرى[105ص 44] ، كما تلعب هذه الصناديق أيضا دورا هاما على المستوى الوطني و ذلك بفتح مجالات جديدة أمام أصحاب رؤوس الأموال المحدودة الذين يرغبون في الاستثمار في الأوراق المالية و لكن ينقصهم الخبرة و القدرة المالية على ذلك ، هذه الميزات كلها من شأنها المساهمة في تنشيط سوق الأوراق المالية لأنها تتعامل في الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق[106ص 279] .

2.1.1.2 الإعلام الاقتصادي

يقصد بالإعلام الاقتصادي جميع القنوات و الوسائل التي تسمح بوصول المعلومات و نشرها على المتعاملين الذين يعتمدون عليها في بناء قراراتهم الاستثمارية المستقبلية، فمن العوامل الهامة لنشوء سوق مالية نشيطة و كفاءة وجود صناعة تحليل مالي متقدمة و صحافة مالية متطورة تنشر التحليلات المالية و تتابع أخبار و نشاطات الشركات المساهمة بكل يومي ليطلع المستثمرون على أوضاع الشركات و أدائها المتوقع و القيمة الحقيقية لأوراقها المالية المتداولة في البورصة [107ص 02].

- أهمية وسائل الإعلام في نشر المعلومات المتعلقة بالبورصة: لا تقل وسائل الإعلام المتخصصة في القطاع الاقتصادي أهمية و فاعلية عن أهمية الشركات العاملة في مجال المعلومات في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي بالقائمين على الصحافة الاقتصادية إلى إلزامية التمتع بالخبرة و العلم و المصداقية، كما يتوجب عليهم التدريب بنفس الحجم و المستوى مثل العاملين في مجال الأوراق المالية مما يسمح لهم بتقييم النواحي الفنية المتعلقة بعمليات التداول في البورصة، هذا ما تفرضه الدول التي تتمتع بأسواق مالية متطورة مثل فرنسا و إنجلترا و أمريكا بهدف ضمان توفر و تنوع وسائل الإعلام التي تسمح بالحفاظ على أمن و استقرار السوق [108ص 148] .

- دور الإعلام في الرقابة و التوجيه و الكشف عن الانحرافات: تقوم وسائل الإعلام بدور مهم يسمح بمراقبة و كشف الانحرافات و التقصير في مختلف النشاطات الاقتصادية و من ثم تحذير الجمهور عن أي انحرافات صادرة من المتلاعبين بالأسعار في سوق الأوراق المالية، و في هذا الإطار يصبح التأكيد على توخي الدقة في المعالجة الإعلامية للموضوعات المتعلقة بالبورصة أكثر ضرورة لأن الكثير من المتلاعبين و المضاربين يلجئون إلى استخدام الإعلام بشكل غير مباشر في نشر بياناتهم الخاطئة من خلال تقديم معلومات في شكل مقالات أو تحقيقات صحفية أو تحاليل مالية... [100ص 76].

- دور الصحافة الاقتصادية المتخصصة: تعتبر المعلومات الأداة التي تسمح للمستثمر في سوق الأوراق المالية من اتخاذ قراراته الاستثمارية الصحيحة، فالسوق التي تنعدم فيها المعلومات يمكن اعتبارها على أنها مقامرات و مضاربات عشوائية تعصف بالاقتصاد الوطني، فالدولة تحتاج دائما إلى المزيد من هذه الصحف الاقتصادية المتخصصة التي تتناول بالتحليل المالي و الاقتصادي الشركات المسجلة في البورصة مع تبسيط المعلومات التي تنشرها بها حتى يتمكن جميع أفراد المجتمع استيعابها، و بالتالي تحفيز عدد كبير من المستثمرين الصغار إلى توظيف أموالهم و مدخراتهم بعد أن كانوا يتخوفون من الاستثمار في البورصة بسبب خوفهم من المخاطرة بأموالهم نتيجة قلة وعيهم بطبيعة و طرق عمل البورصة [100ص 76]، و نتيجة لكل هذه الأدوار التي يقوم بها الإعلام الاقتصادي فان هذا حتما سيساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة و بالتالي زيادة حجم التعاملات و عليه زيادة نشاط سوق الأوراق المالية.

3.1.1.2. الشفافية والإفصاح المالي

تعد الشفافية و الإفصاح المالي من أهم العوامل التي بإمكانها التنشيط الحقيقي لسوق الأوراق المالية ، فالشفافية يقصد بها قيام شركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير البيانات و المعلومات المتعلقة بنشاطها و وضعها تحت تصرف المساهمين و أصحاب الحصص و إتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها و عدم حجب المعلومات، أما الإفصاح فيبدأ مع بداية طرح الشركة لأسهمها و ذلك عن طريق إعداد الشركة و بمساعدة مستشار مالي نشرة الإصدار التي تبين معلومات الشركة الأساسية و المخاطرة التي من الممكن أن تؤثر على أعمال الشركة، و تتعهد الشركة بتقديم تلك المعلومات و توصيلها بصفة دورية إلى الجهات الرقابية مثل البورصة و لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، كما تلزم بحملها إلى المساهمين و إلى كافة الجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين، لهذا يصبح للمعلومات و البيانات المتوفرة في السوق أهمية بالغة لأنها تقدر كفاءة السوق بقدر ما يتوافر فيها من شبكة معلومات قوية و صحيحة تقدم لكافة المتعاملين على نفس القدر من المساواة[109ص01] ، لذا تصبح الحاجة إلى تطبيق مبدأ الشفافية و الإفصاح لأسواق الأوراق المالية على المستوى العالمي أمرا أكثر إلحاحا مما أدى إلى الدعوة العالمية إلى وضع تشريع دولي يضبط السلوك و آداب المهنة و يعكس الاهتمام الدائم بالشفافية بالإضافة إلى التوجيهات و القرارات التي تصدرها الجهات الرقابية المتخصصة في هذا المجال و إنشاء ما يسمى بنظام المساهم le statut de l'actionnaire المتضمن كافة حقوق المساهم، و حق الاطلاع le droit de communication الذي يعطي الحق في البحث و التحري في الوثائق الرئيسية بالشرك[110ص01].

2.1.2. ميكانيزمات متعلقة بآليات السوق

إن توفر سوق الأوراق المالية على آليات و ميكانيزمات تعمل على تحقيق الانضباط في حركة الأسعار و آليات لإزالة الخلل الشديد بين أوامر البيع و أوامر الشراء ، إضافة إلى آليات تنفيذ الصفقات من شأنه أن يزيد في حجم تعاملاته و بالتالي تنشيطه.

1.2.1.2. آليات ضبط حركة الأسعار: تتدفق أوامر البيع و الشراء إلى البورصة في نمط

عشوائي، فأحيانا ترجح كفة أوامر البيع لورق ما ، و في أحيان أخرى ترجح كفة أوامر شرائها، و في ظل هذه الظروف يخشى أن يؤدي هذا النمط العشوائي لورود الأوامر إلى التأثير على القيمة السوقية للورقة المعنية، و ترجع تلك الخشية إلى أنه في السوق الكفاء ينبغي أن يكون التغيير في الأسعار مصدره معلومات عن المنشأة المصدرة للورقة المالية، أما التغيير في السعر الذي يرجع إلى مصادر أخرى فهو غير معقول، و إن حدث فينبغي أن يكون في أضيق الحدود و لتحقيق الانضباط في حركة الأسعار يوجد عدد قليل من البدائل، ففي بورصات نيويورك و أستراليا و اليابان مثلا يوجد المتخصص- الذي يقف بمسؤوليته- على أتم الاستعداد في أية لحظة لتحقيق التوازن بين المعروض و المطلوب من

الورقة المالية التي يتعامل فيها، ففي حالة زيادة أوامر البيع على أوامر الشراء لا يتردد المتخصص في الشراء لحسابه الخاص طالما كان ذلك في حدود قدرته المالية، أما إذا كانت أوامر الشراء أكثر من البيع حينئذ يقوم بتنفيذ الأوامر الفائضة مما لديه من المخزون من تلك الورقة المالية، أما في السوق غير المنظم في الولايات المتحدة و بورصة لندن فمنذ أدخل نظام الدفعة الكبرى تحقق الانضباط في الأسعار من خلال المنافسة الشديدة بين جميع صناعات السوق الذين لهم الحق جميعا في التعامل في أي ورقة مالية مطروحة للتداول، و في بورصة العقود المستقبلية في الولايات المتحدة و أيضا في بورصة بلجيكا و إيطاليا و اسبانيا و المكسيك يتحدد حد أقصى للتغير في السعر من جلسة مزاد لأخرى في ذات اليوم و بما يحقق الانتظام في حركة الأسعار، و بشأن ما ينطبق مما سبق على الأسواق المالية العربية نجد أن نظام المتخصص لا يلائم أسواقنا العربية لعدة أسباب منها أن رسوم عضوية المتخصص عادة ما تكون كبيرة، و أن رأسماله ينبغي أن يكون كبيرا أيضا بما يساعده في تحقيق الانتظام بسعر الورقة التي يتعامل بها، كما أنه في السنوات الأولى من عمر السوق يتوقع أن تحدث مخالفات بل و ممارسات غير أخلاقية معتمدة، وهذه الممارسات إذا ما تكررت لورقة مالية ما كفيلة بأن تؤدي بالمتخصص إلى الإفلاس أو إلى تحقيق ثروات هائلة، و مما يزيد من خطورة الموقف الضعف المتوقع لكفاءة السوق في تلك الفترة لذا قد يكون من المناسب الأخذ بنظام صناع حركة السوق [111ص74-75].

2.2.1.2. آليات إزالة الخلل الشديد: في أحيان كثيرة قد يكون الخلل في التوازن بين أوامر البيع و الشراء كبيرا بحيث لا يمكن للمتخصص التحكم به و بالتالي تثبط عمليات سوق الأوراق المالية، و لا يستطيع صناع السوق إزالة الخلل إلا بإحداث تغييرات سعرية كبيرة، و في مواجهة تلك المشكلة يوجد ثلاثة بدائل أساسية و هي [111ص75] :

البديل الأول: تعتمد عليه البورصة التي تعتمد على المتخصصين، و في ظلّه يقوم المتخصص بتقديم طلب لإدارة البورصة لإيقاف التعامل على الأسهم الذي يتعرض للخلل، على أن يقوم في نفس اللحظة بالاتصال بالسماصرة و التجار في داخل و خارج البورصة في محاولة منه للحصول على أوامر مقابلة من شأنها إزالة الخلل، و عندما يتحقق له ذلك يرفع الإيقاف و يبدأ التعامل على السهم بطريقة عادية.

البديل الثاني: و يتمثل في وضع حدود للتغير في الأسعار من يوم لآخر على أن تبرم أي صفقات خارج تلك الحدود، و إذا ما حدث الخلل و توقف إبرام الصفقات على أساس أن الحد المقرر خلال ذلك اليوم غير كافية لإبرام صفقات مقابلة، تظل الأوضاع على ما هي عليه حتى اليوم الثاني حيث توضع حدود جديدة من شأنها أن تزيل الخلل.

البديل الثالث: يعمل به السوق غير المنظم في الولايات المتحدة و بعض البورصات في الدول الأخرى، و هو نظام لا يوجد به آليات خاصة لإزالة الخلل، فالخلل يتم مواجهته من خلال السعر الذي يحقق التوازن بين المعروض و المطلوب من الورقة المالية.

و لا توجد إجابة محددة حول أي البدائل أفضل حتى يتم معرفة هيكل السوق و على هذا الأساس يتم تحديد البديل الأكثر فعالية.

3.2.1.2. آليات تنفيذ الصفقات "المزاد": هناك نوعان من المزادات المزاد الواحد و المزاد

المستمر، يقصد بالمزاد الواحد تلقي الأوامر طوال اليوم ثم تصنيفها بمقابلة أوامر البيع في جلسة مزاد واحدة، أما المزاد المستمر و هو المعمول به في البورصات التي تأخذ بنظام المتخصصين، ففيه يتم تصفية الأموال أول بأول و هو ما يعني عقد أكثر من مزاد واحد خلال اليوم، و هناك نظام ثالث يقترحه روبنستين "UBINSTEIN" قد يناسب البورصات العربية و بمقتضاها يجري المزاد ثلاث أو أربع مرات يوميا و في توقيت محدد و معروف للجميع [112ص700-703].

3.1.2. دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية

من أجل تفعيل دور أسواق الأوراق المالية فإن الأمر يحتاج إلى مؤسسات مالية قادرة على لعب دور في تنشيط هذه الأسواق ، مؤسسات مالية تمثل حاضنات لهذه المؤسسة الجديدة ، والمؤسسة الوحيدة القادرة على لعب دور مهم وحيوي في هذا المجال هو الجهاز المصرفي بشقيه التجاري والتخصصي . و من خلال هذا المطلوب نحاول توضيح دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية و ذلك بتقسيمه إلى جزئين تمثل الأول في توضيح الخطوات والإجراءات اللازمة لقيام الجهاز المصرفي بدوره في عمليات السوق المالي ، أما الثاني فتعلق بدور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية

1.3.1.2. الخطوات والإجراءات اللازمة لقيام الجهاز المصرفي بدوره في عمليات السوق

المالي :

* إطار قانوني وتنظيمي للرقابة على أسواق الأوراق المالية :

تهدف الأنظمة والقوانين والتشريعات وأجهزة الرقابة والإشراف على أسواق الرأس مال إلى حماية المستثمرين وإلى المحافظة على الأمانة والصدق في التعامل في عمليات تداول الأوراق المالية. ويتم ذلك من خلال عدة آليات لعل أهمها إصدار قانون لسوق الأوراق المالية مع وجود قواعد صارمة للإفصاح عن المعلومات .

فالشركات المساهمة التي تطرح أوراق مالية للاكتتاب العام في السوق الأولي يجب أن تتقدم إلى كافة المستثمرين المحتملين بالحقائق الأساسية حول نشاطات أعمالها ، مركزها المالي ، أدائها في الماضي القريب والحاضر وتوقعات المستقبل ، بنية إدارتها وتوعية مديريها ، خصائص وشروط الإصدار الذي تعرضه ، مخاطر الاستثمار التي يمكن أن تتعرض لها الشركة .

لمزيد من التوضيح فإن أستعرض تجربة الولايات المتحدة الأميركية في إدارة أسواق الأوراق المالية (باعتبارها من أكثر الأسواق المتقدمة في العالم) هي تجربة جديرة بالإشارة إليها والاستفادة منها ، حيث أنيطت مهمة حماية مصالح المستثمرين والإشراف على أسواق الرأسمال بمؤسسة تدعى "هيئة الأوراق

والأسواق المالية" SEC ، أحدثت هذه الهيئة في عام 1934 بموجب قانون سوق الأوراق المالية ، و تقوم بالإشراف على بورصات الأوراق المالية ، على الوسطاء والوكلاء ، على خبراء وناصري الاستثمار ، وعلى صناديق الاستثمار ، كما تهتم بالإفصاح عن المعلومات ، تطوير تشريعات وتنظيمات الأسواق المالية وتطبيقها على الأفراد والمؤسسات العاملة في هذا المجال ، وحماية المستثمرين في هذه الأسواق ، تتألف الهيئة SEC من خمسة مفوضين ، أربعة أقسام رئيسية ، 18 مكتب ، وحوالي 2900 موظف ، و يقوم رئيس الجمهورية بتعيين المفوضين لمدة خمسة سنوات ويسمى أحدهم رئيساً للهيئة ، والأقسام الرئيسية للهيئة هي [113ص02]:

- ا. قسم تمويل الشركات : ويشرف على عمليات الإفصاح عن المعلومات من قبل الشركات عند الإصدارات الأولية والإفصاح الدوري المستمر بعد ذلك.
- ب. قسم تنظيم السوق : ويقوم بوضع وصيانة المعايير اللازمة لضمان تداول عادل منظم وذو كفاءة عالية في أسواق الرأسمال.
- ج. قسم إدارة الاستثمار : يقوم بعملية التنظيم و الإشراف على صناعة صناديق الاستثمار وخبراء وناصري الاستثمار بهدف تحسين الإفصاح وتخفيض المخاطر على المستثمرين.
- د. قسم فرض النظام: الذي يقوم بالتحقيق في مخالفات أنظمة الأوراق والأسواق المالية ويقترح العقوبات المناسبة على هيئة المفوضين .

من بين المكاتب الـ 18 العائدة للهيئة SEC نرى أنه من المفيد التركيز على مكتب كبير المحاسبين ، لأهميتها القصوى من وجهة نظر تطوير أسواق الأوراق المالية حيث يعتبر كبير المحاسبين المرشد والناصح الرئيسي للهيئة في كل ما يتعلق بالمحاسبة ومراجعة الحسابات ، و يقوم مكتب كبير المحاسبين بالعمل بشكل وثيق مع المنظمات المحلية والدولية التي تضع معايير المحاسبة والتدقيق مثل The

FASB), the International) Financial Accounting Standards Board
Accounting Standards Committee, and the American Institute of
Certified Public Accountants ، ويهدف التعاون هنا إلى تطبيق المعايير المحاسبية ومتطلبات الإفصاح المالي ، والتباحث في مواجهة المشاكل التي تتطلب اتخاذ إجراءات لفرض النظام .

لعل القانون الثاني الهام الذي يحكم أسواق الرأسمال في الولايات المتحدة الأميركية هو "قانون الأوراق المالية لعام 1933" ، الذي كثيراً ما يدعى "قانون الصدق في التعامل بالأوراق المالية" ، و يتضمن هذا القانون هدفين أساسيين متعلقين بتوفير المعلومات المالية وغير المالية الهامة عن الأوراق المالية قبل طرحها للاكتتاب العام على المستثمرين ، بالإضافة إلى منع الغش والخداع ، وسوء التمثيل ، والنصب والاحتيال في عمليات بيع الأوراق المالية ، لذلك يتطلب القانون تسجيل إصدارات الأوراق المالية لدى الهيئة SEC ، من خلال عملية التسجيل وملئ النماذج الخاصة بذلك تقوم الشركة المساهمة صاحبة

الإصدار بإعطاء معلومات حول الشركة ونشاطات عملها وأملاكها ، ومعلومات عن الورقة المالية المنوي إصدارها وخصائص وشروط الإصدار ، معلومات عن إدارة الشركة ، وتقديم تقارير مالية مدققة من شركة مراجعة حسابات مستقلة يجري تضمين هذه المعلومات أيضا فيما يدعى "نشرة الإصدار" . يعلن تقرير التسجيل ونشرة الإصدار على الجمهور فور تقديمها إلى الهيئة ESC .

* القيام بدراسات حول الشركات والمصارف :

و ذلك من خلال إجراء دراسات لأوضاع الشركات المساهمة القائمة حاليا في أي دولة بهدف تحديد عدد الشركات المساهمة القائمة المؤهلة للإدراج في البورصة فوراً حسب شروط إدراج معينة تماثل معايير إدراج لبورصات عالمية أو عربية، وكذا تحديد عدد الشركات المساهمة القائمة التي يجب تأهيلها ليتمكن إدراجها في البورصة خلال الثلاث سنوات القادمة مثلاً وما هو مطلوب لتأهيلها، تقدير طبيعة (أدوات دين وملكية وحجم إصدارات الأوراق المالية للشركات المؤهلة وتلك التي سيتم تأهيلها في السنوات القادمة ، وكذلك القيام بدراسات لشركات القطاع العام بهدف تحديد القابل منها للتحويل إلى شركات مساهمة عامة يشارك فيها القطاع الخاص كلياً أو جزئياً بعد تأهيلها، والتي يمكن أن تدرج في البورصة في الثلاث سنوات القادمة مثلاً ، وتقدير طبيعة وحجم إصدارات الأوراق المالية لهذه الشركات [113ص02] .

* إلزام الشركات بتطبيق أنظمة محاسبة عصرية :

و ذلك من خلال فحص أنظمة المحاسبة المتبعة في الشركات المساهمة والمصارف ، وتحديد مدى كفاية التقارير المالية التي تصدرها من حيث الشكل والمضمون وطريقة العرض والإفصاح عن السياسات المحاسبية ، و إلزام الشركات المساهمة والمصارف بتطبيق أنظمة محاسبية عصرية تعتمد معايير المحاسبة الدولية (IAS) ومبادئ المحاسبة المتعارف عليها بشكل عام (GAAP) [113ص02] .

* وضع قوانين وقواعد للإفصاح والشفافية :

من خلال وضع قوانين وقواعد للإفصاح المالي وغير مالي (اقتصادي، إداري ، موارد بشرية ، تنبؤات مستقبلية الخ) تضمن الشفافية الكاملة عن أداء الشركات المساهمة، ويشتمل ذلك على الأمور التالية: إلزام الشركات بنشر تقارير مالية سنوية (ميزانية، حساب أرباح وخسائر، تقرير تدفق نقدي ،) مدققة، كما لا بد أن تكون التقارير المالية المنشورة لسنتين : السنة الحالية وسنة سابقة للمقارنة ، بالإضافة إلى التأكيد على إتباع تبويب محاسبي صحيح في طريقة تقديم التقارير المالية (العناوين الرئيسية والفرعية ، تسلسل وترتيب عرض العناصر، المجاميع الفرعية والكلية، الخ) لجعل التقارير المالية سهلة القراءة، مفهومة، غير مضللة وقابلة للتحليل المالي [113ص02] .

* نشر الثقافة والوعي الاستثماري: من خلال التعاون مع وسائل الإعلام لتوجيه عمليات نشر المعرفة والتوعية الاستثمارية إلى كافة المستثمرين المحليين والدوليين.

2.3.1.2. دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية:

في ضوء القصور الهيكلي لمؤسسات الوساطة المالية في معظم الدول- إذا استبعدنا إلى حد ما الدول المتقدمة- التي تساهم في عمليات سوق المال من ضمان وتغطية وترويج المصدر من الأوراق المالية ، وغياب المؤسسات صانعة السوق ، وحادثة وجود سوق مالي في البلاد ، الأمر الذي يُلقي على عاتق الجهاز المصرفي في هذه الدول مسؤولية كبيرة لتنشيط أسواق الأوراق المالية .

ويمكن أن يساهم الجهاز المصرفي في تنشيط السوق من خلال ما يلي:

* القيام بعملية التسويق وترويج الاكتتاب :

وذلك بتبني عملية تسويق الشركات والوحدات الاقتصادية العامة المطروحة للخصخصة وترويج

الاكتتاب لدى كافة الجهات، استناداً لما تتمتع به المصارف من ثقة العملاء وكافة المتعاملين.

وفي هذا المجال يمكن للمصارف التجارية و البنوك المركزية بإعداد نشرات الاكتتاب التي تشمل كافة

البيانات عن الشركة أو الوحدة الاقتصادية وقوائمها المالية وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية، ورأي

المصرف في هذه الشركة من خلال خبرته السابقة في التعامل معها.

كما يمكن للمصارف التجارية البنوك المركزية القيام بالترويج والبيع لشرائح أسهم بعض الشركات

المطروحة للبيع ، مستندة في ذلك إلى شبكة واسعة من الفروع ، ومن خلال التعاون مع شركات

الاستثمار الوطنية يمكن تكوين صناديق استثمارية لجذب صغار المستثمرين وتوجيه عملاء المصارف

للاستثمار في مثل هذه الصناديق .

و كما للترويج تأثير على الاستثمار فإننا نلاحظ دوره أيضا على كفاءة السوق و السيولة، فالكفاءة أداة

ضرورية لضبط حركة الأسعار هذه الأخيرة تمثل الوجه الخارجي إما صعودا أو هبوطا ذلك لان ليس

لها توقيت محدد، كما أنها قد تحمل في ثناياها أخبارا سارة أو العكس من ذلك حيث تؤثر على العرض و

الطلب للأوراق المالية، أما السيولة فهي أداة ضرورية و مهمة لجعل حركة السوق نشطة، حيث تلعب

دورا مهما للمؤسسة المصدرة للأوراق المالية أو المستثمرين بشكل عام، فارتفاع سيولة الورقة يعني

زيادة إقبال المستثمرين على تداول هذه الأوراق، الأمر الذي يزيد في قيمة المؤسسة و يكسب ثقة

المتعاملين، كما يلاحظ أن زيادة تكاليف الأوراق المالية يؤدي إلى صعوبة اقتنائها، و بالتالي يقل التداول

عليها لأنها تكون غير مطلوبة من قبل المستثمرين و هنا يبرز دور الترويج واضحا إذ يؤدي القيام بحملة

ترويجية ناجحة للورقة المالية على شرائها من قبل عدد كبير من المستثمرين مما يؤدي إلى تقسيم

الأعباء و التكاليف على اكبر عدد ممكن من الأوراق المالية و بالتالي ينخفض سعر الورقة المالية مما

يؤدي إلى زيادة الإقبال عليها[114ص62].

وتعد مثل هذه الخطوات في غاية الأهمية بالنسبة لتنشيط المعاملات في " سوق الأوراق المالية "

وإعطاء المجال لابتكار الأدوات والطرق اللازمة لتأدية هذا الدور .

* قيام المصارف التجارية والمتخصصة بتدوير محافظ أوراقها المالية :

ويقصد بالتدوير قيام المصارف بطرح جزء مما بحوزتها من أوراق مالية للبيع واستخدام حصيلتها أو جزء منها في شراء أوراق مالية جديدة ، وتُعد سياسة تدوير المحافظ من السياسات الجيدة والتي أثبتت نجاحها في تجارب العديد من الدول التي تبنت عملية الخصخصة ، وذلك من خلال بيع أسهم المصارف في شركات القطاع العام .

وللمصارف التجارية والمتخصصة مساهمات عديدة في شركات القطاع العام، ومعظم هذه الشركات مطروحة للخصخصة، كما أن معظمها مشروعات إستراتيجية. وتُعد مثل هذه الخطوات في غاية الأهمية بالنسبة لتنشيط السوق من ناحية، ومساندة برنامج توسيع قاعدة الملكية من ناحية أخرى [113ص18].

* تقديم التمويل اللازم لتنشيط سوق الأوراق المالية .

يمكن أن تلعب المصارف التجارية والمصارف المتخصصة دوراً بارزاً في تمويل عمليات شراء الأسهم المعروضة للبيع في إطار برنامج الخصخصة بالنسبة لعملاء المصارف ، مما يعطي دفعة قوية للطلب على الأسهم المعروضة .

وقد يأخذ التمويل المقدم عدة صور سواء في شكل قروض للعملاء لتمويل شراء الأسهم للقطاع الخاص، أو قروض بضمان الأوراق المالية بنسبة محددة لا تتجاوز 40% من قيمة الأسهم، للمشتريين من المستثمرين الأفراد.

كما يمكن للمصارف استخدام فوائضها المالية وما تم تخصيصه للمصارف المتخصصة من أموال لتمويل عمليات شراء الأسهم لإعطاء دفعة لجانب الطلب على الأسهم ، لمقابلة العرض من أسهم الشركات التي تم خصصتها ، والدور التمويلي الأخر يتمثل في دعم وإصلاح الشركات والوحدات المتعثرة ، وإعادة هيكلتها بما يكفل توفر مقومات النجاح لهذه الشركات عن طريق منحها أموال إضافية لدعم رأس المال العامل بما يساعدها على تخطي الأزمات التمويلية العارضة ويساعدها على الاستمرار ، أو عن طريق زيادة رأس مال هذه المشروعات عن طريق مساهمة المصرف فيه [113ص18-19] .

* تقديم خدمات المشورة الفنية:

تتسم أسواق المال بحساسية شديدة تجعلها عرضة للتأثر بالمتغيرات السياسية والاقتصادية عالمياً ومحلياً على اختلاف التوقعات ، وهذه الحساسية تشكل عبئاً على المتعاملين في الأسواق ، إذ يتعين عليهم اتخاذ قراراتهم بعد دراسة مستفيضة وتحليل موضوعي دقيق لا يجيد كثير من المتعاملين القدرة على القيام به ، ومن هنا تبرز الحاجة إلى جهات متخصصة تتمتع بقدر كبير من الخبرة ويعتمد عليها في الحصول على المشورة والنصيحة اللازمة حيال معاملاتهم ، ولا شك أن المصارف التجارية تُعد من أهم الجهات المؤهلة لتوفير هذه الخدمات في ظل غياب الشركات المتخصصة ومكاتب الخبرة – في هذه الفترة

المرحلية – من هنا جاء دور المصارف التجارية والمتخصصة لسد هذا الفراغ والقيام بإصدار النشرات والدراسات التحليلية المتخصصة ، غير أن ذلك مشروط بقيام المصارف بتدريب العاملين لديها تدريباً عملياً جيداً للقيام بهذا النوع من الخدمات [113ص20] .

* إنشاء مؤسسات مالية متخصصة:

نظراً لغياب الشركات المتخصصة ومكاتب الخبرة في مجال بيع وشراء الأوراق المالية ، وأمام إنشاء سوق للأوراق المالية ، فإن مصارف المركزية مطالبة بأن تسمح للمصارف التجارية والمتخصصة أن تؤسس العديد من المؤسسات المالية المتخصصة والتي منها :

- صناديق الاستثمار:

يعد صندوق الاستثمار شركة استثمار تقوم بتجميع الأموال من المستثمرين الفردين (حملة الوثائق)، و تستثمرها في محفظة متنوعة من الأوراق المالية [115ص01]، و تُعد هذه الأخيرة أحد الأدوات لتنشيط سوق الأوراق المالية ، والذي يُتيح للمصارف التجارية والمتخصصة أن تقوم بشراء العديد من الأوراق المالية المتنوعة وتكوين محافظ للأوراق المالية ، والحصول على إيرادات مرتفعة ناتجة عن العمليات الغير تقليدية ، ويمكن أن تنشئ المصارف التجارية والمتخصصة صناديق استثمار بأنواعها المختلفة (ذو عائد دوري ونمو رأسمالي، عائد تراكمي)، بالتعاون مع شركة الاستثمار الوطني وشركات التأمين وتحويل مساهمة المواطنين في شركة الاستثمار الوطني إلى مساهمات في الصندوق الاستثماري والاستفادة من انتشار المصارف التجارية والمتخصصة في أنحاء البلاد .

- شركات رأس مال المخاطر :

ويقصد بها موارد مالية معرضة لدرجة مرتفعة من المخاطر ، وهي شركات من شأنها إعطاء دفعة قوية للقطاع الخاص ، خصوصاً المشروعات التي تتميز بابتكار أفكار جديدة أو مشروعات عالية المخاطر والتي غالباً ما تحجم المصارف عن تمويلها لارتفاع نسبة المخاطر بإعمالها ومن ثم تعاني قصوراً في التمويل ، وتقوم شركات رأس المال المخاطر بتوفير التمويل اللازم لتلك المشروعات .

- مؤسسات ضمان الإقراض :

وذلك لتوفير الضمان للمشروعات الصغيرة وصغار المستثمرين ، والذين لا تتوفر لديهم القدرة لتوفير الضمانات الكافية ، هذا النوع من المؤسسات تعتبر على درجة عالية من الأهمية في هذه المرحلة إذا ما علمنا أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة تلعب دور مهم في عملية التنمية وحل العديد من المشاكل الاقتصادية ، ويمكن أن تشترك المصارف التجارية مع شركات التأمين وشركة الاستثمار الوطني والمصارف المتخصصة في إنشاء مثل هذا النوع من المؤسسات .

- شركات التأجير التمويلي :

وهي شركات يقتصر نشاطها على شراء الأصول الرأسمالية ، وتأجيرها إلى الشركات التي تحتاجها لاستخدامها في العملية الإنتاجية ، ويمكن القول أن صعوبة الحصول على التجهيزات الرأسمالية الحديثة يعتبر أحد معوقات إنشاء المشروعات الإنتاجية الجديدة أو تطوير الوحدات الاقتصادية الموجودة ، ويعتبر التأجير التمويلي أحد أساليب التمويل الحديثة الذي يجنب المشروعات الكثير من معوقات أساليب التمويل التقليدية مثل الشراء عن طريق الاقتراض أو التقسيط ، ويناسب التأجير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة ، ويسهل نمو الاستثمار وتكوين رؤوس الأموال وبأ مكان الجهاز المصرفي بما يتوفر له من فوائد مالية كبيرة[116ص01].

- شركات التغطية:

تقوم شركات التغطية (Underwriters) بضمان عمليات تغطية إصدارات الأسهم في السوق الأولى للأسهم، حيث يمكن صمن هذا الإطار تشجيع الشركات ومصارف الاستثمار القيام بهذه المهمة لما من أهمية في دعم توجه رأس المال للاستثمار. كما يمكن للمصارف التجارية العمل في مجال الاستثمار العقاري نظراً لأهمية هذا النوع من الاستثمار في البلاد ، من خلال (شركة الاستثمار العقاري) التي تساهم فيها المصارف التجارية، عن طريق زيادة رأس مال هذه الشركة وتوظيف المبلغ الذي خصص لهذه المصارف في إقامة العديد من المشاريع الإسكانية والأبراج الاستثمارية[113ص24].

4.1.2. الربط بين البورصات كآلية لتنشيطها

يعتبر توسيع نطاق التداول و تنويع الأوراق المالية من أهم الاتجاهات التي تسعى إلى تحقيقها بورصات الأوراق المالية و ذلك بغرض تخفيض المخاطر و زيادة نشاطها عن طريق الربط فيما بينها و بين باقي البورصات سواء كان ذلك في البلد الواحد أو في بلدين أو من خلال تكتل اقتصادي واحد أو ربط البورصات بين عدة دول بحيث يصبح هذا الربط دولياً على مدار 24 ساعة للاستفادة من اختلاف التوقيت الزمني بين القارات و الدول، و يتم هذا الربط من خلال آليات مختلفة و نماذج متعددة يتوقف استخدامها على مدى التجانس أو التباين بين البورصات التي تكون محل ربط فيما بينها و من أهم هذه النماذج نذكر:

* الربط الحاسوبي: يقصد به وجود شبكة من الحواسيب الالكترونية في البورصات يتم الربط بينها عن طريق الشبكات الوطنية للمعلومات أو شبكات التليفون، و يمكن أيضاً ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى إما بصفة مستمرة أو لعدد من الساعات اليومية و يشترط ذلك توفر طاقات معلوماتية في كل بورصة مع توفير ضمانات لأمن المعلومات، و يمكن ربط شبكة عدة بورصات دولية من خلال تبادل المعلومات الحكومية أو الخاصة في بعض الدول إما عن طريق ربط شبكة التليفونات مع

نقل المعلومات للتحقق من الصدق و السرية أو عن طريق إنشاء خطوط مباشرة بين شبكات نقل المعلومات لكل بورصة مع الشبكات العالمية، و يتطلب هذا الربط [117ص89]:

- توحيد هندسة البرمجيات المطبقة في البورصات.

- قاعدة بيانات نمطية بالبورصات.

- المشاركة في الوقت الخاص بالربط مع شبكات المعلومات اخفض التكلفة.

* الربط البريدي العاجل: يمكن استخدام البريد السريع في الربط بين البورصات و خاصة إذا كانت هناك حاجة ماسة لتبادل الصكوك المالية و الأوراق و العقود الرسمية، و يستخدم في الربط البريدي السريع شركات DHL, SKypac, Aramex حيث لها شبكات منتشرة في جميع بلاد العالم، و يستخدم البريد الالكتروني و صناديق البريد الالكتروني في ربط البورصات من خلال شبكة موحدة [118ص104].

* الربط من خلال الوسطاء الماليين: يتم الربط بين الوسطاء الماليين الدوليين من خلال شبكة الانترنت و التليفونات و هو يعرف عالميا بنظام (SEAG) [100ص102].¹ حيث يسمح لشركات الاستثمار و شركات الأوراق المالية القيام بمعاملات مالية على مدار 24 ساعة من خلال الاتصال ببورصات نيويورك و طوكيو و لندن في مواعيد محددة*

* الربط بمحفظة الاستثمارات الدولية: يتم ذلك من خلال إنشاء محافظ الاستثمار الدولية ذات الأوراق المالية و العملات متعددة الجنسيات، و تعتمد الشركات المتعددة الجنسيات و شركات الاستثمار الدولية على هذا النموذج حيث يسمح لها تعدد مكونات المحفظة من ضمان أعلى عائد و أقل مخاطر ممكنة [118ص104].

* الربط بالسياسات المالية: تمكن عملية توحيد السياسات المالية بين البورصات من الربط بينها من خلال سياسة الإقراض و الاقتراض و سياسات الاستثمار و قوانين شركات المساهمة و شروط التسجيل بها [119ص202].

* الربط التقدمي: يتم هذا الربط من خلال توحيد النظم التشريعية و الإدارية المنظمة للبورصات من حيث سياسات الاستثمار و قوانين الشركات المساهمة و شروط تسجيل الأوراق المالية في البورصة، كما يمكن أن تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها بما يؤدي إلى توحيد أساليب التداول و تسهيل الاتصالات التسويقية بين هذه البورصات حيث أن بورصات الاتحاد الأوروبي مثلا حققت ربطا متكاملًا عن طريق استخدام أكثر من آلية من الآليات المعروفة لديها، فهي ترتبط فيما بينها بالحواسيب الالكترونية و البريد السريع مع

* SEAG: هو نظام يتم بموجبه الاتصال ببورصة نيويورك في توقيت 09:30 إلى 04:00 صباحًا، ومن 07:00 إلى 12:00 مساءً في بورصة طوكيو، ومن 04:30 إلى 10:30 صباحًا في بورصة لندن

توحيد نظم التسجيل و التداول و الإفصاح المالية و الهياكل التنظيمية و التشريعية و استخدام الأرقام الصناعية و تحقيق الاتصالات و استقبال المعلومات عن الأسواق المالية بها [100ص103] .

2.2. آليات تنشيط أسواق الأوراق المالية السريعة الأثر

بتفجر أزمة مالية في اقتصاد أي دولة فان هذه الأخيرة و سعيها منها لإعادة الاستقرار تتخذ مجموعة من الحلول الاستعجالية و اقتراح إجراءات و تدابير من شأنها التخفيف من حدة هذه الأزمة المالية و تدارك الخسائر في اقصر وقت ممكن، و تعرض اقتصاد دولة ما إلى أزمة مالية خاصة إذا كانت عنيفة فان هذا سيؤثر على خططها التنموية نتيجة زعزعة استقرار مختلف قطاعاتها، و باعتبار أن أسواق الأوراق المالية هي النواة الأساسية لتنمية اقتصاديات أية دولة فان السعي لتنشيطها و ضمان استقرارها و العمل على تطويرها يعتبر أمرا ضروريا لتحقيق التنمية الاقتصادية، و لأجل ذلك نحاول من خلال هذا المبحث توضيح مختلف الإجراءات و التدابير التي تبنتها الدول عند حدوث الأزمات المالية التي شهدتها العالم في السنوات السابقة و التي كان الهدف منها هو إعادة النشاط لأسواق الأوراق المالية و للاقتصاد بعد حالات عدم الاستقرار و الاضطراب التي تم التعرض لها و ذلك من خلال التطرق إلى الحلول و الاقتراحات التي تم تبنيها في الأزمة المالية المكسيكية، الأزمة المالية الروسية، الأزمة المالية البرازيلية، الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا من أجل توضيح الاختلاف في خطط الإنقاذ المجتابة نتيجة طبيعة كل أزمة مالية و كذا مكان حدوث هذه الأزمة المالية.

1.2.2. آليات معالجة الأزمة المالية المكسيكية

بعد تفجر الأزمة المالية المكسيكية سنة 1994 أدركت المكسيكية أنها أزمة مالية لم يسبق لنطاقها مثيل و تتطلب عددا من التدابير و الإجراءات و دعما ماليا استثنائيا، و لم يكن التحدي الذي تواجهه السياسة الاقتصادية يتمثل في تخفيض عجز الحساب الجاري فقط بل في اتخاذ تدابير تمنع من انهيار القطاع المالي .

و هكذا فبالإضافة إلى التصحيح المالي و النقدي و إتباع سعر صرف معوم و الانجازات المحققة في الإصلاح الهيكلي و تحرير الأسواق، تفاوضت السلطات المكسيكية حول حزمة مالية طارئة تكونت من العناصر التالية [120ص225]:

- 20مليار دولار باستخدام صندوق المحافظة على الاستقرار التابع لوزارة الخزانة.
- 4.5مليار دولار إقراض قصير المدى من هيئات مالية أمريكية يحتاج إلى موافقة مجلس الاحتياطات الفيدرالي.
- 17.8مليار دولار قرض من صندوق النقد الدولي.
- 10مليار دولار في شكل قروض قصيرة الأجل من دول صناعية أخرى.
- 1مليار دولار من كندا.

- 1مليار من أمريكا اللاتينية.

غير أن حقيبة الإنقاذ الممنوحة للمكسيك رافقتها شروط قاسية أملتها كل من الولايات المتحدة الأمريكية و صندوق النقد الدولي، إذ يجب عل المكسيك أن تخضع سياسيتها المتعلقة بالعرض النقدي، الإنفاق المالي، الاقتراض الأجنبي في المستقبل و الائتمان المحلي إلى الشروط التي وضعها صندوق النقد الدولي و الولايات المتحدة الأمريكية و التي تم إملؤها كجزء من خطة الإنقاذ تلك، و كان من نتاج هذه الحزمة الإنقاذية أن ضحى الرئيس المكسيكي بوزير المالية متعهدا بإجراء إصلاحات في المالية العمومية مقابل وقوف الولايات المتحدة الأمريكية إلى جنب المكسيك بضمان قروضها [121ص08].

كما اتخذت الحكومة المكسيكية العديد من التدابير حيال الأسواق المالية لتجنب العدوى، و ذلك بواسطة حزمة إنقاذ دعما للبنوك و المقترضين على حد سواء و منع حدوث انهيار واسع المدى للمؤسسات المالية و اشتملت الحزمة على التدابير التالية [122ص07]:

- قيام البنك المركزي بتوفير سيولة من النقد الأجنبي للمصارف التجارية لمنعها من التأخر في سداد التزاماتها الأجنبية.
- تنشيط برنامج لتوفير رؤوس أموال مؤقتة للبنوك، و برنامج لاحق لزيادة الحوافز للمصارف التي تعاني عجزا.
- إجراء إصلاحات قانونية للسماح بمشاركة أجنبية أكبر في أسهم رؤوس أموال المصارف.
- وضع برنامج لمساندة فئات معينة من المدينين للمصارف.
- و بعد تطبيق مختلف التدابير السابقة، بدأت الأزمة المالية تنكشف تدريجيا، و بدأ معها انتعاش الاقتصاد المكسيكي من جديد و عودة النشاط و الانتعاش للأسواق المالية كما عرفت العديد من المؤشرات الاقتصادية تحسنا و ذلك على النحو التالي [123ص63]:
- تم خفض العجز في الحساب الجاري الذي كان يبلغ في المتوسط 6.7% من الناتج المحلي الإجمالي في الفترة 1992-1994 إلى ما متوسطه 01% من الناتج المحلي الإجمالي في الفترة 1995-1997.
- ارتفع معدل الادخار المحلي بدرجة كبيرة من 15% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1994 إلى ما يقدر نسبته ب 21.3% في سنة 1997.
- زادت الاحتياطات الدولية بأكثر من 25 مليار في الفترة من جانفي 1995 إلى جانفي 1998.
- انخفض إجمالي مديونية القطاع العام من 39% من الناتج الإجمالي في سنة 1995 إلى 27% سنة 1997.
- ارتفاع حجم التعاملات في الأسواق المالية سنة 1997 مقارنة مع حجم التعاملات خلال سنتي 1994 و 1995.

- وجود تنوع في الأدوات المالية المتداولة في البورصات المكسيكية و إدراج أدوات مالية جديدة في عمليات التداول.

2.2.2. آليات معالجة الأزمة المالية الروسية

لقد خلق الاضطراب المالي الذي عصف بروسيا في سنة 1998 نتائج وخيمة على الاقتصاد الروسي، حيث أدى إلى تدهور المؤشرات الاقتصادية الهامة، حيث انخفض الناتج الداخلي الخام من 8.2% في أوت 1998 و تراجع كل من الإنتاج الصناعي و الزراعي ب 11.5% و 22.9% على التوالي، كما يمكن للتضخم أن يصل إلى 290% في نهاية السنة [124ص01] كما ترتب عن عجز الحكومة الروسية تمويل الديون القصيرة الأجل استمرار خروج رؤوس الأموال و هو الأمر الذي أدى إلى حدوث سقوط مفاجئ لقيمة الأسهم المتفاوض عليها في سوق القيم المنقولة و بالتالي انعدام الثقة في الأسواق المالية و التي لم تنجح خطط الإنقاذ المتبناة في إعادتها و لذلك توقف برنامج المساعدة في بداية أوت 1998، و في نفس الوقت قامت الحكومة الروسية بإعادة هيكلة ديونها من جانب واحد و تبع ذلك تخفيض في قيمة الروبل الأمر الذي أحدث موجة من الصدمات في أوساط الأسواق المالية ، و واجه العديد من المستثمرين خسائر جسيمة، كما واجه واحد من أكبر صناديق التحوط العالمية " إدارة رؤوس الأموال طويلة الأجل " و مقرها بالولايات المتحدة الأمريكية انهيار في سبتمبر 1998، مما أدى إلى إطلاق سلسلة من ردود الفعل من خسائر إضافية للمشاركين في السوق المالية، و حتى بالرغم من قيام السلطات الأمريكية بتسهيل عملية إنقاذ خاصة للصندوق، فقد استمر القلق في الأسواق مما أدى إلى التراجع في عملية الإقراض و ارتفاع مخاوف حدوث أزمة ائتمانية [125ص38].

و لم يقتصر تأثير الأزمة المالية الروسية على أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، بل امتد إلى مناطق أخرى من العالم، فالمؤسسات المالية الأوروبية و اليابانية النشطة دولياً تعرضت إلى مخاطر مماثلة كانت في بعض الحالات على نطاق كبير جداً [126ص30].

ومن أجل إدارة الأزمة المالية الروسية تم إتباع برنامج علاجي تمثلت أول خطوة منه بتعيين افقيري بريمان كوف كرئيس وزراء أول، و كذا رئيس جديد للبنك المركزي الروسي فيكتور جيراكشنكو، بعدها تم وضع مخطط لتسديد أنونات الخزينة، هذا المخطط كان موجه فقط للبنوك المحلية دون إشراك البنوك الأجنبية، و تمحور هذا المخطط حول قيام البنك المركزي الروسي "BCR" بقرض البنوك المحلية لكي تستطيع مواجهة التزاماتها البنكية فيما بينها، هذه القروض تأتي من الاحتياطات الإجبارية المودعة من قبل هذه البنوك لدى "BCR"، و عليه سيسمح البنك المركزي للبنوك بتسديد هذه القروض عن طريق أنونات الخزينة التي بحوزتها، و أما البنوك التي لا تملك أنونات خزينة بالكفاية لبيعها ل "BCR" يعلن إفلاسها، كما قام البنك المركزي بتجميد سوق الصرف حتى لا تتدهور البنوك في سوق الدولار، و هذا المخطط كان يهدف إلى عجز عام للقطاع المصرفي الذي يتصف بسعة الاستثمار في

السندات القصيرة، و معرض بشدة إلى تقلبات الروبل، لكن هذا المخطط يحمل أخطارا كبيرة إذ يمكن أن يؤدي إلى تضخم حاد نتيجة اللجوء إلى الإصدار النقدي لضخ المبالغ اللازمة في الدورة النقدية كما يمكن توسيع العجز في الميزان الجاري لان الانخفاض في قيمة الروبل لن تجلب أي قيمة تنافسية لروسيا[127ص52-53].

3.2.2. آليات معالجة الأزمة المالية البرازيلية

عرف الاقتصاد البرازيلي خلال الفترة ما بين 1991 و 1994 حالة من اللااستقرار، إذ سجل معدلات تضخم مرتفعة كما تزامن مع هذه الفترة الصعبة ارتفاع سريع لمعدلات الفائدة الدولية مما تسبب في تفجر أزمة المديونية الخارجية هذا ما أدى إلى زيادة عبء التكاليف المالية على ميزانية الدولة و تراجع في أداء السوق المالي

و لمعالجة أوضاع الاقتصاد الكلي تم وضع مخطط الريال في منتصف التسعينات و الذي تمثلت أهدافه في خفض معدلات التضخم و تحسين المالية العامة، لكن و بالموازاة مع هذا المخطط العلاجي عرفت معدلات الفائدة الحقيقية زيادات مرتفعة، مما ساعد على اتساع العجز الموازي الذي انتقل من 2.4 % ما بين 1994 و 1996 إلى 08% من الناتج الداخلي الخام في 1998، [128ص38]. و مع نشوء الأزمة الروسية في أوت 1998 و ما تبعها من إعادة تقييم المخاطر من طرف المستثمرين الدوليين، ازدادت تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج، و صاحب هذا السلوك السلبي هبوط أسعار الأسهم بشدة كما زادت فوارق عائدات السندات السيادية بحوالي 1400 نقطة أساس.

و أمام هذا الوضع قامت السلطات البرازيلية برفع معدلات الفائدة، كما أعلنت عن تدابير تقشف في الميزانية، إلا أن هذه الإجراءات كانت غير كافية حيث واصلت رؤوس الأموال مغادرة البلاد مما دفع بالسلطات البرازيلية إلى الاستئجار بصندوق النقد الدولي ، و لكن هجرة رؤوس الأموال بقيت مستمرة، مما أدى إلى تراجع الريال، هذا ما أجبر البرازيل على تعويم سعر صرف عملته، الأمر الذي أثار الذعر في جانفي 1999، و في فيفري هبط سعر الريال ليصبح 2.5 ريال للدولار الواحد، بعد أن كان الريال يقابل 1.20 دولار بداية العام [129ص16]، مما أوقع البلاد في دوامة من الاضطرابات و المتاعب، حيث جفت رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة المتدفقة إلى البلاد، كما كان هناك خوف شديد من أن يخلق رد فعل إزاء هبوط قيمة العملة اختلالات خطيرة و يزيد من معدلات التضخم و يدفع بالتالي الاقتصاد إلى ركود عميق.

و نتيجة لهذه الاضطرابات أصبحت البرازيل في حاجة إلى أكثر من 50مليار دولار لتغطية الفراغ المالي الذي حدث في حسابات البنوك و التي كانت قد أقدمت على منح قروض للمؤسسات دون أن تكون لهذه الأخيرة القدرة على التسديد في الأجل القصيرة و المتوسطة، و استجابة للأزمة كان لزاما على الحكومة البرازيلية الأخذ بمجموعة من السياسات المالية و النقدية الأكثر إحكاما مع وضع هدف للتضخم

و مساندة مالية خارجية، و من ضمن الإجراءات المالية و النقدية المتخذة لتفادي تعقد الكارثة المالية هو تبني برنامج تقشفي كانت من أهم محاوره هو فرض ضرائب إضافية ، و محاولة التقليل من النفقات العامة، كما تم في مارس 1999 الإعلان عن هدف هام هو تخفيض التضخم إلى معدل سنوي رقم واحد بحلول الربع الأخير من سنة 1999، و أيضا رفع معدل الفائدة ليصل إلى 4.5% بهدف جلب رؤوس الأموال و بعث الاستقرار في السوق المالية[127ص55].

كما قام صندوق النقد الدولي بدور هام في حل الأزمة من خلال تقديمه لمبلغ مالي قدره 41.5 مليار دولار في جانفي 1999 لدعم ميزان المدفوعات، و تمخض عن هذه المجهودات و الإجراءات العلاجية نتائج جيدة، حيث أظهرت المؤشرات الاقتصادية تحسنا ملحوظا إذ وصل التضخم في سنة 1999 إلى 8.9% داخل الحدود المسموح بها، و في جانب آخر تناقص عجز الحساب الجاري من 33 مليار دولار إلى 24 مليار دولار في سنة 1999، و هذا نتيجة ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و التي بلغت 30 مليار دولار[129ص18]، كما تحسن أداء السوق البرازيلي و زاد حجم نشاطه بفضل حجم السيولة التي تدفقت إلى الاقتصاد البرازيلي و التي وجه جزء منها لتنشيط السوق المالي بعد التعثر و حالة اللااستقرار التي تعرضت لها من جراء الأزمة المالية.

4.2.2. آليات معالجة الأزمة المالية في دول جنوب شرق آسيا

يمكن القول أن استجابة حكومة تايلاندا للانهيئات المالية التي حدثت في أسعار الأراضي و العقارات و الأسهم، و تزايد هشاشة المؤسسات المالية في أواخر سنة 1996 و بداية سنة 1997 لم تكن ملائمة و لو أنها كانت قد تصرفت بطريقة مختلفة ربما استطاعت الإفلات من الأزمة و لما انتقلت عدواها إلى بقية بلدان الإقليم، فعلى الرغم مما تعرضت له تايلاندا من انهيارات مالية، و رغم ضخ مقادير ضخمة من الأموال إلى المؤسسات المصرفية المتأزمة تجاهلت الحكومة صيحات التحذير التي أطلقها المحللون و المراقبون، و حاولت تثبيت سعر الصرف " الباهت" في مواجهة الدولار مما أدى إلى فقدان جانب كبير من الاحتياطات من النقد الأجنبي.

و بمرور الوقت اضطر البنك المركزي إلى تقويم " الباهت" و لكن بعدما كان قد انفق كميات ضخمة من احتياطات النقد الأجنبي، كما أنفقت الحكومة مليارات من الدولارات بالعملة المحلية من أجل دعم و مساندة المؤسسات المصرفية المتأزمة دون اتخاذ أي خطوات أساسية تجاه إغلاقها أو دمجها أو إعادة تأهيلها[130ص29] ، و نتيجة لذلك أصبح البلد مهددا بحالة من الذعر المالي الشديد بعدما أدرك المستثمرون أن احتياطات النقد الأجنبي المتاحة لدى الدولة انخفضت إلى مستويات لا تسمح حتى بخدمة الديون القائمة قصيرة الأجل المستحقة للمصاريف الدولية.

و بمجرد أن بدأت الأزمة بالانتشار ارتكبت البلدان الأخرى أخطاء عجلت بانسحاب رأس المال منها، فقد فرضت كل من تايلاندا و ماليزيا قيودا على تحركات رأس المال، ففي ماليزيا حاول المسؤولون فيها

إلقاء التهم على الخارج بعد ذلك تفتنوا و تبنوا مخطط إنقاذ يتمثل في تخفيض النفقات العمومية المتعلقة بالتسيير ب10% و تأجيل تنفيذ و انجاز المشاريع الاستثمارية الكبيرة مثل مشروع العاصمة الإدارية الجديدة في "PUTRAJAYA" و في سبتمبر 1997 قرر الرئيس "ماهتير" منع عمليات البيع الآجلة كما أعلنت ماليزيا أنها سوف تنشئ صندوقا عموميا بمبلغ 20مليار دولار لإعادة شراء أسهم بأسعار تفوق تلك الممارسة في السوق و الملاحظ أن هذا الإجراء اقتصر على الأهالي من المستثمرين، و أما في اندونيسيا فقد حظيت بإعجاب الكثيرين في معالجتها الأولية الأزمة حينما قامت بتوسيع نطاق تبادل عملتها المحلية " الروبية" ثم تعويمها بعد ذلك في أوت 1997، فلقد قاومت إغراء إنفاق احتياطاتها للدفاع عن قيمة عملتها، و سهلت القوانين و القواعد الحاكمة لملكية الأجانب للأسهم، و أعلنت أنها سوف ترجئ تنفيذ أكثر من مشروع استثماري، و لكن بقيام مشروعات الدولة بسحب ودائعها الضخمة من النظام المصرفي ارتفعت أسعار الفائدة ارتفاعا حادا مما أدى إلى انسحاب رأس المال الأجنبي[10ص86].

و فيما يتعلق بإدارة صندوق النقد الدولي للأزمة فيمكن تقسيمه إلى مرحلتين أساسيتين تمثلت المرحلة الأولى في قيام صندوق النقد الدولي بتوقيع ثلاث اتفاقيات قروض طارئة مع كل من تايلندا في أوت 1997، و اندونيسيا في نوفمبر 1997، و كوريا في ديسمبر 1997، و تضمنت هذه الاتفاقيات الثلاث تقديم دعم مالي دولي ضخم و غير مسبوق يقدر بحوالي 17 مليار دولار لتايلندا و 35 مليار دولار لاندونيسيا و 57 مليار دولار لكوريا[130ص51]، كما قام صندوق النقد الدولي بوضع شروط معينة على تايلندا و تضمنت هذه الشروط و بشكل معلن التزام الدولة بتحقيق احتياطي من النقد الأجنبي قدره 23 بليون دولار في سنة 1997، 25 بليون دولار في سنة 1998، و أن تخفض الدولة العجز في حسابها الجاري بمقدار 05% من الناتج القومي الإجمالي في سنة 1997 و إلى 03% من الناتج القومي الإجمالي سنة 1998، و أن تظهر الدولة فائض في موازنتها بنسبة 01% من إجمالي الناتج القومي الإجمالي سنة 1998[3ص125].

و أما في أندونيسيا فقد طالب الصندوق من هذه الدولة بأن تعيد هيكلة بنوك معينة فيها، و أن تقضي على الاحتكار شبه الحكومي المفروض على جميع السلع فيها عدا الأرز، و أن تخفض المساعدات الممنوحة لدعم الوقود، و زيادة معدلات الطاقة الكهربائية و زيادة شفافية السياسة العامة و الإسراع بالخصخصة و إصلاح المؤسسات الحكومية[3ص-126-125].

أما الدعم المالي المقدم إلى كوريا الجنوبية فكان مشروط ببقاء هذه الأخيرة في حالة إذعان لبرنامج صندوق النقد الدولي و في المقابل قبول قروض الطوارئ التي يصدرها البنك وافقت كوريا الجنوبية على شروط عديدة و على القيام بالإصلاحات المطلوبة لتقوية اقتصادها.

و كانت الاتفاقيات الثلاث التي وقعها الصندوق مع الدول الثلاث متشابهة في مضمونها الأساسي فقد تضمنت كل منها العناصر التالية[10ص87]:

- يخصص جانب كبير من القروض للحكومات و البنوك المركزية لتمكينها من تعزيز قدرتها على خدمة الديون الأجنبية و على تثبيت سعر الصرف.
- ضمان توفير إطار اقتصادي كلي يتميز بتوازن الميزانية و ارتفاع أسعار الصرف الاسمية و تقييد الائتمان المحلي بما يتفق و متطلبات استقرار أسعار الصرف.
- تبني إجراءات هيكلية و توجيهية أخرى من أجل زيادة الشفافية و المنافسة تتضمن التعجيل بإصلاح النظام التجاري و الخصخصة و كسر حدة الاحتكار.
- مجابهة الضغوط الكبيرة على الأسواق المالية و ذلك بتجنيد موارد مالية ضخمة بهدف تحطيم حلقة:

خروج رؤوس الأموال، تدهور قيمة العملة، انهيار القطاع المالي[131ص17]

لقد كان الهدف الفوري لصندوق النقد الدولي هو إعادة الاستقرار و الثقة في الأسواق المالية و بصفة خاصة من خلال العمل على استقرار أسعار الصرف عن طريق رفع أسعار الفائدة و تقييد الائتمان و تحقيق التوازن المالي و زيادة احتياطات النقد الأجنبي، فلو أمكن تثبيت أسعار الصرف و تجنب التوقف عن الوفاء بالديون يكون من المحتمل استعادة الثقة في الأسواق بحيث لا تلجأ الحكومات الآسيوية إلى سحب كل الأموال التي تضمنتها اتفاقيات القروض، و منع انتقال عدوى الأزمة إلى أسواق ناشئة أخرى[10ص87].

أما المرحلة الثانية فقد بدأت في 24 ديسمبر 1997، فمع وصول كوريا إلى حافة التوقف عن سداد ديونها قررت الحكومة الأمريكية الضغط على البنوك الأجنبية الدائنة لكوريا من أجل جدولة ديونها القصيرة الأجل، و قد تم التوصل إلى اتفاق بين البنوك و الحكومة الكورية في 16 جانفي 1998 بشأن جدولة الديون المستحقة في الربع الأول من سنة 1998، و في 28 جانفي اتسعت الاتفاقية لتغطي 24 مليار دولار من الديون قصيرة الأجل تتراوح بين سنة و ثلاثة سنوات.

هذه الترتيبات حالت دون المزيد من تدهور الأوضاع في كوريا الجنوبية كما حالت دون حدوث المزيد من التدهور في أسواق الأسهم في البلدان الثلاث: كوريا الجنوبية، تايلندا و اندونيسيا، و يمكن القول أن المرحلة الثانية في إدارة صندوق النقد الدولي للأزمة المالية الآسيوية قد تضمنت مبادئ جديدة منها[10ص89-90]:

- التأجيل أو التعليق الجزئي لمدفوعات الديون الأجنبية وفقا لاتفاقيات جماعية بين الدائنين و المدينين(كما في حالة كوريا) أو وفقا لاتفاقيات فردية يتم التفاوض بشأنها بين الدائن و المدين(كما في حالة أندونيسيا).
- ضمان الحكومات لخصوم البنوك التجارية.

- التركيز على إعادة هيكلة البنوك بدلا من إغلاقها.
 - التخلي عن هدف تحقيق فائض في الميزانية و التركيز فقط على محاولة تخفيف العجز فيها.
- و مع ذلك ظلت هناك بعض المبادئ في المرحلة الثانية من إدارة الأزمة دون تغيير مثل إصرار الصندوق على تثبيت أسعار الصرف من خلال ارتفاع أسعار الفائدة و تقييد الائتمان المحلي، تبني إجراءات هيكلية واسعة النطاق في مجالات التمويل و التجارة و الرقابة على قطاع الأعمال
- 3.2. الحلول المقترحة لتنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمة المالية الراهنة**

انتهجت معظم الدول المتضررة من الأزمة المالية العالمية الحالية خططا و إجراءات لمعالجتها و التخفيف من حدتها و إعادة الاستقرار و النشاط لأسواق الأوراق المالية التي عرفت أعنف انهيارها منذ أزمة الثلاثينيات في العديد من الدول، فقدمت العديد من الدول إجراءات و خطط سواء بصورة جماعية كمجموعات أو بصورة فردية كل دولة على حدى، بالإضافة إلى استجابة صندوق النقد الدولي لتداعيات هذه الأزمة و السعي لإيجاد حلول للتخفيف من حدتها كما تمت الدعوة كذلك لتبني قواعد السريعة الإسلامية و إبراز الدور الفعال للاقتصاد الإسلامي في معالجة هذه الأزمة المالية.

1.3.2. خطط الإنقاذ المتبناة كعلاج للأزمة المالية الحالية

قامت الدول المتضررة من الأزمة المالية العالمية الحالية لصياغة خطط إنقاذية اتسمت بالتعاونية من جهة و اللاتعاونية من جهة أخرى- أي خطط إنقاذ فردية-

1.1.3.2. خطط الإنقاذ ذات الصيغة اللاتعاونية: اتخذت العديد من الدول في العالم إجراءات و

أعلنت على خطط لإنقاذ الأسواق المالية و مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، و فيما يلي تلخيص لأهم هذه الخطط و الإجراءات:

1- الولايات المتحدة الأمريكية:

خطة الإنقاذ هي الخطة التي صاغها وزير الخزانة الأميركية هنري بولسون لإنقاذ النظام المالي الأميركي في 03 أكتوبر 2008، بعد أزمة الرهون العقارية التي ظهرت على السطح عام 2007، واستمرت تداعياتها حتى العام 2008، حيث أثرت على قطاع البنوك والأسواق المالية الأميركية مهددة بانهيار الاقتصاد الأميركي، وتداعي الاقتصاد العالمي، وتهدف الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية، التي تعود إلى دافعي الضرائب، وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن [ص132-01-02-03] تقوم الخطة على شراء الديون الهالكة التي تقض مضاجع السوق المالية الأميركية وتهدد بانهيارها، وتعود في معظمها إلى السياسة الخاطئة للرهونات العقارية التي اعتمدها المضاربون الماليون في وول ستريت، وينص القانون الذي أقره مجلس الشيوخ الأميركي على مهلة لهذه الخطة تنتهي في 2009/12/31، مع احتمال تمديدتها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتين اعتبارا من تاريخ إقرار الخطة و التي تضمنت ثلاثة أقسام

رئيسية[133ص03-04] تمثل القسم الأول في الضمانات لمكفلي الضرائب و التي نصت على على أن يتم تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس، ويملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه ب700 مليار دولار، كما لا بد من أن تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق إرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق، و يكلف وزير الخزانة التنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة[38ص88].

وأدرجت في النص الذي اقره مجلس الشيوخ الأربعاء مادتان جديدتان[134ص52]:

1 - رفع سقف الضمانات للمودعين من مئة ألف إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.

2 - إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي مئة مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.

في حين تمثل القسم الثاني في تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند رحيلهم وذلك من خلال منع دفع تعويضات باهظة لرؤساء أو مدراء الشركات الذين يتم تسريحهم أو يستقيلون بعد أن عملوا في شركات باعت أصولا إلى وزارة الخزانة طالما تساهم الخزانة فيها، بالإضافة إلى منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها. وحددت المكافآت لمسؤولي الشركات الذين يفيدون من التخفيضات الضريبية ب500 ألف دولار، كما تنص الخطة على استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق[135ص02-04].

و تعلق القسم الثالث بالمرقبة والشفافية حيث تتضمن قيام مجلس مراقبة بالإشراف على تطبيق الخطة، ويضم هذا المجلس رئيس الاحتياطي الفدرالي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة. وقيام مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس بالمحافظة على الحضور في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات، كما تم تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة، و يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة، كما تضمن هذا الفرع أيضا وضع إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات والتي تمثلت في إجراءات حماية للمالكين المهددين بمصادرة مساكنهم بينما من المقرر تطبيق مليوني إجراء من هذا النوع في 2009، بالإضافة إلى السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية للمدينين الذين يواجهون صعوبات، و مساعدة المصارف المحلية الصغيرة التي تضررت بأزمة الرهن العقاري[136ص52].

كما وضعت الإدارة الجديدة للحكومة الأمريكية "برئاسة أوباما"، مجموعة من التحفيزات لإنعاش الاقتصاد، تتمثل في ضخ 787 مليار دولار تمتد على 18 شهر، ابتداءً من شهر فيفري 2009، وتهدف

إلى استحداث من ثلاثة إلى أربعة ملايين منصب شغل، وتحقيق الاستقرار المالي، وإنقاذ الاقتصاد الأمريكي من شبح الركود، وتتضمن الخطة 310 مليار دولار لزيادة الإنفاق العام، و212 مليار دولار

كتخفيضات ضريبية، والباقي يوجه لدعم البنية التحتية للاقتصاد الأمريكي [137ص02].

* هيكل الخطة: تتوزع الأموال التي رصدتها الحكومة الأمريكية في إطار هذه الخطة على عدة مجالات، نذكرها فيما يلي:

1- البنية التحتية: تتمثل في زيادة الإنفاق الحكومي في البنية التحتية لتحفيز الاقتصاد الأمريكي،

وتوفير فرص عمل جديدة وذلك عن طريق [138ص01-02]:

- تخصيص 27,5 مليار دولار لبناء الجسور، ومد الطرقات السريعة، والسكك الحديدية؛

- دعم النقل العام بحوالي 18 مليار دولار؛

- تحديث 75% من المباني الفدرالية وغيرها من الهياكل الأساسية العامة، بتكلفة في حدود 31 مليار دولار؛

- تخصيص 7 مليارات لزيادة وتحسين خدمات الإنترنت، و11 مليار لإدخال تحسينات على شبكة الكهرباء؛

- رصد 116 مليار دولار للرعاية الصحية، بما فيها 87 مليار دولار لدعم ميزانية الصحة، كما تخصص 19 مليار دولار لتقنية المعلومات الصحية، و10 مليار دولار لأبحاث الطب الحيوي، وتحديث منشآت الرعاية الصحية الحكومية؛

- تحسين وتحديث التعليم بتكلفة 141 مليار دولار، بما في ذلك تطوير التعليم في المقاطعات، ومنع تقليصه، وتوسيع البرنامج الفدرالي "بيل غرانت" "Pell Grant program"، كما تخصص منها 6 مليار لتحديث برامج التعليم العالي؛

- مضاعفة إنتاج الطاقة البديلة على مدى ثلاثة سنوات، بتكلفة تصل إلى 54 مليار دولار.

2- التخفيضات الضريبية: وضعت الخطة تخفيضات ضريبية كبيرة لحوالي 95% من المواطنين

الأمريكيين من الطبقة الوسطى والفقيرة، كما تمس التخفيضات الشركات التي توفر فرص عمل جديدة، وتعتمد بصفة أساسية على العمالة الأمريكية، كما تتضمن تخفيضات للمشروعات الصغيرة لتشجيعها على الاستمرار وتوفير مناصب الشغل، ويمكن إيجاز أهم هذه التخفيضات فيما يلي [138ص03]:

- تخصيص حوالي 116 مليار دولار لخفض ضرائب العمل، بحيث يستفيد الأفراد من تخفيض بقيمة 400 دولار سنوياً، والعائلات من 800 دولار؛

- رصد 14 مليار دولار للعمال المتقاعدين والمعاقين، حيث يدفع لهم مبلغ 250 دولار دفعة واحدة، كما تخصص 15 مليار دولار للتوسع في ائتمان ضريبة الأطفال؛
- توجيه 70 مليار دولار لمواجهة أعباء توسيع الإعفاءات الضريبية؛
- 20 مليار دولار تخصص لخفض ضرائب الشركات.

* تحقيق الاستقرار في النظام المالي: تعتزم الإدارة الأمريكية على تشديد الرقابة المالية في البلاد، واستحداث تغييرات واسعة النطاق في النظام المالي الأمريكي، ووضع قواعد أكثر صرامة لصناديق التحوط، ووكالات التصنيف الائتماني، وسماسة الرهن العقاري، وزيادة الرقابة على الأدوات المالية المعقدة التي كانت سبباً من أسباب الأزمة الاقتصادية، وهذا عن طريق ما يلي [138ص04]:

- إنشاء لجنة لمراقبة عمليات البورصة والإشراف على صناديق التحوط ومراقبة عمليات التسجيل، مع وضع خطة تنظيمية شاملة لتوحيد آليات عمل الوكالات المصرفية والمالية، مما سيحقق تحسناً كبيراً في عنصري الشفافية والإشراف على النظام المالي.

- إنشاء صندوق لمساعدة المتضررين من تعثر سوق الرهن العقاري، بمساعدتهم على إعادة جدولة ديونهم، وتوفير الدعم الشامل لأصحاب المنازل، إلى جانب ضرورة وضع نظام يسمح بالتأكد من تقديم المعلومات الكاملة عن خيارات التمويل العقاري أمام مشتري المساكن.

- التدقيق ومراجعة حسابات الشركات المتعثرة التي تحصلت على دعم مالي في إطار خطة الإنقاذ الأولى، وتحديد أي من الشركات التي تستحق الدعم خلال الفترة المقبلة.

2- بريطانيا:

أقرت بريطانيا خطة تضخ بموجبها ما يصل 250 مليار جنيه (نحو 450 مليار دولار) من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلاد، وتشمل الخطة عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل، وتشترط الخطة البريطانية على البنوك الحد من المزايا الممنوحة للمسؤولين التنفيذيين وتخفيض التوزيعات النقدية في هذه المصارف كما ذكر وزير المالية البريطاني أليستير دارلنغ إن الدولة مستعدة لتقديم المزيد من الأموال إذا استدعى الأمر [139ص06] وذكرت صحيفة سانداي تايمز أن البرنامج يقتضى إمداد أربعة بنوك -وهي إتش بي أو إس، ورويال بنك أوف سكوتلند، ولويدز تي إس بي، وباركليز بنحو 35 مليار جنيه استرليني (حوالي 60.5 مليار دولار) وهذا ما يجعل الحكومة صاحبة أكبر أسهم في بنكين على الأقل و هما اتش بي أو اس و رويال بنك أوف سكوتلند [140ص01-02] ، كما قام البنك المركزي البريطاني بتوسع كبير في نطاق الضمانات الإضافية المقبولة و نطاق المقترضين المسموح لهم بالوصول إلى أموال البنك المركزي، كما قام البنك الفدرالي الأمريكي بتخفيض

نسب الفائدة إلى مستويات دنيا و قدمت السلطات البريطانية ضمانا كاملا للودائع من أجل استعادة ثقة المودعين بعد إفلاس شركات الرهن العقاري[141ص08].

3- الاتحاد الأوروبي:

تم طرح فكرة إنشاء صندوق إنقاذ مصرفي أوروبي حجمه 300مليار يورو أي ما يعادل 418.4 مليار دولار، و لكن هذه الفكرة لاقت معارضة من طرف ألمانيا و هولندا التي أيدت فكرة إنشاء صندوق إنقاذ و لكن يخصص له 03% فقط من إجمالي الناتج المحلي لإنقاذ البنوك الوطنية[38ص85-86]، كما قام البنك المركزي الأوروبي بتخفيض معدلات الفائدة و ضمان عملية الإقراض بين البنوك من أجل تجنب دخول الاقتصاد في حالة ركود، كما تضمنت خطة الإنقاذ تقديم مبلغ 1.7 تريليون يورو لمساعدة القطاع المالي و مساعدة البنوك المتعثرة و منها فرنسا التي تعهدت بضخ مبلغ 320مليار يورو لضمان القروض بين المصارف و 40 مليار يورو لإعادة رسمة المصارف و اسبانيا بمبلغ 100 مليار يورو لضمان القروض بين المصارف و 30 مليار يورو لإعادة رسمة المصارف، في حين تعهدت هولندا بضخ مبلغ 200مليار يورو لضمان القروض بين المصارف و مبلغ 20مليار يورو لإعادة رسمة المصارف، كما قامت البرتغال بتخصيص مبلغ 20مليار يورو لضمان القروض بين المصارف[136ص58].

كما تعهدت ألمانيا على توفير 670 مليار أورو، بهدف إنقاذ الاقتصاد ومساعدة القطاع المالي ودعم البنوك المتعثرة[142ص04]. وتقوم هذه الخطة على توصيات نوجزها فيما يلي[143ص03-09]:

- تذليل العقبات أمام التعاملات الماليّة بين البنوك من أجل الحد من الارتفاع المستمر لأسعار الفائدة في التعاملات ما بين البنوك، وذلك بالتزام الحكومات بتوفير الضمانات الضرورية لتلك القروض على امتداد خمس سنوات ابتداءً من 2009.

- التزام الحكومات بدعم رؤوس أموال البنوك، حتى تقوم بدورها في تمويل الاقتصاد بتقديم القروض للعائلات والشركات، وهذا بشراء الأصول المتعثرة لهذه البنوك أو امتلاك أسهم في رؤوس أموالها؛

- العمل على منع إفلاس المؤسسات الماليّة التي يؤدي إفلاسها إلى إفلاس مؤسسات أخرى، بتقديم المساعدات لهذه المؤسسات؛

- التخلي عن التعامل بالقيمة العادلة في إطار المعايير المحاسبية الدولية، والتقييم بالقيمة التاريخية باعتبار أن التعامل بالقيمة العادلة كانت من أسباب الأزمة؛

- تعزيز علاقات التعاون بين بلدان الاتحاد الأوروبي في مجال معالجة تداعيات الأزمة المالية
الراهنة.

4- روسيا:

أقر مجلس الدوما الروسي (البرلمان) خطة اقترحها الرئيس ديمتري ميدفيديف لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 63 مليار يورو أي ما يعادل 84 مليار دولار، و سيتم توفير مبالغ الخطة من الاحتياطي النقدي الروسي و بتمويل من بنك التنمية، حيث ستحصل البنوك المتعثرة على القروض من هذه المبالغ، كما أكد رئيس الوزراء فلاديمير بوتين عزم حكومته البدء في شراء سندات الشركات الروسية بقيمة تصل إلى خمسة مليارات يورو. وقرر البنك المركزي الروسي تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك، كحل مؤقت إلى 0.5% بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي، وإرساء الاستقرار في السوق المالية الداخلية وتعزيز السيولة في القطاع المصرفي الروسي [144ص03]، كما قام بضخ حوالي 10 تريليون روبل أي حوالي 340 مليار دولار و هو ما يعادل الميزانية السنوية للبلاد لدعم الأسواق المالية الروسية و تشمل الخطة تقديم 92 مليار روبل كمساعدات للمؤسسات الأساسية و 200 مليار روبل كضمانات حكومية.

4- اليابان:

أمام التقلبات الحادة التي شهدتها سوق طوكيو للأوراق المالية اتخذ البنك المركزي الياباني سلسلة من التدابير لطمأنة السوق المصرفية و قام بضخ آلاف المليارات من الين الياباني بفائدة محدودة و لقيمة غير محدودة مع ابقاء نسبة فائدته الرئيسية دون تغيير أي 0.5%. كما قام كذلك و من أجل دعم سوق المصارف بتوسيع قائمة الضمانات التي يقبل بها من جانب المصارف الخاصة التي تقترض منه، كما وقع بنك اليابان المركزي مع نظيره الأمريكي على اتفاقية يقوم الطرفان بموجبها بإقراض متبادل لتعزيز السيولة المركزية و التي تستنفد من خلال ضخها في الأسواق المصرفية المحتاجة للسيولة، و هذا التبادل يصلح حتى 30 جانفي 2009 بشرط أن لا حجم الأموال المتبادلة مبلغ ستين مليار دولار [136ص59]، كما أقرت الحكومة اليابانية خطة إنقاذ بقيمة 27 تريليون ين في أكتوبر 2008، استهدفت تقديم القروض للشركات الصغيرة وتقديم مساعدات مالية للأسر لتحفيز الإنفاق. إلى جانب إقرارها خطة تحفيز اقتصادية قوامها 23 تريليون ين (255 مليار دولار) في بداية السنة الحالية لإنعاش الاقتصاد الياباني، تتضمن حزمة من الإجراءات لزيادة فرص العمل وتشجيع الإقراض، مع ضخ الأموال في النظام المصرفي، بهدف تحقيق استقرار النظام الاقتصادي الياباني،

وتتضمن هذه الخطة ما يلي [145ص02-04] :

- عشرة تريليون ين (111 مليار دولار) على شكل إعفاءات ضريبية، وتمويلات حكومية.
- 13 تريليون ين (144 مليار دولار) لمعالجة مشكلة الائتمان بما في ذلك ضخ الأموال في البنوك وغيرها من المؤسسات المالية.

و مع تواصل تداعيات الأزمة على الاقتصاد الياباني، أقرت الحكومة في 10 أبريل 2009 حزمة تحفيزات جديدة بـ 15,4 تريليون ين، ليصل مجموع الإنفاق إلى حوالي 56,8 تريليون ين، من أجل زيادة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2% وتوفير من 0,4 إلى 0,5 مليون وظيفة، ويمكن تلخيص بنود هذه الخطة كالآتي [142ص04]:

✳ المبدأ الأساسي الأول: الإجراءات التعاونية على الصعيد الوطني، بحيث تجاوزت هذه الأزمة سببقتها في العمق والتأثير، مما يستدعي التعاون الجماعي من أجل تجاوز التحديات التي تنطوي عليها؛

✳ المبدأ الأساسي الثاني: الإجراءات الاقتصادية، وتكون على ثلاثة مراحل كالآتي:

- إتباع كل الإجراءات الضرورية لإخراج الاقتصاد من حالة الركود التي يعاني منها.
- ضمان عودة الاقتصاد إلى حالة النمو بداية من النصف الثاني من هذه السنة إلى نهاية النصف الأول من سنة 2010، بزيادة الاستثمار في البنى التحتية.
- العودة إلى مستويات النمو المرتفعة بداية من النصف الثاني من سنة 2010 اعتمادا على تنشيط الطلب المحلي وزيادة الصادرات، والاستفادة من قدرة اليابان على مواجهة مثل هذه التحديات.

✳ المبدأ الأساسي الثالث: اتخاذ نهج إصلاحي شامل يمتد على ثلاث سنوات من أجل الوصول إلى الأهداف السابقة، عن طريق تشجيع القطاع الخاص، الاستثمار في الموارد البشرية والبحث العلمي، وتتمحور هذه التدابير فيما يلي:

- دعم العمالة بتوفير فرص عمل جديدة، ودعم إعادة التوظيف، وتنمية المهارات، ومنع إنهاء عقود العمل.

- تعزيز الاستقرار المالي، بدعم الوساطة المالية وتسهيل تمويل المؤسسات، تيسير التمويل العقاري.

- في مجال البنية التحتية، دعم توليد الطاقة الشمسية وإدخالها إلى المباني العامة، زيادة المباني المضادة للزلازل، دعم السيارات صديقة البيئة، تشجيع برنامج الانبعاثات الصفيرية من المباني، تحديث وسائل النقل غير الملوثة للبيئة.

- تنشيط الخدمات الصحية ورعاية الطفولة بتقديم 36 ألف ين لكل طفل ما بين 3 و5 سنوات، زيادة إنتاج أنواع اللقاحات المضادة لأنفلونزا.

- تشجيع الزراعة، الصيد البحري، حماية الغابات.

- تطوير تكنولوجيا المعلومات.

- إصلاح النظام الضريبي، بتخفيض الضرائب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، توسيع الحوافز الضريبية للبحث والتطوير.

6- الصين:

قامت الصين بعدة إجراءات تهدف للحد من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية على الاقتصاد الوطني، ومن بين هذه الإجراءات نذكر ما يلي [146ص04]:

- طرح برنامج تحفيزي قيمته 586 مليار دولار يركز على مشروعات البنية الأساسية، لتعزيز الطلب المحلي وخفض اعتماد الاقتصاد على الصادرات المتهاوية.

- قام البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة عدة مرات.

- تقديم تسهيلات من طرف البنوك للشركات الصغيرة، كما قامت بزيادة المعروض النقدي بنسبة 17%، بهدف تحفيز إنفاق المستهلكين.

- زيادة القروض إلى البنوك بمقدار مائة مليار يوان (14,6 مليار دولار)، مع تعليق وخفض مبيعات بعض سندات الحكومة.

- إصلاح طريقة حساب ضريبة القيمة المضافة، ويؤدي هذا الإجراء إلى خفض إجمالي ضرائب الشركات بمقدار 120 مليار يوان سنويًا.

تهدف هذه الإجراءات إلى تحفيز النشاط الاقتصادي المحلي، عن طريق توفير القروض وتشجيع

المستهلكين والشركات على الاقتراض.

6 - على مستوى الدول العربية:

يمكن تلخيص أهم الاجراءات التي تبنتها الدول العربية لمواجهة الأزمة المالية الراهنة في النقاط

التالية [70ص17]:

- قيام كل دولة عربية بزيادة الإنفاق العام وبصفة خاصة الإنفاق العام الاستثماري ولاسيما في مشروعات البنية الأساسية لتنشيط الطلب الفعلي والخروج من حالة الكساد وتعويض الفقد في الوظائف.

- كما يجب على الدول العربية أن تسارع بتقوية بنوكها المركزية وإعطائها الإستقلال حتى تتمكن من فرض رقابة شديدة على جميع البنوك ولاسيما فيما يتعلق بمنح الإئتمان.

- على الدول العربية كذلك أن تعيد النظر في العلاقات التجارية والاقتصادية مع الخارج والتوجه نحو الإستفادة من الأسواق الآمنة الجديدة في العالم ولا سيما تلك التي لم تتأثر نسبيا بالأزمة العالمية كما هو الحال مثلا في الصين و الهند والبرازيل و.... إلخ

- على الدول العربية أيضاً أن تستفيد من هذه الأزمة وتعيد نظرتها إلى التعاون الاقتصادي العربي ولا سيما في مجال الاستثمار والتجارة الخارجية.

2.1.3.2. خطط الإنقاذ ذات الصيغة التعاونية: إن ترابط التعاملات المصرفية و المالية مع

الولايات المتحدة الأمريكية و ربط معظم دول العالم في الأزمة مما أدى بالأسواق المالية و المصرفية الأوروبية و الآسيوية و الشرق أوسطية لتحمل تبعات الخسائر العائلة التي أحاطت بالمصارف الأمريكية و بالتالي بمصارفهم و في بورصاتهم الأمر الذي دفع بهذه الدول إلى انتهاج النهج المشترك و تبني خطط إنقاذ جماعية و تعاونية في شكل مجموعات لمواجهة تداعيات هذا التسونامي المالي على الشكل التالي:

1- مجموعة G4 الأوروبية:

تم عقد اجتماع دول المجموعة G4 الأوروبية في 04 أكتوبر 2008 حيث التزمت فيها بدعم مؤسسات بلدانها المتعثرة، كما قرر زعماء هذه الدول (فرنسا، ألمانيا، بريطانيا و ايطاليا) معاقبة المسؤولين الذين أفلست مؤسساتهم، و في شأن المبادرات الأخرى، أكد الرئيس الفرنسي بصفته رئيسا للاتحاد الأوروبي أيضا أن "على المفوضية الأوروبية أن تظهر ليونة في تطبيق القواعد على صعيد المساعدة الرسمية للمؤسسات ، كما في مبادئ السوق الموحدة"، و شدد أيضا على أن " تطبيق معاهدة الاستقرار و النمو الأوروبية يجب أن يعكس الظروف الاستثنائية التي نعيش". و تعهدت المجموعة بضمان متانة و استقرار النظام المصرفي و المالي الأوروبي، و اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لتحقيق هذا الهدف، كما رحب زعماء المجموعة بالجهود التي يقوم بها البنك المركزي الأوروبي كضخ السيولة في شرايين المصارف الأوروبية، و رحبوا أيضا بقرار بنك الاستثمار الأوروبي "BIE" تخصيص مبلغ 30 مليار يورو لمساعدة الشركات الأوروبية الصغيرة و المتوسطة و طالبوه بتطبيق الدفع بسرعة، كما دعوا أيضا

إلى تطوير منسق للقوانين الأوروبية حول أمن الودائع و إلى إنشاء فوري لهيئة من المشرفين على المؤسسات المالية عبر الحدود، و التفكير في تشكيل خلية أزمة تضم المشرفين و المصارف المركزية و وزارات المالية، و نظرا لانعدام الثقة بالزعماء و بقراراتهم فان هذا الاجتماع لم يكن سوى تمهيدا لاجتماع مجموعة الدول الصناعية السبع [134ص54].

2- مجموعة الدول الصناعية السبع "G7":

عقد الاجتماع في 10 أكتوبر 2008 حيث وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى (الولايات المتحدة وبريطانيا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان وكندا) "خطة تحرك" لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وتعهد أعضاؤها بمنع إفلاس المصارف الكبرى و استعمال جميع الوسائل التي بحوزتهم لدعم المؤسسات الكبرى، واتفقت القمة على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي، واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة والرساميل، و من أجل إعادة الثقة بين المصارف أرادت المجموعة أن تتمكن المصارف من رفع رساميلها إلى مبالغ كافية لدى القطاع العام و الخاص، ومن أجل إعادة ثقة المودعين بالمصارف التي تأوي حساباتهم طالبت المجموعة بتحركات ملموسة من خلال تأمين ودائعهم عن طريق ضمانات قوية و متماسكة من قبل السلطات العامة، كما أعربت المجموعة عن استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية الحالية [147ص02]، و عموما يمكن تلخيص بنود هذه الاتفاقية في النقاط التالية [148ص01-03]:

- اتخاذ إجراءات حاسمة، واستعمال جميع الوسائل، لدعم المؤسسات المالية الكبرى التي يتسبب إفلاسها في إفلاس مؤسسات أخرى، وذلك بتملك حصص من رأسمالها.
- اتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية، كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة ورؤوس الأموال.
- استعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم، عن طريق ضمانات قوية من قبل السلطات العامة، لاستعادة ثقة المودعين في سلامة ودائعهم، وتمكين البنوك من جمع رؤوس الأموال الكافية من القطاعين العام والخاص، لتتمكن من مواصلة عملية إقراض العائلات والشركات.
- الشفافية ونشر معلومات دقيقة حول الأصول المالية، واتخاذ قرارات فعالة في الوقت المناسب لإنعاش أسواق الرهن العقاري، وإجراء عملية تقييم للأصول.
- القيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن العقاري، الذي كان سبباً للأزمة المالية الحالية.

- مواصلة التحرك معاً، من أجل إحلال الاستقرار في أسواق المال وضمان تدفق رؤوس الأموال لدعم النمو الاقتصادي العالمي.

3- مجموعة الدول العشرين "G20":

تم عقد الاجتماع في 10 أكتوبر 2008 في العاصمة البريطانية لندن، تضم مجموعة العشرين أكبر اقتصاديات العالم إلى جانب بعض الدول الناشئة أو الصاعدة¹، وهي تمثل حوالي 85% من النشاط الاقتصادي العالمي [149ص01]، حيث تم الاتفاق بشأن معالجة الأزمة المالية العالمية ويشمل إجراءات تبلغ كلفتها 1.1 تريليون دولار أمريكي. و تعهدت هذه المجموعة باستعمال جميع الوسائل الاقتصادية و المالية لتأمين الاستقرار و حسن عمل الأسواق المالية، كما تعهدت التأكد من أن التحركات ستأتي بالتنسيق و بشكل لا يكون التحرك الذي تقوم به دولة ما على حساب الدول الأخرى أو على حساب استقرار النظام بمجمله، و شددت المجموعة على عزمها على العمل معا للخروج من الأزمة المالية و لترسيخ التعاون في ما بينها و مراقبة العمل العام للأسواق المالية العالمية [150ص01]. واتفق المجتمعون على زيادة موارد صندوق النقد الدولي بواقع 750 مليار دولار لمساعدة الدول التي تتعرض لمشكلات اقتصادية، بالإضافة إلى عدد من التدابير، من بينها خضوع المكافآت والمدفوعات لمسئولي البنوك لرقابة أكثر تشدداً، واستحداث مجلس خاص بالاستقرار المالي للعمل مع صندوق النقد الدولي لضمان التعاون عبر الحدود، والعمل على المزيد من التنظيم لصناديق التوفير ووكالات التصنيفات الائتمانية، ورؤية مشتركة لتطهير البنوك من الديون المدعومة، كما تم الاتفاق على أن تحصل أفقر دول العالم على معونات تقدر قيمتها ب 50 مليار دولار، و عموماً فإنه من أبرز قرارات قمة العشرين هو تخصيص مبلغ 500 مليار دولار لتعزيز دور صندوق النقد الدولي وتمكينه من تقديم القروض للاقتصاديات المتعثرة، رصد مبلغ 250 مليار دولار أمريكي لتمويل الخطوات والإجراءات التي من شأنها تعزيز وتنشيط حركة التجارة العالمية، تقديم مبلغ 250 مليار أخرى لصندوق النقد الدولي كنوع تعزيز حقوق السحب الخاصة (أو خدمة السحب على المكشوف) التي تمكن الدول من الاقتراض منها، تخصيص مبلغ 100 مليار دولار لمساعدة بنوك التنمية في العالم للتمكن من تقديم القروض للدول الفقيرة [151ص02-06] ، إخضاع المرتبات والحوافز والزيادات التي يتقاضاها العاملون في القطاع المصرفي لإجراءات رقابة صارمة ولصيقة، إنشاء مجلس عالمي للاستقرار المالي ليعمل مع صندوق النقد الدولي ويكون مسؤولاً عن التأكد من سلامة العمليات المالية العابرة للحدود بين الدول ويقدم آلية

¹ - مجموعة العشرين: هي إطار تشاوري غير رسمي للدول، تم تأسيسها سنة 1999 في أعقاب الأزمة المالية، و تتكون من محافظي البنوك المركزية و الوزراء المكلفين بالمالية ل 19 دولة صناعية و صاعدة بالإضافة إلى الاتحاد الأوروبي هي: الأرجنتين، أستراليا، البرازيل، كندا، الصين، فرنسا، ألمانيا، الهند، اندونيسيا، ايطاليا، اليابان، المكسيك، روسيا، السعودية، جنوب إفريقيا، كوريا الجنوبية، تركيا، بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الأوروبي.

إنذار مبكر للنظام المالي بالإضافة إلى العديد من عمليات التنظيم والرقابة على صناديق الاستثمار السيادية والوكالات التي تمنح الائتمان [152ص04].¹

و في ايطار إصلاحات إدارة النظام النقدي و المالي الدولي تمت مراجعة حصص التصويت في إطار صندوق النقد الدولي، وذلك بهدف توسيع دائرة اتخاذ القرار ضمنه، و تم ذلك بزيادة الحصص التصويتية لأكثر من 3/2 البلدان الأعضاء في الصندوق و البالغ عددها 185 بلدا، و الدول المستفيدة هي الدول الصاعدة و النامية [153ص14].

5- مجموعة دول منطقة اليورو "G15":

عقد اجتماع دول منطقة اليورو في 12 أكتوبر 2008 للبحث في خطة لإنقاذ النظام المصرفي من تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهن حيث تم تبني خطة سعت هذه الأخيرة إلى إعادة رسملة المؤسسات المصرفية المتعثرة و ذلك بزيادة رؤوس أموالها و تمتك الحكومة بالتالي غالبية رؤوس الأموال في المصرف الذي يخضع لإعادة الرسملة، و بذلك تكون قد وفرت ضمانات للمدخرين و المؤسسات المقترضة و حماية لمصالح دافعي الضرائب و دعم لاستقرار الأسواق المالية.

كما تهدف خطة الإنقاذ إلى ضمان ديون المصارف لمدة خمس سنوات و المصارف تستدين من البنك المركزي و من بعضها البعض، و تعهدت أيضا الدول في مجموعة اليورو بضمان القروض بين المصارف حتى نهاية سنة 2009مقابل أن تدفع المصارف ثمن هذا الإجراء بحسب أسعار السوق أي بحسب معدلات الفائدة المطبقة و بحسب درجة الخطورة لهذه القروض، كما بينت هذه الدول استعدادها لتقديم أصول مالية من نوعية جيدة مقابل أ تستثمر المصارف في سندات خزانة حكومية، و الاستثمار في سندات الدولة يعني مساهمة المستثمر في تمويل دين هذه الدولة.

كما طالبت دول مجموعة اليورو المصارف بفك أسر سوق الاعتمادات و بالأخص لشراء العقارات كي لا يتأثر هذا القطاع الذي يلعب دورا رياديا في الاقتصاديات الأوروبية [136ص54-55-56].

2.3.2. استجابة صندوق النقد الدولي و إدارته للأزمة المالية

قبل التطرق إلى إدارة صندوق النقد الدولي للأزمة المالية كان لابد علينا التعريف في البداية بهذه المؤسسة العالمية، فصندوق النقد الدولي أنشئ بموجب اتفاقية بروتون وودز التي عقدت في جويلية 1944 و أصبحت نصوصها نافذة في 27 ديسمبر 1945، و عقدت الجلسة الافتتاحية لمجلس محافظي الصندوق في 08 مارس 1946 [154ص76].

و تتمثل وظيفة صندوق النقد الدولي في دعم استقرار أسعار الصرف و المحافظة على التدابير المنظمة للصراف بين الدول الأعضاء لتفادي التنافس على تخفيض أسعار الصرف، المساهمة في إقامة نظام للمدفوعات متعددة الأطراف بالنسبة للعمليات الجارية بين الدول الأعضاء و إزالة القيود المفروضة على

¹ - قمة العشرين تتوصل إلى اتفاق بشأن معالجة الأزمة المالية العالمية، موقع الإذاعة الجزائرية + وكالات، يوم 03 أبريل 2009.

الصرف الأجنبي و التي تعيق نمو التجارة الدولية، بث الثقة بين الدول الأعضاء من خلال جعل موارد الصندوق ميسورة لها ضمانات ملائمة، ومن ثم إتاحة الفرصة لها لتصحيح الاختلال في موازين مدفوعاتها دون اللجوء الى التدابير التي من شأنها أن تقضي على الرخاء القومي و الدولي.

ولقد تم منح الصندوق سلطات واسعة و موارد كبيرة حتى يتمكن من تحقيق هذه الأهداف، و في واقع الأمر فان الصندوق لم يكتف بمنح التسهيلات الائتمانية للدول الأعضاء من خلال شراء العملات و إعادة شرائها وفقا لنصوص اتفاقية تأسيسه، بل انه امتد لوظائف أخرى تستهدف دعم فاعليته على المستوى العالمي و تمكينه من تحقيق أهدافه من حيث تصحيح موازين المدفوعات للدول الأعضاء و استقرار أسعار الصرف[154ص77].

و بخصوص الأزمة المالية العالمية الحالية فقد صرح المدير العام السابق لصندوق النقد الدولي السيد دومينيك سترواس قائلا أن الأزمة المالية التي تعرض لها الاقتصاد الأمريكي منذ سنة 2007 تعتبر الأعنف منذ أزمة الثلاثينيات من القرن العشرين[155ص04]، و في تفاعله مع الأزمة المالية الحالية اعتمد مجموعة من الإجراءات أهمها:

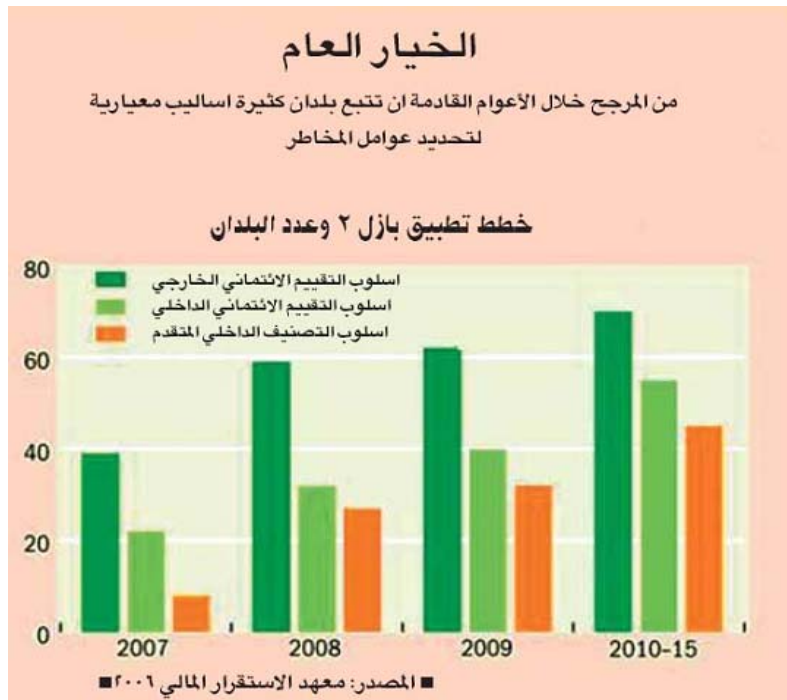
- إنشاء تسهيل تمويلي للسيولة القصيرة الأجل مخصص للبلدان القادرة على النفاذ إلى الأسواق، يمكن أن يصل إلى 500% من حصة البلد العضو بأجل استحقاق ثلاثة أشهر، ويمنح للدول الأعضاء ذات السجل الايجابي في إتباع سياسات سليمة و التي تستطيع النفاذ إلى أسواق رأس المال و لديها مديونية يمكن الاستمرار في تحمل أعبائها[156ص02].

- منح تسهيلات و قروض للدول ذات الأساس الاقتصادي الصلب و التي تتعرض مؤقتا لضغوط مالية، حيث أشار الصندوق إلى أن لديه 200مليار دولار متاحة للإقراض، ويمكنه سحب موارد إضافية عن طريق اتفاقيتين دائمتين للإقراض مع مجموعات من الدول الأعضاء، و دخل بالفعل في محادثات مع عدة بلدان حول إمكانية تنفيذ برامج لمنحها قروضا جديدة.

- مراجعة أولويات الصندوق بالاتجاه نحو مساعدة الدول الأعضاء على معالجة الأزمات الوشيكة و المهمات العاجلة، و مراجعة أدوات القروض المتوفرة لدى الصندوق، و الاهتمام بجدول الأعمال الخاص بحوكمة الصندوق.

- وضع مجموعة من المبادئ لمعالجة الأوضاع بشكل معجل وهي: الاستعانة بتدابير شاملة تتخذ في الوقت المناسب و تكون واضحة تدور حول توفير المزيد من التمويل و تحسين تكلفته و آجال استحقاقه حتى تستقر الميزانيات العمومية، استهداف مجموعة من السياسات المتسقة و المترابطة لتحقيق استقرار النظام المالي العالمي، العمل على الاستجابة السريعة على أساس الرصد المبكر للتوترات الناشئة و هذا بالتنسيق الداخلي و عبر الحدود، الحرص على أن تكون التدخلات الحكومية لفترة مؤقتة مع توفير الحماية لصالح دافعي الضرائب، العمل على إرساء نظام مالي أكثر سلامة و تنافسية و كفاءة باعتماد

آليات رفع فعالية انضباط السوق [157ص28]، كما دعى الصندوق إلى وضع المبادئ و الخطوط التوجيهية فيما يتصل بالاستثمار الأجنبي المباشر و الصناديق السيادية [158ص02]. كما يرى صندوق النقد الدولي أن هناك ارتباط قوي بين التطبيق التام لبازل 2 و الاستقرار المالي، و مبادرة الصندوق تهدف إلى تقييم فعالية بازل 2 و يوصي بالتطبيق السليم لمعايير الاتفاق و الشكل الموالي يبين خطط تطبيق بازل 2 لتحديد عوامل الخطر و التي من شأنها أن تعمل على التقليل من أثر الأزمة المالية العالمية الحالية [159ص21].



الشكل رقم 10: خطط تطبيق بازل 2 لتحديد عوامل الخطر، معهد الاستقرار المالي 2006 و عموما فقد اعتبر صندوق النقد الدولي أن السياسات المالية القادمة يجب أن تتمحور حول الاعتراف بحجم الخسائر التي منيت بها المؤسسات المالية من جهة و تقديم الدعم للمؤسسات القادرة على الاستمرار من جهة أخرى، كما لا بد على البنوك المركزية أن تقوم بضخ المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، وذلك لشراء أصول فاسدة من البنوك، كما تضمنته خطة الإنقاذ الأمريكية على سبيل المثال ورفع مبلغ الضمان الحكومي على المدخرات، كما ورد في خطة الإنقاذ الأمريكية بحيث تضمن ودائع الأفراد من 100 ألف إلى 250 ألف دولار لمنع أي خوف على الودائع البنكية، بالإضافة إلى التيسيرات الإجرائية للتعجيل بالموافقة على المشروعات الصناعية لجذب المستثمرين [160ص01].

3.3.2. مصيدة السيولة الكنزية كأحد حلول الأزمة المالية الراهنة

من أهم الحلول التي قدمت لمعالجة الأزمات المالية التي حدثت في الماضي مثل أزمة جنوب شرق آسيا هي ضخ أموال عامة كبيرة لإنقاذ النظام المصرفي المتعثر، و بالإسقاط على الأزمة المالية الحالية فإن أهم الحلول التي قدمت هي كذلك ضخ أموال عامة وتدخل كبير من قبل الحكومات في النظام المالي المصرفي ، و قد كان هذا المقترح محل نقاش و اعتراض من قبل العديد من الاقتصاديين الذين شككوا في جدواه[161ص12]، بالإضافة إلى حل ضخ السيولة كان هناك أيضا حلول أخرى منتهجة منها فرض قيود على حركة رؤوس الأموال، و إنشاء مؤسسة عالمية مخصصة لمراقبة تلك التحركات ارتكازا على حل خفض معدلات الفائدة فالدعوة إلى ضخ سيولة كبيرة حتما سيؤثر على أسعار الفائدة السائدة و هناك تظهر التوليفة ما بين ضخ السيولة و مصيدة السيولة الكنزية حيث قام مدير الاحتياطي الفدرالي الأمريكي و عبر قناة CNN بالإعلان عن تطبيق سياسة مصيدة السيولة الكنزية كحل لعلاج ما يمكن علاجه من إفرازات الأزمة المالية الحالية و ذلك بالتأثير على متغيرات أسعار الأوراق المالية و الطلب الكلي.

1.3.3.2. أسعار الأوراق المالية : عندما يكون الاقتصاد ضمن المجال الكنزي (فخ السيولة) فإن

أسعار الأوراق المالية ترتفع نتيجة لانخفاض معدلات الفائدة (علاقة عكسية بين معدلات الفائدة و أسعار السندات)¹ بالإضافة إلى تأثير قانون العرض و الطلب .

فبانخفاض أسعار الفائدة يوجه الأفراد مدخراتهم للاستثمار في حافظة أوراق السوق المالية بهدف الحصول على عائد أكبر من أسعار الفائدة، و بذلك يرتفع الطلب على الأوراق المالية مما يؤدي إلى زيادة في ارتفاع أسعارها و بذلك يعتبر هذا الارتفاع حل لإنعاش قيم أسهم و سندات الرهون العقارية المنهارة بسبب الأزمة.

2.3.3.2 الحيلولة دون تعاضم حالة الركود: تعتبر سياسة مصيدة السيولة من ضمن الحلول لحماية

الاقتصاديات المختلفة من الوقوع في حالة من الركود، فهذه السياسة تهدف إلى ضخ السيولة في السوق و بالتالي توسيع منح الائتمان المصرفي بشكل أكبر و بمعدلات فائدة إقراض منخفضة كمنفذ للسيولة التي تم ضخها في الاقتصاد، مما يعزز و يرفع من قيمة الاستثمار (بفعل العلاقة العكسية بين معدلات الفائدة و الاستثمار)، و هو ما يعظم من حجم الطلب الكلي و بالتالي ارتفاع الاستهلاك وفقا للارتفاع الحاصل في الدخل، و بهذا ندخل في سلسلة من الارتفاعات المتتالية للدخل، فعل مستوى الاقتصاد الأمريكي مثلا تؤدي سياسة مصيدة السيولة إلى رفع الكتلة النقدية و رفع حجم الاستثمار، فبانخفاض سعر الفائدة و عندما يصل إلى نسبة الصفر بالمئة تحديدا يتم توسيع منح الائتمان المصرفي بشكل أكبر و

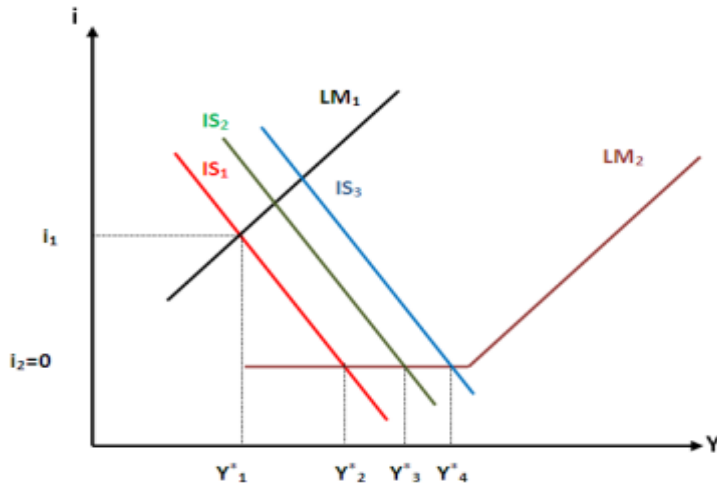
¹ - هناك علاقة عكسية بين أسعار السندات و سعر الفائدة، إذ يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض أسعار السندات و يعود السبب في العلاقة العكسية إلى محدودية العائد السنوي المتحصل من السند.

بمعدلات فائدة إقراض منخفضة، مما يعزز و يرفع من قيمة الاستثمار و هو ما يعظم من حجم الطلب الكلي، فعلى اعتبار أن معادلة الطلب الكلي تكتب من الشكل:

$$AD = C + I + G + (X - M)$$

حيث:

AD: الطلب الكلي، I: الاستثمار، C: الاستهلاك، G: الإنفاق العام، X: الصادرات، M: الواردات. وعليه فإن ارتفاع الاستثمار يؤدي إلى تحرك منحنى IS_1 نحو اليمين إلى IS_2 مما يؤدي إلى ارتفاع الدخل مؤثرا على مجموعة من التغيرات منها الاستهلاك مما يؤدي إلى ارتفاع هذا الأخير، فساهم مرة أخرى في نقل منحنى التوازن في سوق السلع و الخدمات ثانياً إلى اليمين إلى IS_3 و يتم تعميق الزيادة في الدخل و الشكل التالي يبين أثر تغير كل من " I " و " C " في سوق السلع و الخدمات إلا أن هذه الارتفاعات تبقى تحت سقف المطلوب مما يستوجب انتهاج سياسة مالية داعمة من خلال رفع الإنفاق، على اعتبار أن السياسة النقدية [162ص53]. في معظم الدول قد استنفدت إجراءات خفض الفائدة و ما على الدول حالياً إلا الارتكاز على سياسة مالية توسعية من خلال الإنفاق لتعزيز النشاط الاقتصادي [163ص11-12].



الشكل رقم 11: أثر تغير كل من الاستثمار و الاستهلاك في سوق السلع و الخدمات

إن قيام البنك الفدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة إلى حدود 0% أو ما يطلق عليه رأسماليا سياسة مصيدة السيولة الكنزوية (فخ السيولة) و ما نعتبره إسلاميا و دون مرجعيات مسبقة في الطرح هو صميم الطرح الاقتصادي الإسلامي، و تحاول أغلب الدول تنشيط اقتصادها من خلال هذه السياسة تدويلا لمصيدة السيولة و تدويلا بلا و عي للطرح الإسلامي.

4.3.2. البديل الإسلامي لمعالجة الأزمة المالية الراهنة

يمكن الحديث عن موقف الاقتصاد الإسلامي و دوره في معالجة الأزمة المالية الحالية من خلال العناصر التالية:

1.4.3.2. موقف الاقتصاد الإسلامي من أسباب أزمة النظام المالي العالمي

يمكن تجزئة هذا الموقف إلى قسمين أساسيين:

* موقف الاقتصاد الإسلامي من التعامل بالفائدة

إن الفائدة تصنف تحت باب ربا النسيئة أو ربا الجاهلية الذي جاء تحريمه قطعياً في القرآن الكريم وبالتالي يحرم التعامل بالفائدة أخذاً وعطاءً في جميع المعاملات، وتعد هذه الخاصية المعلم الرئيسي للاقتصاد الإسلامي و لا مجال لمناقشة أسباب التحريم ولكن تكفي الإشارة إلى أمرين:

- أن التكليف الشرعي للأموال التي يقدمها العميل للبنك (الوديعة) هو عقد قرض يقوم العميل بموجبه بإقراض البنك بحيث أن أصل المبلغ (القرض) مضموناً كما أن الفائدة عليه مضمونة ومحددة مسبقاً وفق جدول زمني وهو ما تقوم به البنوك التقليدية (و هو ما يسمى بربا الديون) وهذا يشبه أيضاً ما يقوم به البنك عندما يقرض عملائه وفي كلا الحالتين فإن ذلك غير جائز شرعاً .

- فإن معظم المجامع الفقهية قالت باعتبار فوائد البنوك من الربا المحرم مثل: مجمع الفقه الدولي الإسلامي الذي عقد في قطر ومجمع الفقه الإسلامي بجده ومجمع البحوث الإسلامية بالأزهر ومجمع البحوث الإسلامية بالقاهرة [164ص75-76].

وبناء عليه فإن موقف الإسلام من الفائدة والربا هو التحريم ولقد ورد في التحذير من الربا نصوص كثيرة من نصوص الكتاب والسنة منها:

* قال الله تعالى: {الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ} [البقرة: 275].

* وقال سبحانه وتعالى: {يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ} [البقرة: 276].

* وقال عز وجل: {يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ، فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ} [البقرة: 279، 278].

* وقال سبحانه وتعالى: {يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ} [آل عمران:130].

* وقال سبحانه وتعالى في شأن اليهود حينما نهاهم عن الربا وحرمه عليهم، فسلخوا طريق الحيل لإبطال ما أمرهم به قال سبحانه في ذلك: {وَأَخَذِهِمُ الرِّبَا وَقَدْ نُهُوا عَنْهُ وَأَكْلِهِمْ أَمْوَالَ النَّاسِ بِالْبَاطِلِ وَأَعْتَدْنَا لِلْكَافِرِينَ مِنْهُمْ عَذَابًا أَلِيمًا} [النساء، الآية: 161].

* وقال عز وجل: {وَمَا آتَيْتُمْ مِنْ رِبَاً لِيَرْبُؤَ فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرْبُو عِنْدَ اللَّهِ وَمَا آتَيْتُمْ مِنْ زَكَاةٍ تُرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ فَأُولَئِكَ هُمُ الْمُضْعِفُونَ} [الروم، الآية: 39].

* عن جابر رضي الله عنه قال: "لعن رسول الله صلى الله عليه وسلم: أكل الربا، وموكله، وكاتبه، وشاهديه"، وقال: "هم سواء"

* موقف الاقتصاد الإسلامي من المضاربة في الأسواق المالية:

في الواقع ان الحديث عن الحكم الشرعي للأسواق المالية يراد له بحث مطول وفي سبيل الاختصار يمكن الإشارة إلى الحكم الشرعي للمضاربات على النحو التالي:

- ان المضاربات تتم من خلال التعاملات الاجلة في السوق الاجل الذي يتم فيه الالتزام بتسليم كمية محددة من الاداة المالية المراد بيعها او شرائها بسعر يتم الاتفاق عليه في الوقت الحالي على ان يتم التسليم بتاريخ محدد في المستقبل، والسعر الذي يتم الاتفاق عليه في هذا السوق يسمى السعر الاجل ويشمل التعامل بما يسمى بالمشتقات (عقود الخيارات، العقود الاجلة، العقود المستقبلية) و التي تم التطرق اليها في الفصل الاول من هذه الدراسة.

- ان الجزء الاكبر من التعاملات يتم من خلال ما يسمى (الشراء بالهامش)

(Margin Trade)¹: هو اداة مالية تتيحها الشركات الصانعة للسوق (Market Makers بحيث تسمح للعميل بتمويل استثمار اكبر من رأس ماله (يسمى العقد) مقابل احتجاز تأمين مالي ويكون التمويل بمضاعفه معينه تصل إلى مئة ضعف او اكثر، ولا تشارك الشركات الصانعة للسوق بالربح او الخسارة ولكن تطالب بفرق سعر البيع عن سعر الشراء (Spread) وتتحصر مهمتها بتنفيذ أوامر البيع والشراء التي تحددها أنت وبالسعر الذي تختاره , وبذلك مكنت فكرة الهامش المستثمر من التجارة دون ان يملك كامل قيمة الصفقة لكن شرط ان يمتلك قيمة التأمين [164ص79].

¹ - الشراء بالهامش: وهو أن يقوم المتعامل بدفع جزء من ثمن المنيع الذي يريد شراؤه من أمواله الخاصة، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة

- بناء على واقع عملية البيع بالهامش يمكن القول ان هذه العملية

محرمة [38ص40]. ومن عدة وجوه و ذلك لخلوها

من القبض الفوري، كما أنها قرض جر منفعة فالبنك أو السمسار يقرض المضارب مبلغاً مقابل أن يأخذ نسبة متفق عليها من قيمة كل صفقة يجريها المضارب، بالإضافة إلى أنه جمع بين عقد تبرع (وهو القرض)، وعقد معارضة (البيع والشراء من خلاله) وهذا سلف وبيع، وقد جاء في الحديث الشريف عن عبد الله بن عمرو بن العاص رضي الله عنهما قال: "نهى رسول الله صلى الله عليه وآله وسلم عن بيعتين في بيعة، وعن بيع وسلف، وعن ربح ما لم يضمن، وعن بيع ما ليس عندك).

كما أن فيها الربا ويظهر ذلك في رسوم التبييت وهو المبلغ الذي يدفعه المضارب للسمسار في حال لم يتصرف المضارب بالعملة في نفس اليوم، ضف إلى ذلك أن بعض الشركات تقدم المال للعميل على هيئة قرض بفائدة، وهذا من الربا الحرام دون جدال.

يقول د. رفيق المصري في كتابه: (ومع أن البورصة تنهض بوظائف اقتصادية مفيدة من حيث أنها أسواق دائمة ونشطة لتسهيل التبادل ومعرفة الأسعار إلا أن غالب عملياتها هو المضاربة (المراهنة) على ارتفاع الأسعار وهبوطها الاستفاد من فروق الأسعار دون تقابض فلا البائع يسلم ما باعه ولا المشتري يسلم ما اشتراه ... وعمليات البورصة منها عمليات آجلة تتمثل في المضاربة أو المراهنة على الصعود والهبوط بما يجعلها أشبه بنوادي القمار (الكازينوهات) ولا تشكل أهمية لان البعض يربح ما يخسر الآخر وتؤدي إلى عدم الاستقرار.... فان القمار هو روح البورصات) [165ص134].

2.4.3.2. قواعد و ضوابط الأمن و الاستقرار في الاقتصاد الإسلامي

يقوم النظام المالي و الاقتصادي الإسلامي و كذلك مؤسساته المالية على مجموعة من القواعد التي تحقق له الأمن و الاستقرار و تقليل المخاطر و ذلك بالمقارنة مع النظم الوضعية التي تقوم على نظام الفائدة و مشتقات المالية، و من أهم هذه القواعد نذكر [166ص02]:

- يقوم النظام المالي و المصرفي على منظومة من القيم و الأخلاق و المثل مثل الأمانة و المصداقية و الشفافية و التعاون و التكامل و التضامن التي تحقق الأمن و الأمان و الاستقرار لكافة المتعاملين، و في نفس الوقت تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات المالية و الاقتصادية التي تقوم على الكذب و المقامرة و التدليس و الغرر و الجهالة و الاحتكار و الاستغلال و الجشع و الظلم و أكل أموال الناس بالباطل.

- يقوم النظام المالي و الاقتصادي الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح و الخسارة و على التداول الفعلي للأموال و الموجودات، و يحكم ذلك ضوابط الحلال الطيب و الأولويات الإسلامية و تحقيق المنافع المشروعة و الغنم بالغرم، و التفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال و أصحاب الأعمال و

الخبرة و العمل وفق ضابط العدل و الحق و بذل الجهد، هذا يقلل من حدة أي أزمة حيث لا يوجد فريق رابح دائما أبدا و فريق خاسر دائما أبدا، بل المشاركة في الربح و الخسارة(صيغ التمويل بالمضاربة و بالمشاركة و بالمرابحة و بالاستصناع و بالسلم و بالإجارة...) [167صفحات مختلفة]، و حرمت الشريعة الإسلامية كافة عقود التمويل بالاستثمار القائمة على التمويل بالقروض بفائدة التي تعتبر من الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية الحالية.

- تحريم نظام المشتقات المالية و التي تقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر و الجهالة، و لقد كيف فقهاء الاقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهى عنها شرعا.
- حرمت الشريعة الإسلامية كافة صور و صيغ و أشكال بيع الدين بالدين مثل خصم الأوراق التجارية و خصم الشيكات المؤجلة السداد كما حرمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة.
- تتميز الشريعة الإسلامية بضوابطها التي تسري على الجميع دون استثناء حكما و محكومين، أفرادا و جماعات، فيها الثابت و فيها المتغير، فالثابت هو منطقة محددة لا مجال فيها للاجتهاد، فيها النصوص محكمة قطعية الثبوت و قطعية الدلالة و لا مجال للاجتهاد و هي منطقة صغيرة لكنها مهمة جدا تمثل الثوابت الفكرية و الشعورية و العلمية للأمم و تجعل منها أمة واحدة في الاتجاه و الغاية و الفكرة [168ص212] ، أما المتغيرات فهي غير محدودة و إنما تضبطها الثوابت العامة، و منطقة المتغيرات تعطي مرونة للشريعة الإسلامية للتكيف مع الوقائع و العصور و البيئات المختلفة، فهي لم تحجر دائرة الابتكار و إنما على العكس حجرت دائرة الممنوع و أبتت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار و التحديد [169ص02].

3.4.3.2. الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها

تقوم الصناعة المالية الإسلامية على أسس داعمة لتنمية أسواق الأوراق المالية من خلال إستثماراتها المبنية على أساس المشاركة في الربح و الخسارة ، وكذا تحريك السياسة النقدية الغير مرتكزة على الفائدة، كما تتفق الصناعة المالية الإسلامية مع غيرها بضرورة الإشراف و الرقابة على المؤسسات و عمليات أسواق الأوراق المالية باستبعاد عمليات الإستثمار المشوهة لاستقرار الأسواق المالية مثل عمليات الشراء و البيع الآجل على التغطية بدون أي نية للتقايض الفعلي ، و العمليات المبنية على الحظ المرتبط بتقلبات بعض المؤشرات و كذا العمليات المسندة إلى خيارات شرائية أو بيعية تسمح بالتحوط بمبلغ صغير من مخاطر عمليات مضاربة متهورة وغيرها... [170ص15].

و المجالات التي من الممكن أن تكون محلا جيدا لاستصدار الصكوك متعددة، ويمكن توضيحها فيما يلي:

* صكوك الصناديق الاستثمارية: يعرف الصندوق الاستثماري بأنه تجميع للأموال عبر الاكتتاب في صكوكه بغرض استثمارها في مجال استثماري معرف بدقة في نشرة الإصدار، وتتعدد مجالات استخدامها حيث يمكن أن تشمل كافة فروع الاقتصاد بما فيها المجالات المالية، وتصدر الصناديق بأجال وأحجام معينة (الصناديق المغلقة)، أو بأجال وأحجام غير محددة [171ص01].

* صكوك الإجارة: الإجارة عبارة عن عقد بموجبه يقوم المؤجر المالك للعين المعينة بإيجارها لطرف (أطراف) آخر مقابل مصروفات إيجارية محددة يتم الاتفاق عليها في عقد الإجارة. وبالتالي فإن محل العلاقة ليست دائنيه ومديونية بين المؤجر والمستأجر، وإنما هي علاقة شراء وبيع لمنافع الأصل محل الإجارة. وتأسيسا على ذلك، فإن صكوك الإجارة عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تصدر ممثلة لقيمة العين المؤجرة تتيح لحاملها فرص الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعا حامل الصك قياسا على نظرائه الآخرين. تعتبر صكوك الإجارة أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلا، وذلك لأنه يمكن التنبؤ بدقة بعوائد الورقة المالية محل الإجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات العين المؤجرة، وعلى هذا تتعدد أنواع صكوك الإجارة بحسب العين المؤجرة فيمكن أن تكون مثلا في مجال صناعة الطائرات، العقارات السكنية، المصانع، أنواع المنقولات المختلفة، وغيرها [169ص02].

* صكوك المقارضة (المضاربة): صيغة المضاربة أو المقارضة تعني اتفاقية بين طرفين بموجبها يقدم أحد الأطراف رأس المال، ويسمي رب المال بينما يقدمك الآخر العمل على أن يتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذا المشروع وفقا لنسب يتراضي عليها الطرفان ابتداء وفي مجلسي العقد، وهي في ذلك تختلف عن الربا في كون أن العائد غير محدد سلفا كنسبة من رأس المال، وإنما نسبة من الأرباح وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق، وصكوك المضاربة عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية فبدلا من تقديمه بواسطة طرف واحد يتعدد مقدموه و تتميز هذه الصكوك بأنها أداة مناسبة لاستدرار المال قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار، تمثل صكوك المقارضة حصصا شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجدت) وبصورة غير محددة ابتداء، وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة، قابلة للتداول طالما هي تمثل محلا لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مناف للشرع [172ص02]، وتطبق عند التداول الأحكام التالية:

أ- إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقودا فإن تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

ب- إذا أصبح مال المضاربة ديونا تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.

ج- إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقا للسعر المتراضي عليه .

* صكوك المشاركة: صكوك المشاركة تعتمد بصورة أساسية علي عقد المشاركة الجائز شرعاً، وهي مشابهة كثيرا لصكوك المقارضة أو المضاربة السابق شرحها، ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أن صكوك المضاربة أن المال كله من طرف (أو مجموعة أطراف) بينما في صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة (التي تصدر الصكوك للمستثمرين) تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشراكة وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة العامة . والمثال الواضح لها شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) والمتمثلة في مشاركة الجمهور للحكومة في مؤسساتها الربحية عبر حملهم لشهادات شهامة، وأيضا شهادات مشاركة البنك المركزي والتي تعتبر أحد أدوات إدارة السيولة عبر سياسات السوق المفتوحة، ومستندة علي ملكية الدولة الجزئية أو الكلية في بعض المؤسسات المصرفية الربحية[173ص02].

* صكوك المرابحة: المرابحة كصيغة إسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه بين البائع (البنك مثلا) والمشتري. إن إمكانية استصدار صكوك مرابحة فقط ممكنا في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المرابحة (طائرة مثلا أو مشروع تنموي كبير). بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفا للشريعة لان بيع المرابحة قد يكون مؤجلا، وبالتالي فإنه يعتبر ديناً، وبيع الدين لا يجوز للفقهاء. ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجوز تداول صكوك المرابحة ولكن ضمن وعاء غاليبته من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المقارضة مثلاً[173ص01].

و من بين العوامل التي أدت إلى التوسع في الصناعة المصرفية الإسلامية كون هذه الأخيرة تتميز بكفاءة عالية تمكنها من إدارة الأزمات المالية، وقد أثبتت التجربة الآسيوية أن المصارف الإسلامية أقل تأثراً بالصدمات، كما أن لها القدرة على تطوير الأدوات والآليات و المنتجات المصرفية الإسلامية مما أدى إلى انتشارها بسرعة، كما تتميز بكونها أكثر مقدرة و مرونة في إدارة المخاطر المصرفية و ذلك لكون المصرف الإسلامي يعتمد على قدرته على دراسة المشاريع المستهدفة للتمويل، ارتفاع عدد المسلمين في العالم إذ بلغ 1.3 مليار مسلم أي خمس سكان العالم و تزايد حجم الذين لا يرغبون سوى في التعامل المصرفي وفقا للشريعة الإسلامية، وجود جالية إسلامية كبيرة في جميع أنحاء العالم و خاصة في جنوب شرق آسيا و أوروبا حيث تجاوز عدد المسلمين فيها عشرين مليون مسلم و أصبح يمثل سوقا مربحا وواعدا للمؤسسات المالية و الدولية[174ص227-228]، و الأهم من هذا كله هو نجاح صيغ التمويل

الإسلامي في التخفيف من حدة التعرض للأزمات المالية، و هذا ما دفع بالعديد من دول العالم بضرورة دمج النظام المصرفي الإسلامي ضمن النظام المالي العالمي، و الملحق التالي يظهر عينة من هذه الدول، ففي إيطاليا أشارت الباحثة الإيطالية لوورينا نابليون في كتاب لها بعنوان "اقتصاد ابن أوى" إلى أهمية التمويل الإسلامي و دوره في إنقاذ الاقتصاد الغربي، و أضافت أن "التوازن في الأسواق المالية يمكن التوصل إليه بفضل التمويل الإسلامي بعد تحطيم التصنيف الغربي الذي يشبه الاقتصاد الإسلامي بالإرهاب، كما رأت أن التمويل الإسلامي هو القطاع الأكثر ديناميكية في عالم المال العالمي، كما أوضحت أن المصارف الإسلامية يمكن أن تصبح البديل المناسب للبنوك الغربية، خاصة مع انهيار البورصات متأثرة بالأزمة المالية العالمية الحالية، كما أن النظام المصرفي التقليدي بدأ يظهر تصدعا و يحتاج إلى حلول جذرية عميقة [175ص02] و في فرنسا تم إصدار اعتراف فرنسي رسمي بأهمية النظام المصرفي الإسلامي، تضمن الآتي:

((صدر عن مجلس الشيوخ الفرنسي تقرير يتناول النظام المصرفي الإسلامي كانت لجنة المالية ومراقبة الميزانية والحسابات الاقتصادية للدولة بالمجلس قد أعدته. وقد نظمت اللجنة المذكورة طاولتين مستديرتين في منتصف مايو 2008 كان موضوعهما النظام المصرفي الإسلامي لتقييم الفرص والوسائل التي تسمح لفرنسا بولوج هذا النظام الذي يعيش ازدهارا واضحا. ومن الملاحظ أن النظام المصرفي الإسلامي لم يكن معروفا من قبل ضمن النظام المالي العالمي لكنه بدأ يثير الانتباه بل والمنافسة في عدة أماكن ومن ضمنها أوروبا التي أصبح الكثير من دولها يتساءل عن كيفية دمج هذا النظام البديل إلى جانب الأنشطة المالية المتعارف عليها. وقد جمعت أعمال الطاولتين في تقرير واحد يحاول أن يعرف رهانات دمج النظام المصرفي الإسلامي في النظام المالي العام بفرنسا من جهة، وتحديد "الاحتكاكات" التشريعية والضريبية الممكنة التي من شأنها أن تعطل تطوير هذا النظام على التراب الفرنسي من جهة أخرى. وقد أعطت الطاولة المستديرة الأولى صورة عن أنشطة الصناعة المالية الفرنسية في سوق ما زال متركزا في الشرق الأوسط وجنوب شرق آسيا، والأهمية المتزايدة بالنسبة لفرنسا في أن تعتني بهذا المجال المالي المعتمد على الشريعة الإسلامية. كما ركزت الطاولة المستديرة الثانية على العوائق التشريعية والضريبية المحتمل أن تحول دون تطوير هذا النظام في فرنسا ومن ذلك مثلا فتح مصارف إسلامية بفرنسا أو إقامة نظم تشريعية وضريبية على التراب الفرنسي تراعي قواعد الشريعة الإسلامية في المجال المالي أو إصدار صكوك.

كما سُنحت للطاولة الاطلاع على التجربة البريطانية في هذا المجال وما يمكن استخلاصه منها والاطلاع كذلك على الأفكار التي تتداول الآن في فرنسا حول هذا الموضوع من طرف المتخصصين والسلطات العمومية. ويعني النظام المصرفي الإسلامي الذي تأسس عام 1970 تطوير النشاطات المصرفية والمواد المالية مع مراعاة أحكام الشريعة الإسلامية. وإطلاق صفة "الإسلامي" على منتج مالي أو معاملة مالية يعني احترام خمسة مبادئ حددها النظام الإسلامي المالي، وهي تحريم الربا وتحريم بيع الغرر والميسر وتحريم التعامل في الأمور المحرمة شرعا (الخمير والزنا..). وتقاسم الربح والخسارة وتحريم التورق إلا بشروط. وتظهر منافسة النظام المصرفي الإسلامي للنظام المصرفي الغربي في كون معدل النمو السنوي للأنشطة الإسلامية يتراوح ما بين 10 إلى 15%. كما بلغ مجموع الأنشطة المسيرة من قبل المصارف ومؤسسات التأمين الإسلامية 500 مليار دولار نهاية عام 2007. وتبلغ قيمة الأصول المتداولة التي تراعي أحكام الشريعة والمعلن عنها وغير المعلن حدود 700 مليار دولار في الوقت الراهن. ومع أن النظام المصرفي الإسلامي يطبق أساسا في الدول الإسلامية كدول الخليج وبعض دول شرق آسيا، فإنه بدأ ينتشر في أميركا وأوروبا بعد ازدياد عائدات النفط وما تولد عنه من سيولة غزت أسواق المال الغربي فصار مهتما أكثر من أي وقت مضى بهذا النظام المالي المتأسس على القرآن والسنة. وتعد فرنسا متأخرة جدا في مجال احتضان هذا النظام مقارنة مع الدول الأوروبية حيث كانت بريطانيا الرائدة في القبول به على أراضيها وقد أصدرت نصوصا تشريعية وضريبية من شأنها أن تشجع النظام الإسلامي المالي وفتح بها أول مصرف إسلامي عام 2004. وفي ألمانيا اتخذت إجراءات من أجل السماح بنظام تداول الصكوك ونظام التكافل (التأمين). أكد التقرير تناقض الموقف الفرنسي من النظام المصرفي الإسلامي، فهناك اهتمام بهذا النظام وفي نفس الوقت يوجد جمود في التعاطي معه، فأغلب المجموعات المصرفية الفرنسية فتحت لها فروعها في الشرق الأوسط تتعاطى مع النظام الإسلامي المالي، في حين ما زال موقف الفروع الرئيسية بفرنسا محجما في التعاطي معه. كما أنه لا توجد معوقات تشريعية أو ضريبية من شأنها أن تفسخ بيوعا ذات صبغة إسلامية، بل إن بعض النصوص التشريعية الفرنسية في مجال الضرائب غير بعيدة عن النصوص الإسلامية. ويوجد الآن بالخليج 43 مصرفا إسلاميا و15 بماليزيا (من بينها ثلاثة مصدرها الخليج) وهناك تشابك وتفاعل بين المصارف الإسلامية الخليجية والآسيوية. وقد امتد نشاط هذه المصارف إلى مصر والسودان والمغرب العربي وجنوب أفريقيا وكينيا وغيرها. ودعا التقرير إلى توسيع دائرة النقاش حول هذا الموضوع ليشمل إلى

جاناب لجنة مجلس الشيوخ الجالية المسلمة الموجودة في فرنسا والمكونة من خمسة ملايين ونصف مليون شخص)) [176ص02].

كما يمكن اضافة أن الاحساس بخطورة الدور الذي يؤديه سعر الفائدة في الاقتصاد العالمي كونه المحرك الأساسي للنظام الرأسمالي هو ما جعل التفكير يتجه الى البحث عن بدائل تمويلية أخرى و من ابرزها الصيرفة الاسلامية التي بدأ دورها يتعاظم بحيث انتقل عدد المؤسسات المالية الاسلامية من مؤسسة واحدة الى 390 مؤسسة سنة 1975 تعمل في أزيد من 75 بلدا بأصول تفوق 700مليار دولار[177ص78]، و بالاضافة الى استبعاد هذه المؤسسات للفائدة و تحريم المضاربة في النقود فهي تقوم بربط التمويل بالاقتصاد العيني مما يؤدي الى حساب دقيق لمخاطر الائتمان، و تكون هذه المزايا هي التي دفعت بوفيس فينيست رئيس تحرير مجلة "challenges" الى الكتابة في افتتاحية الجريدة في 11سبتمبر 2008 مقالا بعنوان " البابا أو القرآن" جاء فيه: "أظن أننا بحاجة أكثر في هذه الأزمنة الى قراءة القرآن لفهم ما يحدث بنا و بمصارفنا، لأنه لو حاول القائلون على مصارفنا احترام ما ورد في القرآن من أحكام و تعاليم و طبقوها ما حل بنا ما حل من كوارث و أزمات و ما وصل بنا الحال الى هذا الوضع المزري، لأن النقود لا تلد نقودا".

نظرا للدور الفعال الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية في دعم مشاريع التنمية الاقتصادية و بالتالي تحقيق الاستقرار و التطور الاقتصادي فإنه لا بد على كل الجهات المعنية أن تسعى لضمان تطورها و استمرارية نشاطها و ذلك بتجديد كافة الآليات و الميكانيزمات التي من شأنها المساهمة في تنشيط أسواق الأوراق المالية سواء كان هذا في الظروف العادية و ذلك من أجل الحرص على عدم تعثر هذه الأسواق و بالتالي عدم حدوث خلل في مستوى و حجم تعاملاتها و كأمثلة على ذلك نذكر الإفصاح على المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق و الشفافية في المعاملات بالإضافة إلى تعزيز دور كل من البنوك التجارية و الاستثمارية و كذا البنوك المركزية للدول المختلفة و تفعيله بشكل يساهم في تنشيط هذه الأسواق بالإضافة إلى الإعلام الاقتصادي و كذا العمل على الربط بين الأسواق الأوراق المالية في الدول المختلفة من أجل تبادل الخبرات و الاستفادة من التجارب و زيادة حجم التعاملات سواء في عدد الصفقات المبرمة أو في حجم الصفقة نفسها، و توصلنا من خلال دراسة هذا الفصل كذلك إلى أن الأسواق المالية و بتعرضها للأزمات المالية فإن حجم نشاطها ينهار ما يستدعي من الدول المعنية اتخاذ الإجراءات اللازمة لإعادة النشاط لهذه الأسواق سواء من خلال قيام حكومة الدولة

نفسها بضح سيولة في هذه الأسواق لتعزيز النشاط أو من خلال تلقي المساعدة من المؤسسات المالية و النقدية الدولية كصندوق النقد الدولي مثلا، و لكن الأزمة المالية الأخيرة الأزمة المالية الأمريكية الحالية 2008" أظهرت أوجه القصور المتعددة في الأطر التنظيمية و الرقابية القائمة على أسواق الأوراق المالية، و تم تبني مجموعة من التدابير لتدارك الخسارة الناجمة عن هذه الأزمة ، و رغم كل الحلول المطروحة إلا انه هناك إجماع من كل الدول على ضرورة تبني قواعد الشريعة الإسلامية في مختلف التعاملات في أسواق الأوراق المالية و بهذا التدويل العالمي لنظام الاقتصاد الإسلامي.

الفصل 3

تفعيل تداولات أسواق الأوراق المالية العربية

في ظل الأزمة المالية الراهنة

لا يقتصر أثر انهيار الأسواق المالية العالمية على التأثير على الاستثمارات المالية للدول العربية، أو التأثير على أسعار النفط و السلع الأولية نتيجة تدهور الأسواق الآجلة و المستقبلية، بل أن الأسواق المالية العربية قد تجاوزت بالانخفاض الشديد في أثر انهيار الأسواق المالية العالمية لعدة أسباب، فهناك من ناحية خروج العديد من الاستثمارات المالية الأجنبية من الأسواق المالية العربية نتيجة لما أصابها من خسائر في الدول الأم، و لكن هناك من ناحية ثانية الأثر النفسي لفقدان الثقة في الأسواق المالية بشكل عام و الذي أصبح تأثيرا واضحا على جميع المؤسسات المالية العربية، خاصة البنوك و شركات الاستثمار، و التي منيت بخسائر في استثماراتها المالية في الأسواق المالية العالمية، و بالتالي تأثرت أوضاعها المالية بذلك، مما انعكس بدوره على الأسواق المالية المحلية، و من هنا فقد انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي و الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة من 345 نقطة منذ بداية عام 2008 إلى حوالي 188 نقطة في نهاية شهر أكتوبر 2008، ليعكس بذلك الانخفاض الكبير الذي شهدته الأسواق العربية.

و من خلال دراستنا لهذا الفصل نحاول التطرق إلى أهم الانعكاسات و التأثيرات السلبية التي لحقت بالبورصات العربية و لتبسيط الدراسة قمنا بتقسيم أسواق الأوراق المالية العربية الى ثلاثة مجموعات على أساس درجة تأثر كل بورصة بالأزمة المالية و بالتالي حجم الخسائر التي لحقت بها، و على هذا الأساس قدمنا كذلك مختلف التدابير التي تم اعتمادها و التي كان الهدف منها هو اعادة النشاط لأسواق أوراقها المالية و تنشيط حركة التداولات بها و التخفيف من حدة التأثيرات السلبية لهذه الأزمة على

البورصات العربية، كما نحاول تقديم مجموعة من المقترحات التي من شأنها العمل على تطوير و تنشيط أسواق الأوراق المالية العربية.

1.3 انعكاسات الأزمة المالية الراهنة على أسواق الأوراق المالية العربية

شهدت البورصات العربية في الأشهر الأخيرة من سنة 2008 تراجع حاد أفقدت المستثمرين خسائر جسيمة لحقت بمدخراتهم فيما لم تفلت الأسواق العالمية من تلك الانهيارات حيث تراجعت القيمة السوقية للبورصات العالمية بمقدار 29 تريليون دولار خلال سنة 2008، وشهدت كافة الأسواق العربية تراجعا ملحوظا خلال سنة 2008 تأثرا بالأزمة المالية العالمية فيما عدا تونس والتي حققت ارتفاعا قدره 2% فقط، وقد تصدرت دبي قائمة الانخفاضات حيث سجلت تراجعا بنحو 72% تلتها بورصة السعودية بتراجع قدره 75% ثم البورصة المصرية بتراجع قدره 56% ثم جاءت أبو ظبي في المركز الرابع بانخفاض قدره 47% بينما سجلت بورصة الدار البيضاء أقل الانخفاضات بتراجع قدره 14% خلال عام 2008 [178صفحات مختلفة] ، وقد انعكس هذا الأداء على رأس المال السوقي للبورصات العربية حيث انخفض إجمالي رأس المال السوقي للبورصات العربية ليصل إلى 808 مليار دولار في نهاية العام الحالي مقارنة بنحو 103 تريليون دولار في نهاية 2007 بتراجع قدره 38% [179ص05].

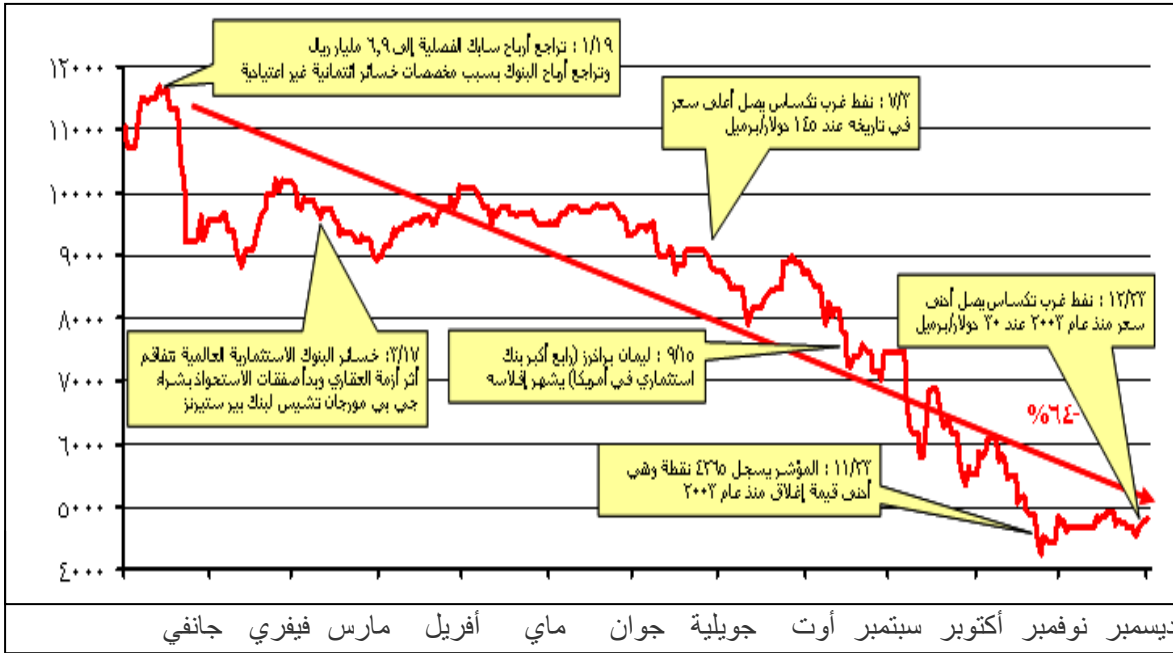
وعلى الصعيد العالمي، جاء عام 2008 عصيبا على الاقتصاد العالمي حيث استهل العالم العام بأزمة حادة في الغذاء واجهت الاقتصاديات النامية والمتطورة واختتمت دول العالم عام 2008 بأزمة مالية تعتبر واحدة من أسوأ الأزمات في التاريخ الاقتصادي الحديث تكبدت خلالها أسواق المال العالمية خسائر بلغت تريليونات الدولارات خلال فترة أسابيع معدودة ، و إذا كان هذا حال البورصات العالمية القوية بعد الأزمة فما هو حال البورصات العربية التي تعاني التراجع وعدم التطور؟ من خلال دراسة هذا المبحث نحاول إعطاء صورة عن البورصات العربية و درجات تأثرها بالأزمة المالية العالمية.

1.1.3 الانعكاسات على البورصات الخليجية

يعتبر المحللون أن الذعر و الخوف هما السبب الرئيس للأزمة في دول الخليج العربي، بالإضافة إلى خسارة المستثمرين في البورصات العالمية و اتجاه البعض إلى الاستثمار في سوق الذهب بدل الأسواق المالية، حيث سجلت بورصات الدول الخليجية تراجعا كبيرا على خلفية التخوف من تداعيات الأزمة المالية العالمية و انعكاسها على المنطقة .

فسوق الأسهم السعودي شهد تراجعا ملحوظا متأثرا بالأزمة المالية العالمية حيث ذكرت مصادر اقتصادية أن سوق الأسهم السعودي -أكبر البورصات العربية- خسر خلال الأشهر التسعة الماضية نحو 1.8 تريلون ريال (480 مليون دولار) [180ص02] ، كما سجل مؤشر سوق الأسهم السعودية مستويات دنيا سحيقة غير مسبوقه، خاسراً 733 نقطة ولامساً الحد الأدنى المسموح بالتداول به في

السوق عند 10 %، بعد تراجع أسعار جميع الشركات الـ 126، حتى منتصف جلسة تداول اليوم الأول له بعد إجازة عيد الفطر " 06 أكتوبر 2008"، متزامناً مع السقوط المريع للأسهم الخليجية التي تأثر بعضها بخروج السيولة الأجنبية، المصاحبة لتهديد أزمة المال العالمية [181ص03]، واستمرت الخسائر لليوم الثاني حيث انخفضت أسعار 62 شركة بالحد الأقصى 10% من بين 117 شركة سجلت هبوطاً من بينها غالبية أسهم القطاعات الرئيسية الثلاثة: البنوك، البتروكيماويات والاتصالات، ولم تفلح البيانات التي أصدرتها 4 بنوك رئيسية هي الراجحي، سامبا، السعودي الفرنسي والعربي الوطني بشأن عدم تأثرها بالأزمة المالية العالمية في طمأنة الأسواق حيث سجلت أسهمها انخفاضات بالحد الأقصى 10%، بما في ذلك سهم بنك السعودي الهولندي الذي ارتفعت أرباحه للربع الثالث بنسبة 68% إلى 915 مليون ريال، كما انخفض سهم بنك الرياض بالحد الأقصى مع إعلانه أيضاً عن تراجع أرباح الربع الثالث بنسبة 5%. وهبط سهم سابك القيايدي والأكثر وزناً بالحد الأقصى أيضاً إلى 85.50 وهو أدنى سعر في تاريخ السهم منذ سنوات طويلة [182ص01]، وقدم مركز بحيت للاستثمارات المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية لسنة 2008 والذي فقد ما نسبته 56% من قيمته كمايلي:



الشكل رقم 12: المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال سنة 2008 المصدر: مركز بحيت للاستثمارات، تاريخ الاطلاع: 2009/03/04

كما انخفض المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لسوق الأسهم السعودي بنهاية سنة 2008 بنسبة بلغت 59.2% مقارنة مع سنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث لسنة 2008 انخفض بنسبة بلغت

38.5%. و انخفضت كذلك القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق بنهاية 2008 بنسبة 52.5% لتبلغ حوالي 246.4 مليار دولار مقابل 519 مليار دولار سنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث لسنة 2008 انخفضت بنسبة 36.2%، و فيما يتعلق بأحجام التداول فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 23.3% لتبلغ حوالي 523.13 مليار دولار مقارنة مع 628.3 مليار دولار خلال السنة السابقة، و شكلت هذه القيمة 52.4% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق العربية، و تبعا لذلك انخفض متوسط التداول اليومي من 2.75 مليار دولار إلى 2.08 مليار دولار خلال السنة السابقة، و ارتفع معدل دوران الأسهم من 131.4% إلى 212.3%، كما ارتفعت عدد الأسهم المتداولة خلال 2008 بنسبة 1.6% ليلعب 58.83 مليار سهم مقارنة مع 57.89 مليار سهم سنة 2007 و ارتفع بذلك المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 233.4 مليون سهم إلى 234.4 مليون سهم [179ص25].

في حين سجلت أسواق المال الإماراتية تراجعاً قاسياً تحت ضغط ما يسمى "هروب المستثمرين الأجانب" من السوق منذ بداية أوت 2008 تأثراً بالأزمة المالية التي يشهدها العالم، و بلغ حجم الخسائر التي تكبدها المتداولون خلال سنة 2008 في سوقي أبوظبي و دبي المالي 460.76 مليار درهم، بلغ نصيب سوق دبي من هذه الخسائر نحو 268 مليار درهم تمثل 58.16%، بينما بلغت خسائر سوق أبوظبي 192.76 مليار درهم تمثل ما نسبته 41.84%، ووفقاً للإحصائيات الرسمية فإن المؤشر العام لسوق الإمارات خسر نحو 3500 نقطة خلال سنة 2008 بتراجع بلغت نسبته 57.5% مقارنة مع ارتفاع بلغت نسبته 49.2% خلال سنة 2007، و على الرغم من الانخفاض الذي سجلته الأسواق على صعيد الأسعار إلا أن أحجام التداول كانت قريبة بعض الشيء من تلك المسجلة خلال عام 2007، حيث بلغت قيمة الصفقات المنفذة في عام 2008 نحو 537 مليار درهم، مقارنة مع 554 مليار درهم. و انخفض سهم "أعمار العقارية" أكثر من 83% خلال العام، و على الرغم من تراجع السهم إلى مستوى 2.26 درهم إلا أنه استمر مستحوذاً على النصيب الأكبر من تداولات عام 2008، إذ بلغت قيمة الصفقات المنفذة عليه 70 مليار درهم، فيما وصلت على سهم الدار العقارية 40 مليار درهم ونحو 39 مليار على سهم سوق دبي المالي [183ص01]، و سجل أداء سوق دبي المالي في نهاية عام 2008 انخفاضاً بلغت نسبته 72.4% مقارنة مع عام 2007، ليلعب المؤشر العام للسوق 1636.29 نقطة مقابل 5931.95 نقطة نهاية عام 2007، وبلغ المؤشر أعلى مستوى خلال 2008، يوم 16 يناير وذلك بواقع 6320.44 نقطة، في حين بلغ أدنى مستوى له خلال جلسة تداول يوم 25 ديسمبر وذلك بواقع 1536.56 نقطة، و فيما يتعلق بالمؤشرات القطاعية، فقد سجل مؤشر قطاع المرافق العامة الترتيب الأول من حيث الانخفاض وذلك بنسبة 83.7%، تلاه في المرتبة الثانية قطاع العقارات

والإنشاءات الهندسية بنسبة انخفاض 82.6%، وجاء في المرتبة الثالثة قطاع الاتصالات بانخفاض مقداره 70.7%، ثم قطاع الاستثمار والخدمات المالية بنسبة انخفاض 69.9%، ثم قطاع البنوك وقطاع النقل، والسلع الاستهلاكية والمواد، والتأمين بنسبة 67.9% و59.5 و40.4 و29 و27.9% على التوالي.

وبلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 نحو 305.2 مليارات درهم مقارنة مع 379 مليار درهم سجلت خلال عام 2007، أي بانخفاض نسبته 19.5%، كما انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 27.3% ليبلغ 76.5 مليار سهم خلال 2008 مقابل 105.3 مليارات سهم تم تداولها خلال 2007 [183ص01]، وانخفض عدد الصفقات المنفذة خلال هذا العام بنسبة 5.4% ليبلغ نحو 2.1 مليون صفقة مقابل 2.3 مليون صفقة نفذت خلال عام 2007.

وفيما يتعلق بالمعدلات اليومية لأحجام التداول، فقد بلغ المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة حوالي 1.2 مليار درهم في 2008 مقارنة مع 1.5 مليار درهم خلال عام 2007، أي بانخفاض نسبته 17.5%، وانخفض المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 417.7 مليون سهم خلال عام 2007، إلى نحو 311 مليون سهم خلال 2008، أي بنسبة 25.5%، وانخفض المعدل اليومي لعدد الصفقات المنفذة من 8.9 آلاف صفقة إلى 8.7 آلاف صفقة خلال نفس الفترة [179ص115]

و في الكويت أظهر مؤشر صندوق النقد العربي الذي يقيس أداء سوق الكويت للأوراق المالية الانخفاض الذي حققه السوق و البالغ مانسبته 40.3% في نهاية سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث لسنة 2008 فنجد أن هذا المؤشر انخفض بنسبة وصلت إلى 38.2%، و بالنسبة للشركات المدرجة في السوق فقد انخفضت هي الأخرى بنسبة 48.2% لتبلغ في نهاية سنة 2008 نحو 70.2 مليار دولار مقارنة مع 135.36 مليار دولار المحققة سنة 2007، كما بلغت القيمة السوقية لسوق الكويت في نهاية 2008 نحو 9.1% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية، و ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة 2.1% خلال سنة 2008 لتبلغ حوالي 133.65 مليار دولار مقارنة مع 130.9 مليار دولار المحققة خلال العام السابق، و نتيجة لذلك ارتفع متوسط التداول اليومي في السوق من 522.8 مليون دولار إلى 550 مليون دولار، و معدل دوران الأسهم من 100% إلى 184.5% خلال نفس الفترة، و في المقابل ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال السنة بنسبة 14.8% ليبلغ حوالي 80.85 مليار سهم مقارنة مع 70.42 مليار سهم خلال سنة 2007، و تبعاً لذلك ارتفع متوسط التداول اليومي لعدد الأسهم من 285.1 مليون سهم إلى 332.7 مليون سهم [184ص01]، كما تراجعت كافة قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية بقوة خصوصاً أسهم البنوك والخدمات التي واصلت الهبوط بالحد الأقصى إلى 1.880 دينار و 1.160 دينار

على الترتيب، كما تراجع أثقل سهمين في المؤشر بيت التمويل الكويتي "بيتك" بنسبة 5%، وزين 7.9% ، كما سجل سهم بنك الكويت الوطني الأثقل في قطاع البنوك تراجعاً بنسبة 2.4% وبنك الكويت التجاري 1.6%، ومشاريع 4.3%، وجلوبل 7.4% [182ص03].

و في الدوحة سجلت سوق الدوحة للأوراق المالية خلال سنة 2008 تبايناً في مؤشرات الأداء، ففي الوقت الذي أظهرت فيه الأسهم و رسملة السوق تراجعاً واضحاً فقد سجلت جميع مؤشرات أحجام التداول ارتفاعاً ملحوظاً، و ضمن هذا الإطار انخفض المؤشر العام للسوق بنسبة 28.12% ليصل إلى مستوى 6.886.12 نقطة نهاية سنة 2008 مقارنة مع 9.580.45 نقطة نهاية سنة 2007 [183ص02]

وذكرت النشرة السنوية لسوق الدوحة للأوراق المالية أن رسملة السوق التي تمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة انخفضت في نهاية سنة 2008 بنسبة 19.75% لتصل إلى 76.63 مليار دولار مقابل 95.5 مليار دولار نهاية سنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث من سنة 2008 انخفضت القيمة السوقية بنسبة 30.1%، و شكلت القيمة السوقية لسوق الدوحة المالي نحو 9.9% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية، و ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 61.1% لتبلغ حوالي 48.2 مليار دولار مقابل 30 مليار دولار في السنة السابقة، ونتيجة لذلك ارتفع متوسط التداول اليومي من 118.8 مليون دولار إلى 189.8 مليون دولار، في حين ارتفع معدل دوران الأسهم من 31.3% إلى 62.9% خلال نفس السنة، و أوضحت النشرة التي أوردتها وكالة الأنباء القطرية أن عدد الأسهم المتداولة في السوق ارتفع بنسبة 14.2% ليصل إلى 3.89 مليار سهم مقابل 3.41 مليار سهم سنة 2007، بينما ارتفع عدد الصفقات المنفذة بنسبة 20.32% ليصل إلى 2.179.861 صفقة مقابل 1.811.779 صفقة و ذلك خلال سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 [179ص63].

و على المستوى القطاعي احتل قطاع البنوك و المؤسسات المالية المرتبة الأولى من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بحصة بلغت قيمتها 78.65 مليار ريال قطري أي ما نسبته 44.80% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق، يليه قطاع الخدمات 65.82 مليار ريال قطري ثم قطاع الصناعة 26.66 مليار ريال، وأخيراً قطاع التأمين بقيمة 4.43 مليار ريال [183ص02].

كما شهدت سنة 2008 إدراج أسهم ثلاث شركات جديدة للتداول في السوق ليرتفع بذلك عدد الشركات المدرجة إلى 43 شركة مقابل 40 شركة سنة 2007 [179ص63]

و أما في البحرين فقد اعتبر القطاع البنكي أكبر المتأثرين من الأزمة المالية العالمية بالإضافة إلى سهم البنك الأهلي المتحد ذي الوزن الثقيل في السوق البحرينية الذي فقد الكثير على اثر هذه الأزمة من جهة وسحب عرض بنك قطر الدولي على استحواده من جهة أخرى، وانخفض المؤشر العام للسوق

بواقع 1.27 نقطة أو ما نسبته 0.05% ليستقر عند مستوى 2513.08 نقطة [185ص06]، وقيم التداولات تركزت على سهم بنك الإثمار حيث قام المستثمرون بتناقل ملكية 7.2 مليون سهم بقيمة 1.73 مليون دينار بحريني. وعلى الصعيد القطاعي ارتفع قطاع الاستثمار بواقع 12.34 نقطة تلاه قطاع الخدمات مضيفا بواقع 7.34 نقطة، في المقابل تراجع قطاع البنوك بواقع 38.35 نقطة، في حين سجل سعر سهم مصرف البحرين الشامل ارتفاعا بنسبة 8.77% وصولا إلى سعر 0.620 دولار ليتصدر الأسهم المرتفعة، في المقابل تصدر سهم البنك الأهلي المتحد الأسهم المترابطة حين سجل سعر السهم انخفاضا بنسبة 2.10% وصولا إلى سعر 1.400 دولار [186ص04].

و بالنسبة للمؤشر المركب لصندوق النقد العربي لسوق البحرين للأوراق المالية فقد سجل تراجعا بنسبة 35.7% نهاية سنة 2008، إذ بلغ المؤشر 134.6 نقطة مقارنة ب 209.4 نقطة نهاية سنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث من سنة 2008 انخفض المؤشر بنسبة 25.5%، كما انخفضت القيمة السوقية بنسبة 26.2% لتبلغ حوالي 19947 مليون دولار مقارنة ب 27016.3 مليون دولار في نهاية سنة 2007 و بنسبة 26.8% بالمقارنة مع الربع الثالث من سنة 2008، و فيما يتعلق بأحجام التداول فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 95.3% لتبلغ حوالي 2.09 مليار دولار مقارنة مع 1.07 مليار دولار خلال السنة السابقة، و تبعا لهذا الارتفاع ارتفع متوسط التداول اليومي من 4.3 مليون دولار إلى 8.5 مليون دولار، و معدل دوران الأسهم من 04% إلى 40.5% خلال الفترة نفسها، و في المقابل ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 96.9% ليلعب حوالي 1676 مليون سهم مقارنة مع حوالي 851 مليون سهم خلال سنة 2007، و نتيجة لذلك ارتفع المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 3.4 مليون سهم إلى 6.8 مليون سهم [179ص17].

و في مسقط و على وقع الأزمة مباشرة فقد المؤشر العام لسوق مسقط للأوراق المالية أكثر من 7% ليهبط دون حاجز السبعة آلاف نقطة و وصلت قيم التداول إلى مستويات مرتفعة تجاوزت 15 مليون ريال مع استثناء صفقة سهم صلالة لخدمات الموانئ التي تمت بأكثر من ستة ملايين سهم

[187ص04]

كما تراجعت 3 أسهم قيادية استحوذت على نصيب الأسد من حجم التداولات البالغة 9.5%، وهي أسهم بنك مسقط بنسبة 6.5% و جلفار 9% و عمانتل 6.9%. و تراجعت أسهم عدة بالحد الأقصى منها المطاحن العمانية و ظفار الدولي و المتحدة للطاقة و العمانية القابضة [182ص06].

و بالنسبة للمؤشر المركب الذي يحتسبه صندوق النقد العربي فقد أظهر انخفاض أداء سوق مسقط للأوراق المالية بنسبة 41.9% ليلعب 103.3 نقطة نهاية سنة 2008 مقارنة مع 177.9 نقطة نهاية سنة 2007، و انخفض المؤشر بنسبة 33.9% مقارنة مع الربع الثالث من سنة 2008

وفيما يتعلق بحجم السوق فقد انخفضت القيمة السوقية بنسبة 34.4% لتبلغ حوالي 15.14 مليار دولار مقابل 23.09 مليار دولار نهاية سنة 2007، و بالمقارنة بالربع الثالث من سنة 2008 فقد انخفضت القيمة السوقية بنسبة 31%، أما قيمة الأسهم المتداولة فقد ارتفعت خلال سنة 2008 بنسبة 66.7% لتبلغ حوالي 8.69 مليار دولار مقابل 5.2 مليار دولار خلال سنة 2007، و لذلك ارتفع متوسط التداول اليومي للأسهم من 21 مليون دولار سنة 2007 إلى 35.3 مليون دولار خلال سنة 2008، كما ارتفع معدل دوران الأسهم من 22.6% إلى 57.4% خلال الفترة نفسها، و فيما يخص عدد الأسهم المتداولة في السوق فقد ارتفعت بنسبة 53.1% لتبلغ ما قيمته 4197 مليون سهم خلال سنة 2008 مقابل 2742 مليون سهم تم تداولها خلال السنة السابقة، و ارتفع بذلك المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 11.1 مليون سهم إلى 17.1 مليون سهم [179ص31].

و على صعيد قطاعات السوق العمانية، ارتفع قطاع الخدمات والتأمين بنسبة 0.430%، في المقابل انخفض قطاع البنوك والاستثمار بنسبة 0.580% تلاه قطاع الصناعة منخفضا بنسبة 0.090%. وسجل سعر سهم النهضة للخدمات ارتفاعا بنسبة 2.44% ليقل عند سعر 0.713 ريال عماني ليتصدر الأسهم المرتفعة، في المقابل تصدر سهم الخليجية للفطر الأسهم المتراجعة بانخفاضه بنسبة 8.49% وصولا إلى سعر 0.151 ريال عماني [186ص04].

و في الإجمال فان التداعيات للأزمة المالية العالمية على بورصات دول مجلس التعاون الخليجي أدت إلى فقدان هذه البورصات من قيمتها المالية حتى الآن أكثر من 150 مليار دولار مقارنة بقيمتها في نهاية سنة 2007، وقدرت القيمة السوقية لهذه البورصات نهاية سنة 2007 بـ 1116 مليار دولار [136ص63].

2.1.3. الانعكاسات على بورصات دول شمال إفريقيا

انعكست تداعيات الأزمة بشكل مباشر وجزئي على السوق المالية المغربية مقارنة مع الأسواق المجاورة الأخرى، حيث اتضح أن بورصة الدار البيضاء قد أصيبت بعدوى منذ سبتمبر 2008 المتعلقة بانتكاسة البورصات الأجنبية، وخاصة الأمريكية، علي إثر الهبوط الحاد لمؤشرات بورصة (وول ستريت) بسبب إفلاس البنك الأمريكي (ليمان برادرز) والإعلان في وقت سابق عن شراء بنك (ميريل لنش) المتعثر من طرف (بنك أوف أمريكا)، بحيث قد ساهم خروج مستثمرين أجانب، ضمنهم (ميريل لنش) التي تتوفر على توظيفات مالية ببورصة الدار البيضاء في تسريع وتيرة هبوط للقيم المدرجة التي تزامنت مع عمليات تصحيح أسعار الأسهم منذ شهر أبريل 2008.

ويعزى خروج المستثمرين الأجانب إلى ارتفاع درجة الخوف والهلع الذي أصاب البورصات الأوروبية وبورصة (وول ستريت) من جراء الإعلان عن إفلاس بنك (ليمان برادرز) الأمريكية، مما

ساهم في انعدام الثقة في السوق المالي المغربي وفي قدرة البورصة علي الاستمرار في الصعود دون حدوث موجة تصحيحية قبل أبريل 2008 التي كانت يتوقعها المستثمرون والمهتمون منذ بداية 2007 بسبب تضخم في أسعار الأسهم المدرجة بالسوق.

فعدم وقوع تصحيح في أسعار الأسهم منذ بداية 2007 إلى أبريل 2008 أدى بالمستثمرين الأجانب بتسريع عمليات البيع في السوق المغربي بشكل مبكر وممنهج، حيث ابتدأت هذه العملية في شهر أبريل 2008، مما جعل أهم المستثمرين المحليين في البورصة، يتوقعون اقتراب موعد الموجة التصحيحية ويقتصرون في تعاملاتهم على عمليات مضاربة تقوم على أساس شراء وبيع سريع للأسهم وتحصيل الأرباح، وبالفعل فقد وقعت عدة عمليات لتصحيح أسعار الأسهم في السوق المغربية منذ أبريل 2008 من خلال تقديم عدد كبير من العروض العمومية للسحب Rachat من طرف الشركات التي عرفت أسهمها ارتفاعات كبيرة جدا ما بين 2007 إلى أبريل 2008 بهدف إرجاع أسعار الأسهم إلى وضعها الحقيقي [188ص33-34].

كما سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي انخفاضا في أداء بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء بلغت نسبته 19% نهاية 2008 ليبلغ بذلك 463 نقطة مقارنة مع 571.9 نقطة المسجلة نهاية سنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث من سنة 2008 فقد انخفض المؤشر بنسبة 15.6، و فيما يتعلق بحجم السوق فقد انخفضت القيمة السوقية نهاية 2008 بنسبة 12.9% لتبلغ حوالي 65.75 مليار دولار مقارنة مع 75.49 مليار دولار في نهاية 2007، و انخفضت كذلك بنسبة 12.1% مقارنة بالربع الثالث من سنة 2008، كما انخفض حجم التداول في البورصة خلال سنة 2008، حيث تراجعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 36% لتبلغ 14.1 مليار دولار مقارنة مع 22 مليار دولار خلال سنة 2007، و تبعا لانخفاض قيمة التداول، تراجع متوسط التداول اليومي خلال السنة ليبلغ 57.5 مليون دولار مقابل 87.7 مليون دولار خلال سنة 2007، في حين انخفض معدل دوران الأسهم من 29.8% إلى 20.4% خلال نفس الفترة، كما انخفض عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة بلغت 14.6% ليبلغ 224 مليون سهم مقارنة مع 262 مليون سهم تم تداولهم خلال سنة 2007، و نتيجة لذلك انخفض المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة من حوالي 1044 ألف سهم إلى 913.1 ألف سهم [179ص49].

و في الجزائر و على الرغم من صدور العديد من التقارير التي تنفي تأثر بورصة الجزائر بالأزمة المالية الراهنة إلا أن هذا لا يمنع من رصد بعض التراجعات الطفيفة- مقارنة بالتراجعات التي حققتها البورصات الخليجية- من قبل صندوق النقد العربي، حيث سجل هذا الأخير تراجعا لمؤشر أداء البورصة بنسبة 3.8% سنة 2008 مقارنة بالسنة السابقة، وسجل هذا المؤشر انخفاضا وصل إلى 11.7% مقارنة بالربع الثالث من سنة 2008، و فيما يتعلق بحجم التداول فقد انخفضت القيمة السوقية

لأسهم الشركات المدرجة في البورصة و البالغ عددها شركتين في نهاية سنة 2008 بنسبة 5.1% لتبلغ حوالي 92 مليون دولار مقابل 97 مليون دولار نهاية 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث من سنة 2008 انخفضت القيمة السوقية بنسبة 11.6%، و بالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة فقد ارتفعت بنسبة 51.5% سنة 2008 لتبلغ حوالي 313 ألف دولار مقارنة مع حوالي 206.6 ألف دولار خلال سنة 2007، و يرجع صغر أحجام التداول في بورصة الجزائر مقارنة مع باقي الأسواق المالية العربية إلى تدني عدد الشركات المدرجة في البورصة، و كذلك إلى تدني عدد أيام التداول و الذي يقتصر على يومي تداول في الأسبوع [179ص71]، و في المقابل ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 40.1% لتبلغ 49.6 ألف سهم مقابل 35.4 ألف سهم تم تداولهم خلال سنة 2007.

و في تونس اعتبر تأثر بورصة تونس بالأزمة المالية الراهنة تأثرا طفيفا حسب تقديرات صندوق النقد العربي حيث حقق المؤشر المركب لأداء بورصة الأوراق المالية بتونس تراجعا بلغت نسبته 1.6% نهاية سنة 2008 مقارنة مع السنة السابقة، و بالمقارنة مع الربع الثالث من نفس السنة فقد سجل تراجعا بنسبة 14%، و بالنسبة لحجم السوق فقد ارتفعت القيمة السوقية نهاية سنة 2008 بنسبة 18.1% لتبلغ حوالي 6.3 مليار دولار مقارنة مع 5.34 مليار دولار نهاية سنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث من نفس السنة نلاحظ أنها حققت انخفاضا بنسبة 16.7% [179ص69].

كما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة 132.5% لتبلغ 1688.9 مليون دولار مقارنة مع 726.5 مليون دولار خلال سنة 2007، و ارتفع بذلك متوسط التداول اليومي من 2.9 مليون دولار إلى 6.8 مليون دولار، في حين ارتفع معدل دوران الأسهم من 14% إلى 25.4%، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة سنة 2008 بنسبة وصلت إلى 148% ليبليغ حوالي 173 مليون سهم مقارنة مع 70 مليون سهم تم تداولها خلال سنة 2007، و ارتفع بذلك متوسط عدد الأسهم المتداولة يوميا من حوالي 278.6 ألف سهم إلى حوالي 694.1 ألف سهم [179ص69].

و في مصر فقد تراجع المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية "case30" بنسبة 56.4% خلال عام 2008 وذلك مقابل ارتفاعه بنسبة 51.28% على مدار تعاملات عام 2007 الماضي، وأوضح خبراء ماليون أن المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية هبط على مدار تعاملات العام الحالي في ظل تنامي الأزمة المالية العالمية، وتخطي خسائر الأسواق الائتمانية بالعالم تريليونات الدولارات، و بالنسبة للمؤشر المركب الذي يقدمه صندوق النقد العربي فقد أظهر تراجع أداء سوق المال بمصر بنسبة بلغت 50.9% لتبلغ 173.5 نقطة مقارنة مع 353.1 نقطة نهاية سنة 2007 [183ص03]، كما انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق في نهاية سنة 2008 بنسبة 38.1% لتبلغ حوالي 85.92 مليار دولار، و بالمقارنة مع الربع الثالث من نفس السنة انخفضت القيمة السوقية بنحو 24.9% و انخفض عدد الشركات المدرجة من 435 شركة في نهاية سنة 2007 إلى 373 شركة في

نهاية سنة 2008، علما أن عدد الشركات المدرجة في سوق المال بمصر تمثل 24.2% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية، و فيما يتعلق بأحجام التداول، ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة 35.8% لتبلغ حوالي 87.96 مليار دولار، مقابل 64.78 مليار دولار خلال السنة السابقة، و تبعا لذلك ارتفع متوسط التداول اليومي من 258 مليون دولار إلى 344.9 مليون دولار، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 40.6% ليبلغ حوالي 22.15 مليار سهم، مقارنة مع 15.75 مليار سهم تم تداولها خلال السنة السابقة، و ارتفع بذلك متوسط عدد الأسهم المتداولة يوميا من 62.8 مليون سهم إلى 86.9 مليون سهم، و بلغ عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 حوالي 7.3% من إجمالي الأسهم المتداولة في الأسواق العربية [179ص45].

3.1.3. الانعكاسات على بورصات دول المشرق العربي

في بيروت تراجع أداء بورصة بيروت في أعقاب الأزمة المالية الراهنة بنسبة وصلت إلى 13.5% ليبلغ 116.8 نقطة مقارنة مع 135 نقطة في نهاية سنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث من سنة 2008 انخفض هذا المؤشر بنسبة 27.8%، كما انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية سنة 2008 بنسبة 11.8% لتبلغ حوالي حوالي 9.61 مليار دولار مقابل 10.89 مليار دولار في نهاية سنة 2007، و قدرت نسبة انخفاض القيمة السوقية بـ 30.7% بالمقارنة مع الربع الثالث من سنة 2008، و بالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 فقد ارتفعت بنحو 72% لتبلغ 1710.4 مليون دولار مقابل 994.1 مليون دولار خلال السنة السابقة، و نتيجة لارتفاع قيمة الأسهم المتداولة شهد متوسط التداول اليومي ارتفاعا وصل إلى 7.1 مليون دولار مقابل 4.1 مليون دولار المسجلة في نهاية سنة 2007، كما ارتفع معدل دوران الأسهم من 9.1% إلى 17.8% .

و بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 فقد شهد انخفاضا بنسبة 8.2% ليبلغ حوالي 106 مليون سهم مقارنة مع 115 مليون سهم تم تداولها خلال سنة 2007، و تبعا لذلك انخفض متوسط عدد الأسهم المتداولة يوميا من 473.1 ألف سهم إلى نحو 439.6 ألف سهم [179ص41].

أما في عمان فقد شهد مؤشر صندوق النقد العربي لأداء بورصة عمان انخفاضا بلغت نسبته 22.1% في سنة 2008 مقارنة مع السنة السابقة ليصل إلى 406.9 نقطة، و بالمقارنة مع الربع الثالث من نفس السنة انخفض المؤشر بنسبة 33.5%، و انخفضت القيمة السوقية نهاية السنة بنسبة 13.1% لتبلغ حوالي 35.84 مليار دولار مقارنة مع 41.23 مليار دولار في نهاية سنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث من نفس السنة فقد انخفضت القيمة السوقية بنسبة بلغت 27.6%.

و فيما يتعلق بأحجام التداول، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 64.6% لتبلغ 28.68 مليار دولار مقابل نحو 17.4 مليار دولار خلال سنة 2007، و ارتفع متوسط التداول اليومي من 70.5 مليون دولار إلى 117.1 مليون دولار، و ارتفع كذلك معدل دوران السهم من 42.3% إلى

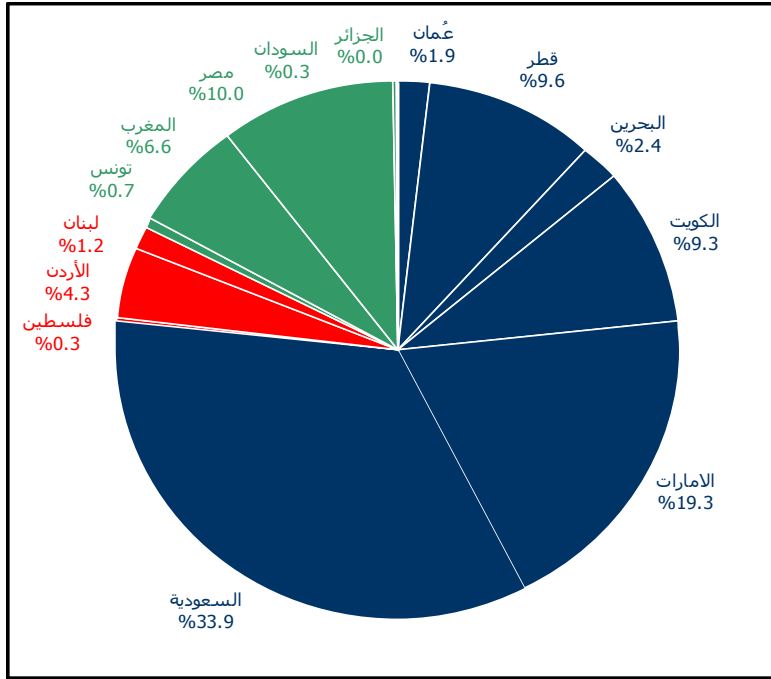
80%، في حين ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة بلغت 21.5% ليبلغ 5442 مليون سهم مقارنة مع حوالي 4479 مليون سهم تم تداولها خلال السنة السابقة، و نتيجة لذلك ارتفع المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 18.1 مليون سهم إلى 22.2 مليون سهم [179ص13].

وفي فلسطين تراجع مؤشر أداء سوق فلسطين للأوراق المالية في نهاية سنة 2008 بنحو 18% ليبلغ 155.4 نقطة مقارنة مع 189.5 نقطة في نهاية سنة 2007، و بالمقارنة مع الربع الثالث من سنة 2008 انخفض هذا المؤشر بنسبة 30.2%، و فيما يتعلق بحجم السوق فقد انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية سنة 2008 مقارنة مع السنة السابقة بنحو 14% لتبلغ 2124 مليون دولار، و بالمقارنة مع الربع الثالث من نفس السنة انخفضت القيمة السوقية بنحو 27% [179ص75].

و بالنسبة لأحجام التداول، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 51.1% لتبلغ 1235.4 مليون دولار مقارنة مع 817.5 مليار دولار خلال السنة السابقة، و تبعاً لارتفاع قيمة التداول ارتفع متوسط التداول اليومي من 3.2 مليون دولار إلى حوالي 5 مليون دولار [179ص75].

كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2008 بنسبة 12.8% ليبلغ 339 مليون سهم مقابل 301 مليون سهم المتداولة خلال السنة السابقة، و تبعاً لذلك ارتفع المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة ليبلغ نحو 1.4 مليون سهم مقابل 1.19 مليون سهم متوسط عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2007 [179ص75].

و كخلاصة على تأثير الأزمة المالية الراهنة قدم مركز بخت للاستثمار في ندوة تم تقديمها في سلطنة عمان في جانفي 2009 حول *دور الإعلام الاقتصادي في الأسواق المالية* تقديرات مئوية عن تأثير كل سوق للأوراق المالية في كل الدول العربية و ذكر أن تأثير البورصات الخليجية كانت أكثر المتضررين من هذه الأزمة المالية و هذا ما يوضحه من خلال الشكل التالي:



أسواق الخليج العربي : %77
أسواق شمال أفريقيا : %17
أسواق المشرق العربي : %6

إجمالي الحجم السوقي: 1138 مليار دولار.

الشكل رقم 13: درجات تأثر أسواق الأوراق المالية العربية بالأزمة المالية الراهنة
 لمصدر: ندوة دور الإعلام الاقتصادي في الأسواق المالية، سلطنة عمان، جانفي 2009.

و من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن السوق المالية للملكة العربية السعودية هي السوق العربية الأكثر تضررا من الأزمة المالية العالمية و تداعياتها الخطيرة، حيث قدرت درجة تأثر هذه السوق بنسبة وصلت إلى 33.9% من إجمالي الحجم السوقي و المقدّر ب 1138 مليار دولار في حين احتلت سوق الإمارات للأوراق المالية المرتبة الثانية بدرجة تأثر قدرت ب 19.3%، ثم تلتها سوق قطر للأوراق المالية و السوق المالي بالكويت ثم سوق البحرين المالي فسوق عمان المالي بنسب و درجات تأثر بالأزمة متفاوتة قدرت ب 9.6%، 9.3%، 2.4%، 1.9% على الترتيب، و بهذا فإن السوق المالية في دول الخليج العربي تأثرت بالأزمة تأثرا معتبرا وصلت نسبته إلى 77%، في حين نلاحظ من الشكل كذلك إن دول شمال إفريقيا كانت درجات تأثرها بالأزمة المالية منخفضة نوعا ما مقارنة بتأثر السوق المالية في الخليج العربي، ووصلت درجة التأثير إلى 17% من إجمالي الحجم السوقي، حيث اعتبرت السوق المالية المصرية و السوق المالية بالمغرب من أكثر الدول في شمال إفريقيا المتأثرة بالأزمة المالية حيث بلغت درجات تأثرهم 10.0% و 6.6% على التوالي، ثم لحقتها تونس و السودان و الجزائر بنسب متفاوتة، أما الأسواق المالية في المشرق العربي فكانت درجة تأثرها إجمالا حوالي 06.0% من إجمالي الحجم السوقي، حيث كانت بورصة الأردن أكبر المتأثرين بنسبة وصلت إلى 4.3% ثم تلتها لبنان بنسبة 1.2% ثم بورصة فلسطين بنسبة 0.3%.

و بحسب درجة تأثر كل بورصة عربية فإنها اتخذت مجموعة من التدابير لتدارك الخسائر التي لحقتها و هذا ما سنتطرق إليه في المبحث الثاني من هذا الفصل.

2.3. استراتيجيات تعامل الدول العربية مع الأزمة المالية الراهنة

كان للدول العربية تعاملات و آليات معينة للتعامل مع الأزمة المالية الراهنة و هذا ما سنوضحه من خلال هذا المبحث بالتطرق إلى خصائص و السمات التي ميزت هذه الخطط و كذا تعامل هذه أسواق أوراقها المالية مع الأزمة كل حسب درجة تأثره و تضرره منها ثم نخلص إلى تقييم أو الوصول إلى نتيجة لنرى مدى نجاعة هذه الخطط المتبناة من عدمها.

1.2.3. خصائص خطط و برامج تنشيط البورصات العربية بعد الأزمة المالية

من المتوقع أن تكون هناك بعض الفروقات وبعض أوجه التشابه بين الدول العربية من حيث الاستراتيجيات والخطط والوسائل التي وضعتها للتعامل مع تداعيات الأزمة المالية العالمية. ويعود ذلك إلى مجموعة مختلفة من العوامل ومن أبرزها:

- اختلاف درجة الانكشاف والتكامل والانفتاح المالي والمصرفي على العالم الخارجي.
 - اختلاف السياسات الاستثمارية لمحافظة البنوك العربية و الصناديق السيادية العربية من بلد لآخر.
 - اختلاف الأوضاع المالية لحساباتها الخارجية ولموازانات هذه الدول فبعضها يعاني من عجز وبعضها الآخر يعاني من فائض.
 - درجة التأثير الفعلية والحقيقية بالأزمة المالية العالمية.
 - اختلاف القطاعات الاقتصادية المتأثرة بالأزمة المالية.
- وبشكل عام، يمكن تقسيم أبرز الاستراتيجيات وخطط الإنقاذ وإجراءات التعامل مع الأزمة والمتبعة من الدول العربية إلى نوعين رئيسيين [189ص05]:

1.1.2.3. إجراءات وسياسات وخطط تقليدية تمثلت بما يلي: تخفيض أسعار الفائدة الرسمية

"نافذة الإيداع، وسعر إعادة الخصم، وسعر الريفريسي لإعادة الخصم، ونسبة الاحتياط النقدي الإلزامي"، وتوفير سيولة للمصارف من قبل البنوك المركزية على شكل ودائع بمختلف الأجل بعد الانخفاضات في البورصة وبهدف التأثير على أسعار الفائدة السوقية، وضخ سيولة في الأسواق المالية والشركات مباشرة من الحكومات وغير مباشرة من مصادر أخرى كهيئات الاستثمار، وضمان الودائع المصرفية بشكل جزئي وكلي لمدد تتراوح ما بين السنة و الثلاث سنوات.

2.1.2.3. إجراءات وسياسات وخطط غير تقليدية تمثلت بما يلي: إصدار قوانين للاستقرار

المالي في بعض الدول العربية، وضمان نسبة معينة من القروض الجديدة التي يمنحها الجهاز المصرفي، وضمان بعض الحكومات لأي عجز في المخصصات التي تحددها البنوك لمواجهة الديون السابقة، وإجراء عمليات إعادة هيكلة ورفع رؤوس أموال الشركات المقترضة، وشراء بعض البنوك المركزية لأجزاء من المحافظ الاستثمارية لبعض البنوك.

من أبرز خطط واستراتيجيات وبرامج الإنقاذ والدعم غير التقليدية التي تبنتها بعض الدول العربية نذكر على سبيل المثال قانون الاستقرار الاقتصادي الكويتي الذي يتضمن حزمة من التدابير والمحفزات لدعم الاقتصاد المحلي في مواجهة تداعيات الأزمة الاقتصادية في الكويت. والقانون ينص على أن تضمن الدولة 50 بالمئة من القروض الجديدة التي يفترض أن تمنحها المصارف للشركات المحلي في 2009 و2010 والتي قدرت بأربعة مليارات دينار كويتي (13.8 مليار دولار) كحد أقصى.

كما ينص القانون على تقديم الدولة ضماناً مدتها 15 عاماً ضد أي عجز في المخصصات التي تحددها البنوك لمواجهة الديون السابقة، بسبب تراجع قوي في قيمة الأصول الضامنة.

ويهدف القانون بشكل خاص إلى تشجيع الإقراض والسماح للشركات الاستثمارية المتعثرة بالوفاء بمستحقات ديونها المقدرة بحوالي 17 مليار دولار، منها حوالي 7.6 مليار دولار هي ديون مستحقة لمؤسسات مالية ومصارف أجنبية. ويفرض القانون على الشركات التي تريد أن تستفيد من تقدماته أن تقوم بعمليات إعادة هيكلة أو رفع رأسمالها إذا ما اعتبر ذلك ضرورياً من قبل المصرف المركزي.

كما يسمح القانون للصندوق السيادي الكويتي "المؤسسة العامة للاستثمار" بأن يشتري حصصاً في الشركات ضمن عمليات رفع رأس المال في حالة لم يتمكن المساهمون من الاكتتاب كاملاً في عملية الرفع.

2.2.3. خطط التنشيط المعتمدة في الأسواق المالية المتضررة

اتخذت معظم الدول التي تأثرت بالانعكاسات السلبية للضرورة و التي مست بالأخص أسواق أوراقها المالية حزمة من خطط الإنقاذ لإعادة النشاط والاستقرار لأسواقها، و باعتبار أن وقع الأزمة المالية كان بدرجات متفاوتة-كما سبق و أشرنا- لذلك فإن الخطط التي تبنتها الدول العربية كانت متباينة حسب الضرر الذي لحق بها، فعلى مستوى الدول الخليجية قامت هذه الأخيرة باتخاذ عدة تدابير لمواجهة الأزمة المالية وتخفيف حدة التوترات في الأسواق، حيث قامت باتخاذ إجراءات طارئة لدعم الثقة في النظام المالي ومنها خفض نادر في السعودية لسعر الريو القياسي وتأكيد من دولة الإمارات العربية

بأنها ستحمي البنوك الوطنية وتضمن الودائع [190ص06]، و عليه قرر مصرف الإمارات المركزي أن يتيح للبنوك قروضا قصيرة الأجل من خلال تسهيل بقيمة 50 مليار درهم (13.61 مليار دولار) كما خصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية استثنائية بهدف تخفيف التوترات في القطاع المصرفي، ومنحت التسهيلات للبنوك إعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تكون الفترة المتبقية من أجلها 14 يوما أو أكثر على أن يساوي أجل إعادة الشراء أو يقل عن الفترة المتبقية من الشهادات المقدمة كضمان، أو أن يكون الحد الأقصى للأجل ثلاثة أشهر، كما ألغى المصرف المركزي قاعدة الأيام الستة للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية بصفة مؤقتة لإتاحة سيولة للبنوك في الأجل القصير، وفي خطوة إجرائية أخرى أعلن بنك الإمارات دبي الوطني التقليل من القروض الكبيرة وخطط السداد طويلة الأجل تشجيعا منه للإقراض الذي يتسم بالإحساس بالمسؤولية. وقال البنك إن القروض ذات المبالغ الضخمة وفترات السداد الطويلة التي يمكن أن تؤدي إلى فرض ضغوط على المقترض سيتم تقليلها إلى أدنى حد ممكن، واستحدث البنك خطة تسمح للعملاء بإمكانية إعادة القروض دون أن يتحملوا أي رسوم خلال أسبوع [191ص07].

كما أطلق بنك الخليج التجاري (الخليجي) رسميا أول فرع إسلامي له في المنطقة تحت اسم "الخليجي الإسلامي"، يقدم الفرع الخدمات المصرفية الأساسية المطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية إلى العملاء من الشركات و المؤسسات و الشركات الصغيرة و المتوسطة الحجم، و يبلغ رأسمال الفرع الخليجي الإسلامي 30% من رأس المال المدفوع للبنك الأم أي ما قيمته مليار ريال قطري، و تتكون خدمات الفرع من مجموعة من الخدمات المصرفية الإسلامية بدءا من تسهيلات الحساب الجاري المحلي و الدولي بثمانية عملات أجنبية وصولا إلى عقود المرابحة كما يخصص خطأ ساخنا لخدمة العملاء [192ص02].

في البحرين أعلن بنك الاستثمار البحريني (انفستكورب) إطلاق صندوق بقيمة مليار دولار بالتعاون مع صندوق سيادي خليجي للاستثمار في الديون العقارية بالولايات المتحدة، و ذكر البيان أن الصندوق سيشتري قروضا كاملة و أوراقا مالية مدعومة بضمانات رهن عقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، كما أشار الى صندوق سيادي خليجي لم يسمه قد ساهم بمبلغ 850 مليون دولار في تمويل هذا الصندوق بحجة أن هناك فرصا كبيرة لتحقيق عائدات مربحة من خلال أسواق الإقراض العقاري في الولايات المتحدة، حيث سيقترض الصندوق لرفع موارده إلى 02 - 03 مليار دولار، كما يهدف الصندوق لشراء أصول أمريكية تعتبر جذابة بسبب الأزمة المالية و ارتفاع سعر الدولار، حيث توقع أن تزيل السلطات

بالولايات المتحدة الأصول الخطرة من كشوف حسابات البنوك بتحويلها للحكومة و دافعي الضرائب و سترك الأصول الجيدة فقط[38ص87].

وفي الكويت عرض البنك المركزي أموالا لليلة واحدة ولأسبوع ولشهر للبنوك لإظهار استعدادها لضمان توفير سيولة كافية بعد الهبوط الأخير للبورصة، وتأمل الحكومة الكويتية من خلال هذا الإجراء تخفيض أسعار الفائدة بين البنوك، مؤكدة استعدادها لضخ مزيد من الأموال إذا تطلب الأمر ذلك رغم المخاوف من ارتفاع التضخم.

وفي قطر اشترت هيئة الاستثمار ما بين 10% و20% من رأسمال البنوك المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية لتعزيز الثقة في السوق، وتهدف الخطوة القطرية بشراء الأسهم إلى ضخ سيولة لتعزيز قدرة البنوك القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة القادمة بشكل أوسع وتأكيد الثقة الكبيرة في أوضاعها المالية.

وفي المملكة العربية السعودية، أعلن المصرف المركزي أنه سيوفر أي سيولة تحتاجها البنوك، وقال محمد الجاسر نائب محافظ البنك أن بنوك المملكة تملك أوراقا مالية حكومية قيمتها نحو مائتي مليار ريال (53.1 مليار دولار)، ولديها خيار اقتراض 75% من قيمة هذه الأوراق أي نحو 150 مليار ريال[159ص45].

كما و قامت المملكة العربية السعودية بضخ نحو 3 مليار دولار، وخفض أسعار الفائدة، إلى جانب اتخاذ عدة قرارات أخرى تهدف إلى دعم الاقتصاد الوطني في ظل الأزمة المالية العالمية، التي حالة دون تمويل العديد من المشاريع، ومن بين هذه القرارات ما يلي[193ص02]:

- تحويل البنك الزراعي السعودي إلى صندوق للتنمية الزراعية برأس مال قدره 20 مليار ريال، يهدف إلى تمويل المشاريع الزراعية من أجل تحقيق الأمن الغذائي، وتساهم هذه الخطوة في دعم الشركات الزراعية، التي يتم تداول العديد منها في السوق المالية لتعويضها عن الخسائر التي ستلحق بها.

- تغيير سياسات صندوق الاستثمارات العامة، بهدف دعم تنفيذ المشاريع التي تتعثر بسبب الأزمة المالية العالمية، وتتمثل هذه التغييرات في رفع نسبة التمويل لأي مشروع إلى 40% بدلا من 30%، وتمديد فترة السداد إلى 20 سنة بدلا من 15 سنة، مع فترات سماح بـ 5 سنوات، كما تم رفع الحد الأقصى لتمويل أي مشروع بحسب حجمه إلى ما يقارب 6 مليارات ريال بدلا من 1,5 مليار سابقا.

أما في مصر فقد تم تبني جملة من التدابير أهمها[194ص17]:

- إجراء تخفيضات في التعريفات الجمركية، على سلع وسيطة ورأسمالية تقدر تكلفتها بنحو 1,5 مليار جنيه إلى 1,7 مليار جنيه، مما يساعد المنشآت على المنافسة في الخارج، ويشجع على الاستثمار وتوفير مناصب العمل.

- تتولى الحكومة تحمل تكلفة ضريبة المبيعات على السلع الرأسمالية، بحيث لا يتحملها المستثمر عن أي استثمار ينشأ خلال السنة الحالية.

- زيادة الإنفاق العام بحوالي 15 مليار جنيه خلال ستة شهور الأولى من سنة 2009، في مجالات الاستثمارات العامة ودعم الأنشطة الاقتصادية، بهدف توفير مناصب العمل، وتشجيع الاستهلاك، وتشمل أوجه الإنفاق العام على ما يلي:

- توجيه نحو 10,5 مليار جنيه لزيادة الاستثمارات العامة في عدة مجالات منها مشروعات الطرق الكبرى بمبلغ مليار جنيه، مشروعات مياه الشرب و الصرف الصحي بمبلغ 07.5 مليار جنيه، 600 مليون جنيه لرفع كفاءة خطوط السكك الحديدية، وتطوير البنية التحتية لميناء شرق "بور سعيد" وزيادة الطاقة الاستيعابية لموانئ البحر الأحمر، 900 مليون جنيه لبناء الوحدات الصحية الأساسية، وبناء المدارس وتطوير نظام صرف السلع والخدمات ورفع كفاءة أجهزة الإطفاء، 800 مليون جنيه لمشروعات التنمية المحلية بالمحافظات، 600 مليون جنيه لدعم المناطق الصناعية بـ"الدلتا"، ودعم البنية الأساسية للتجارة الداخلية، بالإضافة إلى تخصيص مبلغ 02.2 مليار جنيه لدعم الصادرات المصرية وزيادة قدرتها التنافسية

- بالإضافة إلى تبني جملة من الترتيبات الهدف منها حماية الاقتصاد من التعرض إلى أزمات مالية أهمها تنفيذ استثمارات في حدود 15 مليار جنيه أخرى، في مشروعات بنظام المشاركة العامة الخاصة، الاستمرار في جذب الاستثمارات الأجنبية والعربية، تحقيق التوازن والاستقرار في أسعار الطاقة لأغراض الصناعة، دعم ومساندة القطاعات التصديرية والإنتاجية، توفير الائتمان اللازم لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة لمساعدتها على التوسع وزيادة الإنتاج.

3.2.3. تقييم الحلول المقدمة لمعالجة الأزمة المالية العالمية

كشفت الأزمة المالية العالمية عن مدى الخلل في أوضاع القطاع المالي، إما بنقص قاعدته الرأسمالية و تضخم الأصول المدينة، أو بزيادة الإقراض بضمانات غير كافية، أو بنقص الرقابة و الإشراف على المؤسسات و الأدوات المالية، و إذا كان هذا صحيحا بالنسبة للدول المتقدمة فان شيئا من ذلك يجد مقابلا في القطاعات المالية العربية، و كذلك فانه بالنظر إلى أن عددا غير قليل من المؤسسات المالية العربية قد

تأثرت بالفعل بالأزمة المالية، هذا ما استلزم تدخل الحكومات لضمان استقرار الأوضاع المؤسسات المالية بها، و تميزت معظم الخطط التي تبنتها الدول العربية لتنشيط أسواق أوراقها المالية و استعادة الاستقرار و الثقة للمتعاملين بها لتدارك الآثار السلبية للأزمة المالية الراهنة كانت منحصرة في ضخ مبالغ معينة من السيولة في أسواقها المالية، و محاولة لاستعادة الثقة إليها و منع إفلاس المؤسسات المالية المتضررة من تداعيات هذه الأزمة، إلا أن هذه الخطط لاقت العديد من الانتقادات، فبالنظر إلى طبيعة هذه الأزمة المالية و البحث في الأسباب الرئيسية التي أدت إلى تفجرها نجد أن هذه الأزمة هي أزمة سيولة في الأسواق المالية بالدرجة الأولى، و هذا بسبب تعثر بعض الأصول في المؤسسات المالية، و بالتالي فهي تعاني من نقص الثقة و ما تبعه من انخفاض في حجم المعاملات و سحب للودائع و بيع للأوراق المالية و امتناع عن الاستثمار فيها، و بالتالي فإن الحلول التي قدمت هي على أساس استعادة الثقة لهذه الأسواق بضخ السيولة فيها، و لكن معظم الدراسات تشير إلى أن انعدام السيولة ليس السبب الوحيد لهذه الأزمة و عليه فإن هذه الخطة يمكن أن تحول دون ضياع الرهون العقارية أو تمنع حالات الإفلاس و لكنها لن تحقق التوازن المطلوب في الأسواق المالية [195ص26]، كما أظهرت الأزمة أن من أهم أسبابها القرارات العشوائية و غير المسؤولة من جانب المتعاملين في المجال المالي مثل الطمع و الجشع و الفزع و الهلع، إلى جانب الممارسات غير الأخلاقية التي انتشرت في المؤسسات و الأسواق المالية مثل الفساد و المعلومات المضللة و غير الصحيحة.

أما إذا نظرنا إلى ما قامت به المؤسسات المالية العربية أمام هذه الأزمة نجد أن منها من قام بإطلاق فروع له تسهر على تقديم الخدمات المالية المتوافقة و مبادئ الشريعة الإسلامية، و منها من قام بشراء جزء من رأسمال المؤسسات المتأثرة و التي هي مدرجة في الأسواق المالية، و منها من قام بإطلاق صندوق لشراء القروض كاملة تكون مدعومة بضمانات رهن عقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، بالإضافة إلى شراء الديون المتعثرة لدى بعض البنوك، إلى جانب تخفيض البنوك المركزية لأسعار الفائدة و هذا كله لدفع المقترضين إلى تسديد أقساط ديونهم ، و كان الهدف الأساسي وراء كل هذه الإجراءات هو تحفيز الاقتصاد، و وضع حد لانهايار الأسواق المالية العربية.

ما يمكن ملاحظته مما تقدم أن معظم هذه الخطط كانت موجهة إلى شراء الأصول المتعثرة في المؤسسات التي تعاني من عدم الملاءة، و تأثرت نشاطاتها بالأزمة المالية، فهذه المساعدات تعتبر بمثابة مكافئة لهذه المؤسسات التي كانت سبباً في الأزمة على سوء التسيير، في حين كان من الضروري ترك هذه المؤسسات تفلس، و تقدم المساعدات للمؤسسات التي تعاني من عدم الملاءة بسبب تأثرها بالأزمة المالية و لم تكن سبباً في حدوثها، إلى جانب إغفال هذه الخطط دافعي الضرائب، المتمثلة في العائلات التي عجزت عن تسديد أقساط القروض العقارية، و الطبقة العاملة التي فقدت مناصب شغلها بسبب هذه الأزمة.

كما أن هذه الخطط أثارت عدة تساؤلات من بينها مدى فعالية هذه الخطط المتبناة في معالجة الخلل الحاصل في القطاع المالي و حالة الاستقرار التي تعيشها الأسواق المالية من جراء هذه الأزمة، بالإضافة إلى طريقة تنفيذ المقترحات التي جاءت بها الخطط وكيفية تطبيقها خاصة و أن الأسواق المالية و قبل تعرضها إلى الأزمة المالية كانت تعاني من مشاكل و معوقات، بمعنى أن هذه الأزمة زادت من صعوبة تبني أي إجراء أو خطة قد تكون لها انعكاسات سلبية تزيد من حدة تأزم هذه الأسواق أما تقييم صندوق النقد الدولي لهذه الخطط، فأكد بأنها إجراءات من شأنها أن تقلل من انتشار عدوى هذه الأزمة، وتساهم في استعادة استقرار الأسواق، وبموقفه هذا يكون قد ناقض مبادئه القائمة على رفض تدخل الدولة في الاقتصاد، وأصبح يكيل بمكيالين، حيث أنه إذا تعلق الأمر بتدخل الدول النامية في الاقتصاد سارع إلى فرض عقوبات عليها، ولما تعلق الأمر بالاقتصاديات الكبرى في العالم سارع إلى مباركتها والمطالبة بدعمها، وهذا دليل على فشل صندوق النقد الدولي كمؤسسة دولية مسؤولة عن المحافظة على استقرار النظام المالي والنقدي الدولي، وأصبح من الضروري إعادة النظر في المبادئ التي يقوم عليها [195ص26-27].

و عموماً يمكن القول بأنه إذا كانت الأزمة المالية عالمية في طبيعتها فإنه لا يمكن لأي بلد مواجهة تداعياتها منفردة، وبالتالي ينبغي السعي إلى زيادة الجهد الجماعي على مستوى الحكومات والقطاع الخاص، بالإضافة إلى تكثيف الجهود حول التعاون ما بين معظم الدول العربية لمعالجة الأزمة المالية.

3.3. مقترحات لتطوير نشاط أسواق الأوراق المالية العربية أوقات الأزمات المالية

هناك مجموعة من الخطط و الآليات يمكن للدول العربية تبنيها لتنشيط أسواق أوراقها المالية أوقات الأزمات المالية التي تشل حجم التعاملات بها و منها نذكر:

1.3.3. تعزيز دور المؤسسات المالية العربية

يلعب الجهاز المصرفي العربي دوراً متعدد الجوانب في عمليات سوق الأوراق المالية العربية، فهي توفر الخدمات لأطراف المتعاملين فيها منها الجهات المصدرة للأوراق المالية عن طريق تمكينها من الإصدار، وكذلك أفراد الجمهور الذين يطلبون من البنوك باعتبارهم عملاء لديها، تنفذ أوامر البيع و الشراء أو بمجرد المشورة الفنية التي تمتد إلى إدارة محافظ الأوراق المالية، حيث تقوم البنوك بتسهيل التعامل في سوق الأوراق المالية العربية عن طريق تقديم التسهيلات اللازمة لأطراف التعامل ووفق ذلك فإن وجود أسواق للأوراق المالية العربية يمكن المؤسسات المالية العربية من توظيف أموالها بالإضافة إلى ما تمثله من وعاء كبير في إدارة صناديق الاستثمار، و باعتبار أن المؤسسات المالية

سواء العربية أو العالمية من أكثر الفواعل في مجال تنشيط الأسواق المالية فهي بذلك من أهم وسطاء التعامل في الأوراق المالية و ذلك من خلال الأدوار الموكلة إليها و المتمثلة في :

* ضمان تغطية الاكتتاب و توزيع الإصدارات الجديدة:

بسبب ما لهذه البنوك من خبراء و وحدات متخصصة و إتصالات واسعة مع البنوك الأخرى و المستثمرين من أفراد و شركات، الأمر الذي يقلل من تكاليف و صعوبات إستيعاب الإصدارات في السوق، و تقليل الوقت اللازم لإنجاز عملية التسويق [196ص140].

* عمليات تمويل الشركات و المشاريع:

فمن الوظائف المهمة لبنوك الإستثمار وظيفة تمويل الشركات و إرشاد الشركات إلى المعادلة المناسبة بين رأس المال و المديونية، و تحديد التوقيت الأمثل للإصدارات الجديدة من أسهم و سندات، و الطرق المختلفة للتمويل (أسعار فائدة ثابتة أو عائمة، قروض بالعملة الصعبة أو المحلية، قروض قصيرة أو طويلة الأجل... إلخ) [197ص98].

* القيام بدور المستثمرين المؤسسيين:

تشمل أعمال بنوك الإستثمار التعرف على المشاريع الجديدة و الترويج لها، و المساعدة في تأسيس الشركات و غالبا ما تقوم هذه البنوك بتوفير قسم من رأس المال المطلوب لإقامة المشروعات، و تساعد على توفير التمويل المطلوب و جذب المستثمرين الجدد، كما أن بنك الإستثمار يكون له من يمثله في مجلس إدارة الشركات الجديدة للمساعدة في إدارتها، ومع نمو و تثبيت أقدام هذه الشركات في السوق، قد يبادر البنك المؤسس إلى طرح أسهم هذه الشركات.

* تقديم الخدمات الإستثمارية:

تشمل هذه الوظيفة قيام البنك بتقديم النصح و المشورة حول نوع و تشكيلة الأوراق المالية المرغوبة، بالمقارنة مع تكاليف الأوراق المالية البديلة و مردودها و مخاطرها في ضوء أوضاع الشركات المصدرة لها [197ص56].

* توفير خدمات إدارة المحافظ و صناديق الإستثمار:

و ذلك عن طريق إستثمار الموارد المالية لحساب المستثمرين من المؤسسات و الأفراد في الأسواق المالية العالمية و المحلية، و تستند إقرارات الاستثمارية إلى بحوث متخصصة و تحليلات للأسواق المالية و توجهات أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات [198ص104].

* المساعدة في تحويل ملكية الشركات:

فتساهم بنوك الإستثمار في تحويل ملكية المنشآت سواء من شركات تابعة لأفراد أو مملوكة للدولة إلى شركات مساهمة، و هنا تلعب البنوك دورين أساسيين. الدور الإستشاري يتمثل في إعداد دراسات الجدوى و التي تشمل تقييم موجودات هذه المؤسسات و تحديد عدد و قيمة الأسهم المطلوب إصدارها، أما

الدور الثاني فهو تمويلي و يتمثل في قيام بنوك الإستثمار في الإكتتاب في هذه الأسهم، أو إيجاد مجموعة مستثمرين يشاركون في عملية الإكتتاب هذه.

* العمل كصانعي أسواق:

فصانع السوق لا ينتظر أوامر البيع و الشراء لمطابقتها حسب رغبات المستثمرين، و لكنه يلتزم بأسعاره المعلن عنها كأسعار قابلة للتنفيذ الفوري إذا طلب منه المستثمر ذلك، وهذا يمكن المستثمر في أي وقت من شراء وبيع أي ورقة مالية مدرجة بغض النظر عن فترات الصعود و الهبوط، و إنعكاساتها على حالات التداول في الأسواق الثانوية للأوراق المالية، و الملاحظ أن غالبية الدول العربية تعتمد على الوسطاء لتنفيذ أوامر البيع و الشراء دون وجود مؤسسات تعمل كصانعة أسواق.

* الإضطلاع بدور أمناء الإستثمار:

تتطلب غالبية التشريعات التي تحكم العمل المصرفي عزل المحافظ الإستثمارية التي يمتلكها البنك ضمن محفظة موجوداته من تلك الأوراق المالية التي يشتريها لصالح الغير ضمن حساب الأمانة، و في هذا المجال يمكن للبنوك العربية أن تلعب دور أمناء الإستثمار نيابة عن عملائها و ذلك من خلال إضطلاعها بمهمة بيع و شراء الأوراق المالية لصالح عملائها بسبب خبرتها و مواكبتها للتطورات و المستجدات في هذه الأسواق [199ص263].

* إنشاء سوق لسندات الشركات:

فمن المهام الرئيسية لبنوك الإستثمار تعميق سوق السندات سواء التي تصدرها الدولة أو التي تصدرها مؤسسات القطاع الخاص، فأسلوب الإقتراض في الأسواق المالية العالمية أخذ يتحول وبسرعة من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية [200ص150].

* تعزيز التعاون مع مؤسسات العون الإنمائي و ترويج سنداتها:

فيجب أن تبادر البنوك العربية إلى زيادة و توثيق التعاون بينها و صناديق التنمية العربية و لا سيما الصندوق العربي للإنماء الإقتصادي و الإجتماعي، و صندوق النقد العربي.

* تشجيع الإقتراض بضمان الأوراق المالية:

بسبب هذه القروض فإن المتعاملين يستطيعون شراء الأوراق المالية بمبالغ أكبر مما تسمح به الأموال المتاحة لهم بدون التمويل المصرفي.

* ترويج الإستثمار بالأدوات المالية الإسلامية:

يمكن للبنوك العربية خوض هذه التجربة من خلال تأسيس مؤسسات مالية إسلامية في الدول التي تتبنى هكذا توجه، أو من خلال المشاركة في تأسيس هكذا بنوك و مؤسسات، و أيضا الإقبال على تداول الأدوات و الأوراق المالية و الإستثمارية التي تطرحها المؤسسات المالية و المصرفية الإسلامية، بإدخال

هذه الأوراق و الأدوات في محافظ البنوك العربية الإستثمارية، أو في محافظ عملائها الذين قد يكلفونها بشرائها لحسابهم.

* المساهمة في إنشاء مؤسسة عربية مشتركة للوساطة المالية:

لعل أهم مساهمة قد تقدمها البنوك العربية للأسواق المالية العربية و تنشيط التداول فيها و الربط فيما بينها، هي مبادرتها إلى إنشاء مؤسسة عربية مشتركة كبرى للوساطة المالية تأخذ شكل شركة مساهمة عامة، تفتح فيها المساهمة على قدم المساواة للمواطنين العرب، و تتوزع فروعها في الدول العربية.

هذه المؤسسة إن توافرت لها الإمكانيات اللازمة و الظروف المواتية، يمكن أن تؤدي دورا رائدا في أكثر من مجال في كل من السوقين الأولي و الثانوي بالدول العربية على النحو التالي:

- أن تكون وسيط يقوم بترتيب بيع و شراء للأوراق المالية، سواء للإصدارات الجديدة (السوق الأولي)، أو لما هو معروض للبيع من أوراق مالية متداولة (السوق الثانية).

- أن تكون ضامنة للإصدار بحيث تتكفل بضمان تسويق الإصدارات الجديدة.

- تقديم الخدمات الإستشارية المتخصصة في مجال إصدار و تداول الأوراق المالية العربية وما يرتبط بهما من خدمات متنوعة.

* توفير سبل الإتصال السريع للمعلومات المالية:

يقتضي تطور بورصات الأوراق المالية و تنشيط التداول فيها، توفير سبل الإتصال السريع لنقل المعلومات المختلفة حول تداول الأوراق المالية على تنوعها، و هنا تبرز الحاجة إلى وضع البنوك لشبكة إلكترونية للإتصالات في داخلها لتأمين سرعة نقل المعلومات و تبادل عروض البيع و طلبات الشراء و غيرها من الإتصالات اللازمة لتيسير إنجاز المعاملات المالية في أسرع وقت ممكن، كما تبرز الضرورة إلى مبادرة البنوك في إنشاء مركز للإفصاح عن المعلومات حول الأوراق المالية يرتبط بشبكة الإتصالات الإلكترونية و يغذي باستمرار بكافة البيانات الحديثة اللازمة [201ص06].

أما فيما يتعلق بدور البنوك المركزية فيمكنها المساهمة في تطوير بورصات الأوراق المالية من خلال القيام بالأدوار التالية [202ص36]:

1. توفير التشريع اللازم لتحقيق التحرير المالي بحيث يتيح للبنوك توسيع نشاطاتها الإئتمانية لتشمل

الإئتمان متوسط و طويل الأجل و يسمح لها بإستعمال الأدوات المالية الجديدة التي إنتشرت في البلدان الأخرى بعد التطور الهائل في أساليب التمويل.

2. السماح بإنشاء بنوك إستثمارية خاصة للترويج و الإكتتاب في الإصدارات الجديدة من وسائل

الملكية (الأسهم) و الدين (السندات) و ضمان الإكتتاب بها.

3. السماح للبنوك بالمشاركة في ملكية و إدارة مشروعات إنتاجية تثبت جدارتها الإقتصادية، و توافرت لها الإمكانيات المالية اللازمة، و ذلك بالمشاركة مع القطاع الخاص و القطاع العام إذا شاء.
 4. ضمان البنك المركزي لشهادات الدين و السندات الصادرة بشكل خاص عن مؤسسات المرافق العامة الإقتصادية، كمشروعات حكومية أو خاصة، مما يوسع من سوق السندات، وبالتالي من سوق رأس المال.
 5. السماح بإنشاء مصارف متخصصة للصادرات و المستوردات، يمكن أن يساهم فيها البنك المركزي، أو يمددها بقروض قصيرة و متوسطة الأجل، مع مساهمة المؤسسات الحكومية و البنوك التجارية و شركات الإستثمار، بالإضافة إلى القطاع الخاص.
 6. السماح للبنوك بإقامة مؤسسات تمويل مشتركة تساهم فيها، و تضمن إصداراتها من الأسهم و السندات، و توفر لها ما تحتاجه من تمويل، على أن تقدم هذا التمويل لآجال مختلفة.
 7. السماح للبنوك الوطنية بتوظيف جزء من مواردها في أدوات مالية عربية في الأسواق المالية المحلية العربية، مما يحقق ترابطاً بين هذه الأسواق، و ينوع من أدواتها الإستثمارية.
 8. على النطاق الإقليمي العربي، يمكن للبنوك المركزية العربية أن تضمن الإصدارات من السندات لصالح أقطار عربية في الأسواق المالية العربية، أو لدى المصارف العربية العاملة خارج المنطقة العربية.
- و هكذا فإن الدور الذي ينبغي على البنوك المركزية أن تقوم به أوسع مساحة و أكثر شمولاً من الرقابة الشديدة و الفعالة على النقد و الائتمان المصرفي، و العمل على تحقيق الإستقرار النقدي من خلال و سائل الرقابة النقدية غير المباشرة على النقد، و إنما يتعدى ذلك إلى تطوير الأنظمة المصرفية و النقدية و المالية إلى مستوى يتلاءم مع متطلبات النمو الإقتصادي و المالي و إستمراره.

2.3.3. تفعيل دور صندوق النقد العربي لتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية

رغبة من حكومات الدول العربية في إرساء المقومات النقدية للتكامل الإقتصادي العربي، و دفع عجلة التنمية الإقتصادية في جميع الدول العربية، قد إتفقت على إنشاء هيئة عربية تسمى (صندوق النقد العربي).

1.2.3.3. التعريف بالصندوق و أهدافه

صندوق النقد العربي مؤسسة مالية إقليمية عربية، نشأ بموجب الإتفاقية التي عقدت بين الدول العربية بمدينة الرباط بالمملكة المغربية يوم السابع والعشرين من أبريل عام 1976، بدأ في ممارسة نشاطه عام 1977 و يبلغ عدد الدول الأعضاء فيه 22 دولة عربية هي: الأردن، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، تونس، الجزائر، جيبوتي، السعودية، السودان، سورية، الصومال، العراق، سلطنة عمان، فلسطين،

قطر، الكويت، لبنان، ليبيا، مصر، المغرب، موريتانيا، اليمن و جمهورية القمر، و بما أن لكل مؤسسة أهداف تعمل على تحقيقها فإن صندوق النقد العربي يسعى الى [203ص01]: تصحيح الاختلال في موازين مدفوعات الدول الأعضاء، العمل على إزالة القيود على المدفوعات الجارية بين الدول الأعضاء، إرساء السياسات وأساليب التعاون النقدي العربي، و العمل على تهيئة الظروف المؤدية إلى إنشاء عملة عربية موحدة، إبداء المشورة عند طلبها في ما يتصل بالسياسات الاستثمارية الخارجية بالإضافة إلى حرصه على توفير كل الآليات الكفيلة من أجل تنشيط الأسواق المالية العربية و ضمان عمليات تطويرها.

2.2.3.3. برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال أسواق الأوراق المالية العربية

أولى صندوق النقد العربي منذ إنشائه أهمية خاصة للمساهمة في تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، إستنادا إلى ما أولته إتفاقية إنشائه من مسؤوليات في هذا المجال، وإنطلاقا من الدور الهام الذي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها لمجالات الإستثمار المتنوعة وتوفير مصادر التمويل للمشروعات الإقتصادية المختلفة، ولتحقيق ذلك سعى الصندوق لبذل الجهود على عدة محاور.

يتعلق المحور الأول بالمعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطة هذه الأسواق ففي هذا المجال، ونظرا لندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية عن بورصات الأوراق المالية في الدول العربية، أنشأ الصندوق قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لتقوم بجمع المعلومات والبيانات الرسمية و الموثوقة عن أوضاع ونشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة ثم نشرها بصورة دورية ومنتظمة. وعلى الرغم من أن العديد من المؤسسات العاملة على إدارة هذه الأسواق تصدر نشرات دورية قيمة، إلا أن بعض هذه النشرات محدودة التوزيع ولا يمكن مقارنة البيانات الواردة فيها، سواء فيما بينها أو مع مثيلاتها في الأسواق المالية الناشئة أو المتطورة. وفي ضوء ذلك، عمل الصندوق على إنشاء القاعدة لتحقيق مجموعة من الأهداف، أهمها [204ص06]:

- 1 - المساعدة على تنمية الوعي الإستثماري العربي، والإعلام بنشاط بورصات الأوراق المالية العربية، وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية، ومجال لإستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعمليات تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام، خاصة في ظل الأوضاع المتدهورة التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية متأثرة بالأزمة المالية العالمية الراهنة

2- ضمان استمرارية النشر وتدفق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة، وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتيسير المقارنة بينها مع إجراء التحليلات المالية اللازمة وإحتساب المؤشرات التي تبين إتجاهات التداول والأسعار في كل منها.

ولقد إنطلقت القاعدة في بداية عام 1995 بالتعاون مع ستة من بورصات الأوراق المالية في الدول العربية وهي البورصات في الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عمان والكويت والمغرب، ثم انضمت إليها البورصات في السعودية ولبنان ومصر. وخلال الربع الأول من عام 2002 إنضمت إلى القاعدة البورصات في كل من أبو ظبي ودبي وقطر. ومنذ ذلك الوقت، استمر الصندوق في إصدار النشرة الفصلية حول التطورات في الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، والتي تشمل تحليلات لأنشطة هذه البورصات خلال الفترة المعنية وكذلك التطورات الاقتصادية ذات العلاقة بأنشطة هذه البورصات. وفي سبيل التعريف ببورصات الأوراق المالية العربية المشاركة بصورة أكبر، تضمنت النشرة منذ صدور عددها الأول، فصلا خاصا عن أحد هذه الأسواق يتناول نشأته وتطوره بما في ذلك المعلومات التي تتعلق بإجراءات الاستثمار في الأوراق المتداولة فيه لتكون بمثابة دليل للمستثمرين. وبعد إستكمال هذه الفصول حول الأسواق المشاركة أصدر الصندوق عددا خاصا حول هذه الأسواق.

أما المحور الثاني، فيتعلق بالأبحاث والدراسات والمسوحات الميدانية لبورصات الأوراق المالية العربية للتعرف على أوضاعها والخروج بتوصيات عملية لتطورها وزيادة التنسيق فيما بينها. وفي هذا الصدد، أجرى الصندوق بالتعاون مع بعض المؤسسات والخبرات العربية والأجنبية دراسات ومسوحات ميدانية في معظم الدول الأعضاء تم عرض نتائجها على الدول المعنية في حينه.

ويقوم الصندوق بإعداد الدراسات والأبحاث حول التطورات في هذه البورصات بصورة مستمرة، كما يعمل على تنظيم والمشاركة في الندوات والمؤتمرات المتعلقة بها وذلك من أجل زيادة الوعي بأهمية دور هذه الأسواق والبحث عن سبل تطويرها بما يتماشى مع المستجدات مع التغيرات المتواصلة في بيئة عملها [203ص03-04].

أما المحور الثالث و الأخير من برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية، فيتعلق بتوفير المعونة الفنية اللازمة للدول الأعضاء لإنشاء وتطوير أسواقها المالية. ويأتي هذا الاهتمام ضمن برنامج تسهيل التصحيح الهيكلي الجديد الذي أقره مجلس محافظي الصندوق في عام 1997، بهدف توفير الدعم المالي والفني للدول الأعضاء ومساعدتها في ترسيخ وتعزيز مقومات الاستقرار الاقتصادي الكلي والانتقال إلى مرحلة متقدمة في مسيرة التصحيح الاقتصادي التي تتطلب تعميق وتعزيز الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي وقطاع مالية الحكومة [204ص07].

و مساهمة منه في معالجة الأزمة المالية الراهنة قدم صندوق النقد العربي دراسة من إعداد مستشار الصندوق حازم الببلاوي قدمت للاجتماع المشترك لوزراء المالية و محافظي المصارف المركزية

العربية المنعقد بالكويت في 14 جانفي 2009 تتعلق الدراسة بالأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الاقتصاديات العربية، و تضمنت الدراسة ثلاثة محاور رئيسية تعلق الأول بتشخيص الأزمة المالية الراهنة و إبراز أهم أسبابها المباشرة و التي حددها في المبالغة في إصدار أصول المديونية، أزمة الرهون العقارية و نقص الرقابة و الإشراف على سلوك المؤسسات المالية في إصدارها للأصول المالية، أما المحور الثاني فقد استعرض أهم التداعيات و الآثار المترتبة عليها في المنطقة العربية، ثم تطرق في ثالث محور إلى وضع الأسس للتعامل مع نتائج الأزمة في ضوء الدروس المستفادة[205ص26].

3.3.3. تحقيق التكامل بين البورصات العربية

تعتبر عملية تحقيق التكامل و الترابط و التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية من بين الآليات التي تساعد على تنشيط أسواق أوراقها المالية، و لكن قبل التطرق إلى مقومات و متطلبات هذا التكامل و آليات تجسيده لا بد أن نتطرق في البداية إلى أهم المحددات أو المعوقات التي تعيق هذا التكامل رغم الجهود المبذولة منذ فترة و لكن هذه الآلية اليوم أصبحت أمرا ضروريا خاصة في ظل التحرير المالي و كذا الانعكاسات السلبية للأزمة المالية الراهنة و ضرورة البحث عن كل الآليات التي من شأنها المساهمة في النهوض بأسواق الأوراق المالية و إعادة النشاط إليها.

1.3.3.3. معوقات التعاون بين أسواق الأوراق المالية العربية

هناك العديد من المحددات التي حالت دون تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية أو تجسيد أي شكل من أشكال الربط فيما بينها، و إذا إستثنينا ضعف الإرادة السياسية، فإن المحددات تعزى إلى ثلاثة رئيسية و هي:

* المحددات الإدارية و التشريعية: إن التشريعات و النظم الإدارية و التنظيمية و التي تفرض شروطا تتعلق بالترخيص لإدراج الأوراق المالية الأجنبية و شروط تملك و حيازة غير المقيمين لأوراق الشركات الوطنية ليس أمرا قاصرا على الأسواق المالية العربية بل تعداها إلى الأسواق الأجنبية حيث أن الغرض منها هو حماية المدخرات الوطنية من التسرب إلى الخارج، و الحيلولة دون سيطرة الأجانب على المشروعات الوطنية، فضلا عن تنظيم عمليات التداول و حماية المستثمرين من محاولات الغش و التلاعب.

و لا تزال هذه القيود تحول دون إيجاد قنوات للاتصال بين أسواق الأوراق المالية العربية، حيث أن القواعد القانونية المنظمة لتداول الأوراق المالية الأجنبية و السماح للمواطنين و غير المقيمين في اقتنائها لتداولها لا تختلف من سوق لآخر، كما تحول الأحكام و القواعد المنظمة للتعامل في الأسواق المالية دون تحقيق الانفتاح الكامل فيما بين الأسواق العربية للأوراق المالية[206ص161].

و لمعالجة الوضع و قبل التفكير في إقامة أي شكل من أشكال التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية، يجب البدء في تعديل التشريعات و القوانين و النظم القطرية بما يسمح للشركات و الحكومات و المؤسسات و كذلك السماح للمواطنين العرب بحيازتها تطبيقاً لمبدأ المواطنة الاقتصادية العربية التي نص عليها ميثاق العمل الاقتصادي العربي[207ص151].

* المحددات النقدية و المالية: و هي القيود التي تتعلق بالرقابة على النقد و أسعار صرف العملات التي تضعها السلطات النقدية، و ذلك بهدف حماية رصيد العملات الأجنبية من التسرب، و الحفاظ على رؤوس الأموال الوطنية النزوح إلى الخارج و معالجة الخلل في ميزان المدفوعات، دون إهمال القيود تفرضها السياسة المالية من ضرائب على الدخل و الأرباح.

و بسبب الأوضاع الاقتصادية التي تعيشها الدول العربية كتنامي العجز في موازين مدفوعاتها، و تدني نسبة ما لديها من النقد الأجنبي تلجأ هذه الدول و خاصة منها تلك المستوردة لرأس المال إلى فرض القيود على تحويل رؤوس الأموال، بينما تمثل حرية إنتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الأساسية لإيجاد قنوات الإتصال بين البورصات العربية للأوراق المالية.

تخطي هذه العقبة و تعزيز التعاون بين الدول العربية في مجال بورصات الأوراق المالية، لا يتطلب بالضرورة إلغاء قوانين الرقابة المعمول بها في هذه الدول بصفة تامة، و لكن بالإمكان تطبيق المعاملة التفضيلية داخل المجموعة العربية لأنواع معينة أو عمليات محددة من التحويلات الرأسمالية التي تقرها السلطات المختصة في الدول ذات النظم الرقابية، بما يتفق مع سياساتها و مصالحها الاقتصادية، و بما لا يؤدي إلى تسرب رؤوس أموالها إلى الخارج، و في هذا السياق يجب معاملة المستثمرين العرب المعاملة المناسبة لتيسير نشاطهم، و ذلك بالسماح لهم بإدخال رؤوس أموالهم بعملات أجنبية قابلة للتحويل و فتح الحسابات بتلك العملات، كما يسمح بإعادة تحويل هذه الأرصدة مع فوائدها بالعملات الأجنبية، و رغم ما يمكن أن يسببه هذا الإجراء من عدم الإستقرار في أسعار صرف العملات العربية، و إتباع بعض الدول لأكثر من سعر صرف لعملتها، إلا أنه يمكن معالجة هذه الأوضاع من خلال إرساء قواعد التعاون النقدي العربي على أسس سليمة و متدرجة، تنطلق في المرحلة الأولى من إستخدام الدينار العربي الحسابي كوحدة حسابية تستند إلى سلة من العملات العربية، يتم إستخدامه في تقييم أصول المؤسسات المالية و الشركات العربية المشتركة.

أما فيما يتعلق بالسياسة المالية و ما تفرضه الدول من ضرائب و رسوم على الدخل و أرباح غير المقيمين فيمكن علاج ذلك فيما تعقده الدول من إتفاقات لتفادي الإزدواج الضريبي[196ص213-214].

* المحددات التنظيمية: على الرغم من برامج لإصلاح التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية مؤخراً فإنها لازالت تعاني من أوجه القصور سواء من ناحية التشريعات و النظم التي تحكم الإصدار و التداول أو من ناحية الهيكل المؤسسي الذي يتسم بالخلل في بعضها نتيجة اقتنار هذه البورصات إلى

دور الوساطة المتخصصة و مؤسسات ترويج و تغطية الاكتتاب للأوراق المالية، فضلا عن الشركات صانعة السوق، أضف إلى ذلك ما تعانيه أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من قلة الأدوات المالية الجيدة و المستحدثة و الطلب عليها[206ص163].

وعموما فان هناك دراسات تسعى إلى تطوير شبكة عربية لأسواق الأوراق المالية تشير في إحدى تقاريرها إلى أن الاختلاف في أنظمة الإدراج و الافتقار إلى المؤسسات اللازمة لتوفير خدمات التسوية و الوساطة الفعالة ، و أوجه الاختلاف في مستويات التطوير بين البورصات العربية تعيق جميعها تبادل إدراج الأوراق المالية و أهم هذه العقبات هي الاختلاف في قوانين الاستثمار في الأسواق العربية للأوراق المالية و القيود على ملكية الأوراق المالية المفروضة على مواطني البلدان العربية الأخرى بموجب قوانين تنص على حدود دنيا للنسب المئوية لملكية الأسهم بين المواطنين، و جميع هذه العوامل تعيق بصورة فعلية تدفقات الاستثمار فيما بين البلدان العربية، كما تؤثر التشريعات المنظمة لإنشاء الشركات و أسواق الأوراق المالية و النظم الضريبية على ممارسات التداول في مختلف البلدان العربية[208ص146].

2.3.3.3. مقومات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية

حتى يتسنى بناء سوق مالية عربية موحدة لابد من توفر مجموعة من المقومات أهمها[209ص55]:
*الطاقة الاستيعابية: و تنبع أهميتها كأحد مقومات ربط الأسواق المالية العربية في كونها تعكس جانب الطلب على التمويل الاستثماري الكلي، و في هذا الصدد لا يمكن اعتبار حجم الاقتراض الخارجي الكبير للدول العربية دليلا على حجم الطاقة الاستيعابية و إنما هو انعكاس لأوضاع الأسواق العالمية، فيمكن إذا عند خلق فرصا للإنتاج من أجل أن يظل في درجة عالية من التكامل بين اقتصاديات الدول العربية، أن تزداد احتياجات التمويل لتلك الدول بشكل أكبر و تزداد كذلك ضرورة إنشاء سوق مالية موحدة[210ص25].

* المناخ الاستثماري: و تظهر أهمية وجود مناخ استثماري ملائم كأحد مقومات الربط، و يتطلب تهيئة مناخ استثماري ملائم ضرورة إيجاد قدر كافي من التسهيلات و المزايا و الإعفاءات سواء المتعلقة بحركة رأس المال أو بإعطاء المستثمر العربي حق الإقامة ، العمل، التنقل، تعبئة العناصر البشرية و استيراد المعدات و الآلات اللازمة، و هذا كله لتشجيع تدفقات رأس المال بين الأقطار العربية.
* الأجهزة و المؤسسات المالية: و في هذه الحالة مطلوب إذا تطوير المؤسسات و الأجهزة القائمة مما يتناسب و تطلعات كامل الأسواق المالية العربية مجتمعة، كما يتطلب كذلك إيجاد تشريعات تسهل تبادل و تسجيل الأوراق المالية في أي سوق، و الحرص على أن تكون تلك الأجهزة متشابهة الهيكل و المهام فيها.

* حرية انتقال رؤوس الأموال: التي تعتبر كأحد قنوات الاتصال بين الأسواق المالية العربية، و لا يتطلب بالضرورة معالجة القيود المفروضة على حركة رأس المال بين الدول العربية إلغاء قوانين الرقابة على النقد بصفة كلية[209ص55].

* استقرار أسعار الصرف: و الذي يعتبر من العوامل الأساسية المساعدة على تشجيع انتقال رؤوس الأموال، حتى و إن كان التعرض لمخاطر أسعار الصرف لا مفر منه، و لكن يمكن ذلك في حدود معينة[209ص55].

3.3.3.3. آليات تجسيد التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

لضمان تحقيق التعاون و التنسيق بين بورصات الأوراق المالية العربية لابد من إعتقاد أسلوب التدرج المرهلي، الأسلوب الذي يتطلب إتخاذ عدد من الإجراءات التنظيمية و التشريعية في كل مرحلة من مراحل هذا التعاون.

* المرحلة التمهيديّة:

الخطوة الأولى في مسيرة التعاون المنشود بين بورصات الأوراق المالية العربية، لا تتطلب بالضرورة إتخاذ إجراءات قانونية تمس سيادة الدول، و لا حتى جزء من تلك السيادة و هي مجرد إجراءات تمهيدية و لكنها ضرورية لتلتزم بها الدول العربية بإشراف الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية كما يلي[207ص161]:

- توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في لغة التعامل اليومي في البورصات العربية و إعتقاد اللغة العربية أساسا لذلك، من أجل تحقيق الهوية القومية و خلق لغة التفاهم المشترك. و يدعو إتحاد البورصات العربية إلى تشكيل لجنة مشتركة لخصر و تبويب المصطلحات و توحيدها في جميع البورصات القائمة.

- يضع الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية خطة للتعاون بين البورصات الأعضاء تقوم على أساس تبادل التجارب و الخبرات و تنظيم الدورات التدريبية لتعميق المفاهيم و تكوين الكوادر الوطنية الكفوة التي تناط بها مهام إدارة البورصات.

- التعاون في مجال تقديم المساعدة الفنية و الخبرات القطرية للدول العربية الراغبة في إنشاء نواة لبورصات الأوراق المالية.

- عقد الندوات العلمية المتخصصة و الحلقات الدراسية و النقاشية لبحث المشاكل التي تعاني منها بورصات الأوراق المالية العربية و إيجاد الحلول العملية المناسبة لها.

- تقديم الدعم المادي و المعنوي للإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية و إقامة جهازه الفني و الإداري ليضطلع بالمهام المذكورة أعلاه، و تحقيق الأهداف التي أنشئ من أجلها.

- إرسال البعثات العلمية إلى الخارج للتدريب و الإطلاع على نظم العمل في البورصات العالمية، و تشجيع البحث العلمي في المعاهد و الجامعات العربية في مجال الأسواق المالية و إجراء الدراسات الميدانية لواقع الأسواق القائمة و مشاكلها و بحث سبل تذليلها.

* مرحلة تنسيق التشريعات:

المرحلة الثانية في سبيل تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية و تعزيزه، تتطلب توافر الإرادة السياسية و ذلك لكون هذه المرحلة تتعلق بالإجراءات التشريعية لإرساء قواعد التعاون المالي في إطار ربط البورصات العربية بعضها ببعض، و عليه لابد القيام بمجموعة من التدابير كما يلي:

المجموعة الأولى: تعديل و تطوير التشريعات القطرية التي تحكم نظم التعامل في البورصات العربية، من أجل [207ص162]:

- تنظيم الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية العربية و خضوعها لقواعد موحدة.
- تنظيم تبادل هذه الإصدارات و تحديد شروط قيدها في الأسواق الثانوية المنظمة و الأسواق الموازية بما يتفق و السيادة القطرية.
- تحديد الأجهزة الرسمية المختصة بمراقبة الإصدارات التي يمكن تبادلها بين البورصات العربية.
- وضع الحدود الدنيا للبيانات الواجب الحصول عليها دوريا عن الشركات العربية المساهمة التي يجري التعامل بأوراقها في كل البورصات القائمة و تحديد نموذج النشرة الخاصة بإشهار المعلومات لمختلف البورصات العربية.
- تنظيم مهنة الوساطة في الأوراق المالية.

ومن أجل تيسير تداول الأوراق المالية في البورصات العربية، من الأفضل إستحداث نظام مشابه لنظام "إيصالات الإستلام الأوروبية" (CDR'S) الذي يتم بموجبه تبادل هذه الإيصالات بوصفها أداة تثبت إيداع الأسهم في البلد الذي ينشأ فيه السهم، بدلا من التبادل بالسهم نفسه في البورصات الأخرى، و تكون إيصالات الإستلام هذه مقومة بمختلف العملات العربية التي يتم فيها شراء الأسهم و يجري التداول فيها لغير المقيمين فقط، و بالتالي تكون معفاة من الضرائب القطرية و تكون قابلة للتحويل من بلد عربي إلى آخر.

إلا أن الأهم من هذه التشريعات هو تحديد من يقوم بتنفيذها في كل بلد عربي، فتحديد الأجهزة المختصة التي تقوم بتطبيق هذه التشريعات تعتبر خطوة أساسية نحو ربط البورصات العربية مع بعضها البعض.

المجموعة الثانية: تنشيط دور المؤسسات المالية العربية على المستوى القومي في تحقيق التعاون بين بورصات الأوراق المالية العربية

بإمكان الصناديق و المؤسسات المالية العربية من أن تؤدي دورا هاما في المساعدة بشكل مباشر في تغطية الفجوة القائمة بين المدخرين و المستثمرين عن طريق طرح سندات يسمح بالإكتتاب فيها للمؤسسات المالية من بنوك و شركات تأمين أو الأفراد، كما تستطيع هذه الصناديق ضمان أو تعهد إصدار سندات محلية، و الإكتتاب في المشروعات الإقتصادية ذات الطبيعة القومية أو القطرية بما يطرح من أوراقها، و ذلك وفقا لمواثيق إنشاءها.

المجموعة الثالثة: إقامة شركات مساهمة عربية

وكانت المحاولة الأولى لقيام المشروعات و الشركات العربية المشتركة عام 1956 على مستوى الحكومات العربية، أما المحاولة الثانية فقد بدأت منذ عام 1982 ، أما على مستوى القطاع الخاص فقد إنبثق عن المؤتمر الأول و الثاني لرجال الأعمال و المستثمرين العرب شركتان مشتركتان هما الشركة العربية للإستثمار الزراعي و الشركة العربية للإستثمارات السمكية و قد طرحت الشركة الأولى أسهمها للإكتتاب العام فساهم فيها مستثمرون عرب من عدة دول عربية.

و في هذا المجال يجب وضع تشريع عربي موحد يعطي الشخصية العربية للشركة المشتركة التي تتم في إطار الدول العربية، لأن الوضع الحالي يفرض على كل شركة مساهمة جنسية بلد المقر و بالتالي تخضع لما تخضع له الشركات القطرية.

المجموعة الرابعة: تشجيع إقامة أجهزة إستثمار عربية

حتى تتمكن البورصات العربية من تأدية دورها في إطار التكامل المالي العربي، يقتضي الأمر إقامة أجهزة الإستثمار العربية المناسبة التي تقوم بالتعامل في الأوراق المالية ذات الطبيعة القومية. المجموعة الخامسة: وضع إتفاقية لتجنب الإزدواج الضريبي و على الرغم من إبرام إتفاقية من هذا النوع عام 1974 بين دول مجلس الوحدة الإقتصادية العربية فإن عدد الدول المنضمة إليها لم يتجاوز الأربعة، و مع ذلك يجب إعادة النظر في هذه الإتفاقية و تعديلها لأنها تركز فقط على الأرباح المحققة في كل بلد.

المجموعة السادسة: الحاجة إلى شبكة إتصالات متطورة

يتطلب التعامل في بورصات الأوراق المالية سرعة الإتصال و المعرفة، و عليه كلما كانت هناك شبكة إتصالات سريعة بين البلدان العربية و بينها و بين العالم الخارجي كلما تمتعت هذه البورصات بقدر من المرونة و الفاعلية .

و في هذا الصدد يجب إنشاء مركز قومي للمعلومات المالية لدى الأجهزة العربية الأساسية كصندوق النقد العربي و الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية.

المجموعة السابعة: تطوير مهنة المحاسبة و المراجعة

إن مهمة المحاسبين و المراجعين هي إثبات الوضع المالي للشركات بدقة، و يعتبرون مسئولين عما يقدمونه من تقارير في هذا الشأن للجمعيات العمومية، أو أجهزة الرقابة على الشركات المساهمة، أو لبورصات الأوراق المالية المسجلة فيها هذه الشركات، الأمر الذي يقتضي وجود تشريع يحدد مؤهلات المحاسبين و المراجعين و قيدهم في سجلات.

*المرحلة النهائية:

تفترض هذه المرحلة توافر خطة شمولية تكاملية يراد بها تحقيق و حدة إقتصادية و نقدية و خلق سيولة مالية مشتركة و ما يصحب ذلك من تحرير أنظمة الرقابة على النقد في الدول العربية و إنتقال رؤوس الأموال فيما بينها بحرية تامة، و عندئذ يكون في ميسور المواطنين العرب حيازة و تداول الأوراق المالية المحررة بالعملة الحرة.

لعل تحرير أنظمة الرقابة على النقد سوف يزيل أكبر عقبة تحد من قيام سوق مالية عربية، لأنه ومن أساسيات قيام هذه الأخيرة إلغاء نظم الرقابة على النقد و إقامة منطقة عربية نقدية [196ص218].

4.3.3. مقترحات أخرى

إن موضوع أسواق الأوراق المالية و دورها في دفع عجلة التنمية و الإسراع بمعدلات النمو كان محل مناقشة العديد من الدراسات التي أكدت على دور هذه الأسواق الفعال في تعبئة الادخار و التخصيص الأمثل للموارد في الاستثمارات المختلفة و قد ازداد هذا الدور أهمية في السنوات الأخيرة نتيجة التحرير المالي و أهمية أكبر نتيجة ما حدث من انهيارات في هذه الأسواق و ما كان لها من تأثير على اقتصاديات البلدان المعنية جراء الأزمة المالية الراهنة.

و دور أسواق الأوراق المالية في تحقيق الأهداف التنموية المنوطة بها مرتبط بدرجة تطورها و كفاءتها، و فيمايلي أهم جوانب تنشيط أسواق الأوراق المالية العربية [141-157]:

* تطوير حجم السوق: تتميز أسواق الأوراق المالية العربية بضيق نطاقها في كل من جانبي العرض و الطلب، و تتطلب عملية تنشيط هذه السوق تحفيز جانب الطلب على الأوراق المالية من جهة و تنشيط جانب العرض من جهة أخرى.

- تنشيط جانب الطلب: يتأثر الطلب في سوق الأوراق المالية سواء كان محليا أو أجنبيا بمجموعة من العناصر تعد بمثابة محددات رئيسية لهذا الطلب كالاستقرار الاقتصادي، توفير بنية أساسية قوية لسوق الأوراق المالية من حيث إجراءات و قواعد و نظم التعامل في الأوراق المالية إضافة إلى توافر مجموعة من الأدوات الاستثمارية المتنوعة التي تمكن المستثمر من تنويع محفظة الأوراق المالية، و يتطلب تحفيز الطلب على الأوراق المالية مايلي:

1- تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين التأسيسيين: سواء كانوا محليين أم أجنبى في السوق يساعد على حمايته من التقلبات الشديدة و بصفة خاصة في حالة فتح الأسواق للتعامل الأجنبي مباشرة في البورصات، حيث أنها تزيد من عمق و سيولة السوق و تخفض من حساسية تعاملات الأفراد كما أنها يمكن أن تكون بمثابة قوة تعمل على موازنة التقلبات التي قد تترتب على تحركات استثمارات الأجنبى في حالة البيع الجماعية نظرا لكونها تقوم باستثمار مبالغ كبيرة في الأوراق المالية طويلة الأجل تستطيع من خلالها أن تعيد للسوق توازنه و تحد من عدم استقراره، هذا إضافة إلى تنمية هذه المؤسسات (صناديق الاستثمار، شركات التأمين، صناديق المعاشات...) تساعد المدخر المحلي على الاستثمار بتخفيض تكلفة التعامل و تنويع المحفظة و إدارتها من خلال متخصصين مما يؤدي إلى التغلب على مشكلة عدم توافق المعلومات التي يواجهها الأفراد.

2- زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية: و يمكن أن يتم ذلك من خلال النظر في تخفيض سعر الفائدة في إطار نظرة شاملة لعناصر السياسة النقدية و أدواتها، و إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين المؤسسين، فمثلا يمكن أن يعفى جزء من الدخل الخاضع للضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية بشرط أن يبقى مستثمرا في الأوراق المالية لمدة معينة.

3- تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد: من خلال حملات للتوعية و الإعلام لجذب صغار المدخرين أو من خلال إعداد برامج متخصصة في الثقافة الاقتصادية تبث في الإذاعة و التلفزيون.

4- تحفيز الطلب الأجنبي و المحافظة على استقرار السوق: تبدو الضرورة ملحة إلى القضاء على المشكلات الخاصة بتحويلات النقد الأجنبي، و إلى تحديد سعر الصرف عند مستويات واقعية تتلائم مع قوى السوق، حيث أثبتت دراسة تحليلية حديثة التأثير الإيجابي لمحافظة العملة المحلية على مركزها أمام العملات الأجنبية على أداء السوق نتيجة تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الأجنبي.

- تنشيط جانب العرض: يهدف المستثمر في الأوراق المالية دائما إلى تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة و تنقسم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة¹، و تتوقف قدرة المستثمر في تحقيق هذا التنوع على مدى توافر الأدوات الاستثمارية المختلفة في السوق بما يحقق الهدف و رغبات كافة المستثمرين من أفراد و مؤسسات، فهناك بعض المستثمرين يفضلون الاستثمار في أدوات على درجة عالية من المخاطرة متمثلة في الأسهم بأنواعها المختلفة، بينما يتجنب آخرون المخاطرة و يفضلون الاستثمار في أصول ذات درجة مخاطرة منخفضة أو منعدمة مثل

¹ - المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي لا يمكن للمستثمر تجنبها في حين أن المخاطر غير المنتظمة هي تلك المخاطر التي يستطيع المستثمر التخلص منها ذلك أنها ترتبط بالشركات المصدرة لتلك الأوراق.

السندات بأنواعها المختلفة و لكي يتحقق هدف التنويع بالنسبة للمستثمر بما يخفض من درجة المخاطرة لا بد أن يتم تنشيط جانب العرض في سوق الأوراق المالية، و يمكن أن يتم ذلك من خلال:

1- تشجيع الطرح العام في جانب الأسهم: تعد الأسهم المصدر الأساسي الذاتي للتمويل طويل الأجل، سواء كانت أسهم عادية أم ممتازة، و يستلزم تنشيط سوق الأسهم اتخاذ مجموعة من الإجراءات تؤدي إلى مزيد من الإصدارات التي يراعى فيها أوجه القصور الموجودة في الإصدارات الحالية مثل التركيز القطاعي للشركات المطروحة و عدم كفاءة التسعير و من ضمن هذه الإجراءات تشجيع تنفيذ برامج الخصخصة أو استكمال ما بدء منها لما لها من دور فعال في طرح المزيد من الأدوات و تنشيط السوق، حيث تسهم برامج الخصخصة في توسيع قاعدة الملكية و في خفض درجة التركيز القطاعي لسوق الأوراق المالية، تشجيع إنشاء صناديق رأس المال المخاطر لما لها من دور مهم في تأهيل المزيد من الشركات للطرح العام من خلال المرحلة الثالثة لعمل الصندوق و المتمثلة بمرحلة الخروج، بالإضافة إلى قصر الحوافز الضريبية و تخفيض رسوم الشركات على الطرح العام فقط الأمر الذي يدفع بالشركات المغلقة إلى التحول إلى الطرح العام.

2- تنمية سوق الأدوات ذات الدخل الثابت: كثيرا من المزايا التي تعود على الاقتصاد القومي من تنشيط سوق السندات المحلية حيث توفر هذه السوق الموارد المالية اللازمة لتمويل المشروعات الحيوية لعملية التنمية الاقتصادية، و تقديم أدوات استثمارية بسعر تنافسي لتكلفة التمويل المصرفي فضلا عن إتاحة فرص جاذبة للربح بالنسبة للمستثمرين و الوسطاء من خلال توفير أدوات مالية جديدة و إضافة السوق، و حتى تتحقق هذه المزايا لسوق السندات لا بد أن تتوفر له بعض الخصائص تؤهله لذلك، مثل التمتع بسيولة مرتفعة و تعدد آجال الاستحقاق للأوراق المالية المصدرة، خفض درجة المخاطر الائتمانية و تعدد الإصدارات.

3- تنمية الأدوات المالية و الآليات المستحدثة: يستدعي جانب العرض استحداث مجموعة من الأدوات تفي بالمتطلبات المختلفة لحاجة المصدر و المستثمر و من تلك الأدوات نجد استحداث أنواع جديدة من السندات، المشتقات المالية، التوريق، إدراج الأوراق المالية الإسلامية...

* تطوير البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية

تتكون البنية الأساسية للسوق من مجموعة من العناصر التي تشكل في مجموعها إطارا متكاملًا بحيث يعتمد تطور كل منها و تكاملها على مدى تقدم السوق و ترتبط عملية تطوير البنية الأساسية بمجموعة من العوامل منها:

- توفير نظام الهيئات ذاتية التنظيم و الإدارة: تعاني أسواق الأوراق المالية العربية من غياب آلية الرقابة الذاتية و التي يتم تطبيقها من خلال نظام يشمل مجموعة من الأعضاء في سوق الأوراق المالية لديهم السلطة في تنظيم النشاط في هذه السوق و كذا الحافز لمراقبة بعضهم البعض لتحقيق هدف كفاءة

السوق بما يعود عليهم بالنفع من خلال وضع القواعد و القوانين المنظمة للتعامل في الأوراق المالية لأعضائها بما يضمن توافقها مع رغباتهم كما تشمل مسؤوليات.

و نجاح هذه الهيئات ذاتية التنظيم و الإدارة يتطلب عدة شروط أهمها أن يتوفر القانون الذي يسمح بتواجدها و يخولها سلطات، و أن يتبنى التنظيم وضع الآداب التي تحكم العلاقة بين الأعضاء و العملاء علاوة على ضرورة أن يكون عمل الهيئة شاملا لجميع العاملين في سوق الأوراق المالية و ألا يكون هادفة للربح.

- الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية:

1 -شركات الوساطة : و تشمل شركات السمسرة و شركات الترويج و تغطية الاكتتاب، و هي تلعب

دور الوسيط بين البائع و المشتري في تنفيذ الأوامر المختلفة و هنا يبرز الدور الذي تلعبه هذه الشركات في التأثير على استقرار الأسعار و تنشيط الطلب على الأوراق المالية لذلك لا بد من تشجيع هيئات السمسرة هذه على الانتشار و ربط موقعها بالبورصة عبر خطوط الاتصال ذات قدرة على نقل المعلومات.

2 -تشجيع شركات الخدمات: و التي مهمتها تقديم الاستشارات المالية الخاصة بتقسيم و تحليل

الأوراق المالية بما ينعكس على قرار المستثمر الذي ليس لديه الخبرة الكافية لاختيار الورقة المالية، و للبيع و الشراء في الأسعار و في تحديد الجدارة الائتمانية لمختلف الشركات بما يساعدها مستقبلا في إصدار سندات للإنعاش سوق السندات.

3 - الترويج و الإعلان عن الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية: لتوعية المستثمر بدورها و

بالخدمات التي تستطيع أن تقدمها للمستثمر العادي و قيمة العمولات لأتباع، و يقترح في هذا الإطار أن يتم إعفاء قيمة الدعاية و الإعلان من الضرائب المقررة في الإعلانات.

- تطوير نظام التسوية و المقاصة:

من المهم تخفيض تكاليف المعاملات الى أدنى حد ممكن، لذلك يكون نظام الخاص بعمليات التداول و الدفع و المقاصة و التسوية و الحفظ نظاما حديثا و فعالا و شفافا، فوجود أنظمة غير ملائمة لعمليات التداول و الدفع يؤدي إلى ارتفاع تكاليف المعاملات، و بالمقابل فوجود نظام فعال للدفع و التسوية يؤدي إلى تخفيض التكاليف و يقلل إلى أدنى حد ممكن مخاطر الطرف المقابل[206ص96].

- رفع كفاءة الرقابة على المؤسسات:

إن مصطلح الرقابة على المؤسسات يعني الرقابة أو ممارسة السلطة على هيكل مؤسسي مثل الشركات، و يمكن أن تتم عملية تفعيل هذا الدور الرقابي من خلال القوانين الحاكمة للتعامل في سوق الأوراق المالية مثل قواعد القيد في البورصة و نظم و قواعد الإفصاح و الشفافية.

من خلال دراستنا لهذا الفصل قدمنا حجم تأثير البورصات العربية بالأزمة المالية العالمية و مختلف الحلول التي تم تبنيها للحد من الانعكاسات السلبية لهذه الأزمة على البورصات و التي بدأت تزحف إلى اقتصاد البلد المعني ككل و من أهم النتائج التي تم التوصل إليها نذكر:

- العمل على تحديث البورصات العربية وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية، وتعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال ، وإعادة تدويرها لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، وهذا يتطلب استكمال الأطر التشريعية والمؤسسية ، والتوسع في توفير المؤسسات المالية المتخصصة لتسهيل عمليات التداول كالمصارف الاستثمارية وشركات المقاصة والحفظ المركزي وصانعي السوق وبيوت الوساطة والتحليل المالي، إضافة إلى التوسع في طرح الأدوات الاستثمارية، وتنويعها بما يتناسب واحتياجات المستثمرين، مثل: صناديق الاستثمار، والسندات القابلة للتحويل، وغيرها.
- على الرغم من التقارب الجغرافي الذي يجمع بين البورصات العربية، فإن درجة التعاون والتنسيق رغم عدم أهميتها في الظروف العالية فيما بينها، فهي تكاد تكون منعدمة، مما يبين بوضوح أن هذه البورصات لا تتوفر على ترابط فيما بينها، عكس البورصات الإقليمية الدولية على الصعيد القاري في أوروبا وأمريكا والخليج العربي ودول جنوب شرق آسيا. ومن المفارقات أن إدارة البورصات المغربية تعمل على ربط علاقات مع بورصات أجنبية بعيدة عنها جغرافيا وتهمل التعاون والتنسيق الثنائي والجماعي فيما بينها بشكل واضح.
- العمل على تحديث قوانين الشركات، ووضع حوافز لإنشاء شركات مساهمة، وتسهيل عمليات تحويل الشركات المغلقة إلى شركات مساهمة يتم إدراج وتداول أسهمها من خلال البورصة
- أن مواجهة مشكلة صغر حجم الأسواق المالية يحتاج إلى حزمة من الحلول تتضمن معالجة صغر متوسط رأس المال السوقي بوضع حد أدنى للحجم كشرط لقيود الشركات في البورصة؛ كما يمكن مواجهته بالدعوة بالتعاون بين الدول العربية في مجال أسواق الأوراق المالية.
- تنفيذ برامج ربط أسواق الأوراق المالية يتطلب دعم وتعزيز جهود اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية في هذا الخصوص، لا سيما إنشاء المؤسسة العربية للتقاص (تقوم بتسليم المشتري صك السهم بعد دفع قيمته والبائع الثمن)، ومشروع شبكة المعلومات وإزالة المعوقات البيروقراطية أمام الربط بين البورصات العربية.

الخاتمة العامة

تعتبر الأزمات المالية من أهم المشاكل التي و المخاطر التي تتعرض لها أسواق الأوراق المالية لاسيما العربية منها، نظرا للسمات التي تتميز بها و التي تجعلها أكثر حساسية للتأثر بالأزمات على خلاف أسواق المال في الدول المتقدمة التي تعتبر إلى حد ما محصنة ضد الأزمات المالية. و لكن تفجر الأزمة المالية الراهنة قلب كل الموازين و أظهر أن الولايات المتحدة الأمريكية عاجزة على حل مشكلة خلقتها في سوق العقار لتنتقل العدوى إلى سوق الأوراق المالية و من ثم إلى كافة أسواق الأوراق المالية في العالم.

و البورصات العربية على غرار أسواق المال في العالم فقد تأثرت بتداعيات هذه الأزمة و كان ذلك بدرجات متفاوتة بالاستناد إلى عدة أبعاد أهمها درجة انفتاح هذا السوق المالي على العالم الخارجي و حجم تعاملاته، درجات استقطابه للاستثمارات الأجنبية و غيرها، و نظرا لهذه التأثيرات السلبية التي خلفتها و لازالت هناك آثار سلبية أخرى لم تظهر بعد-لأن تداعيات الأزمة لا تزال مستمرة- لذلك و جب البحث عن آليات و اتخاذ التدابير اللازمة التي من شأنها إعادة الاستقرار لهذه الأسواق المضطربة و الغير مستقرة و بالتالي تنشيطها و تفعيل عمليات التداول داخلها، و هو ما تم تشخيصه من خلال الدراسة البحثية المقدمة في ثلاثة فصول:

فصل أول قمنا من خلاله بتشخيص الأزمات المالية لأسواق الأوراق المالية و تطرقنا من خلاله إلى الخلفية النظرية و التاريخية للأزمات المالية من خلال التعرض إلى ماهية الأزمات المالية (تعريفها، النظريات المفسرة لها، أنواعها)، كيفية حدوث الأزمات المالية و الشرح من خلال شكل توضيحي ثم قمنا بعرض بعض الأزمات البورصية، ثم تطرقنا إلى الأزمة المالية الراهنة و تداعياتها متطرقين إلى جذور هذه الأزمة، نشوءها و تفسير عالميتها، الأسباب الرئيسية الكامنة وراء تفجر هذه الأزمة و كذا الانعكاسات و البصمات التي تركتها هذه الأزمة المالية على اقتصاديات الدول المختلفة سواء في الولايات المتحدة الأمريكية و الدول الأوروبية و الآسيوية و في الدول العربية، ثم تطرقنا إلى التأسيس النظري لأسواق الأوراق المالية العربية

من خلال التعرض إلى المفاهيم الأساسية حول أسواق الأوراق المالية ثم التعرض إلى واقع أسواق الأوراق المالية العربية بإعطاء صورة عن خصائص و حجم نشاطها و كذا أدائها، ثم تعرضنا إلى أهم المعوقات التي تقف كحجرة عثرة في مسار تطور أسواق الأوراق المالية العربية.

أما الفصل الثاني فكان حول أدبيات تنشيط أسواق الأوراق المالية و ذلك من خلال التطرق إلى الآليات المساعدة على تنشيط أسواق الأوراق المالية ، حيث قمنا بإبراز دور كل من الأدوات التقنية ، الميكانيزمات المتعلقة بآليات السوق من ضبط لحركة الأسعار و إزالة للخلل الشديد و تنفيذ للصفقات، دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية، و إضافة لذلك تطرقنا إلى آلية الربط بين البورصات بهدف تنشيطها و زيادة حجم تعاملاتها و تداولاتها، ثم تطرقنا إلى آليات تنشيط أسواق الأوراق المالية السريعة الأثر و أعطينا صورة على الآليات التي تم تبنيها في سبيل تنشيط الأسواق المالية عند تعرضها إلى أزمات مالية، ثم تطرقنا إلى الحلول المقترحة و التي تم تبنيها لتنشيط أسواق الأوراق المالية في ظل الأزمة المالية الراهنة سواء اتسمت هذه الخطط و الحلول بصفة التعاونية في تنفيذها أو بصيغة اللاتعاونية، بالإضافة إلى الحلول و خطط الإنقاذ التي قدمها صندوق النقد الدولي لتدارك الانعكاسات السلبية الناتجة عن الأزمة المالية و باعتبار ذلك أنه هو المسؤول عن تقديم الحلول لهذه الأزمة المالية أكثر من البنك الدولي، ثم تطرقنا إلى مصيدة السيولة الكنزوية كأحد الحلول المتبناة لمواجهة هذه الأزمة، وصولاً إلى الحل الذي أجمعت كل الدول على تأييده و هو البديل الإسلامي و ضرورة التوجه إلى مبادئ الشريعة الإسلامية و التقيد بضوابطها و أحكامها.

ثم تطرقنا في الفصل الثالث إلى دراسة الحالة و المتعلقة بالدول العربية و الإجراءات التي تبنتها في سبيل تنشيط أسواق أوراقها المالية في ظل الأزمات المالية و بما أن دراسة هذا الموضوع تزامن مع تفجر الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية 2008 فإنه تم التركيز بشكل دقيق على انعكاسات هذه الأزمة المالية على الأسواق المالية العربية من أجل تشخيصها بصورة سليمة و تقييم الحلول التي تم تبنيها من طرف الدول العربية و تقديم المقترحات التي من شأنها تنشيط و تطوير الأسواق المالية خاصة العربية في أوقات الأزمات المالية.

اختبار الفرضيات:

يتضح لنا من خلال هذه الدراسة أن الفرضيات التي صيغت أثبتت صحتها، حيث خلصنا إلى أن الأزمات المالية و مهما كانت طبيعتها فإنها تعبر عن حالة اللاستقرار، و بحسب الأسباب التي دفعت إلى تفجرها يتم تحديد نوع هذه الأزمة إما أنها أزمة عملة أو أزمة مصرفية أو أنها أزمة في الأسواق المالية، و مهما كان نوعها فإنها تؤثر و بالسلب على المجال الذي حدثت فيه، هذا

ما يستدعي التحرك السريع من الجهات المعنية لتبني الإجراءات الكفيلة بالتخفيف من انعكاساتها السلبية، كما خلصنا إلى أن الأزمة المالية الراهنة و التي تعتبر امتدادا لأزمة الرهن العقاري أثرت على معظم الأسواق المالية في العالم بدءا بالولايات المتحدة الأمريكية أصل الأزمة وصولا إلى الدول العربية التي سارعت هي الأخرى و على غرار العديد من الدول التي مستها تداعيات الأزمة بتبني جملة من الآليات و الخطط لإعادة النشاط لأسواقها المالية التي عرفت ركودا و تراجعاً واضحاً خاصة البورصات الخليجية منها، و تنوعت و اختلفت هذه الخطط بحسب درجة تأثر البورصات العربية في كل دولة عربية.

نتائج البحث:

استخلصت هذه الدراسة جملة من النتائج يمكن سردها كمايلي:

- تتميز الأسواق المالية في الدول العربية بمواجهتها لجملة من المعوقات و المشاكل، و على رأسها تدني مستويات الثقة و الشفافية و الإفصاح من قبل المتعاملين و المحللين الأمر الذي أدى تسهيل عملية تأثرها بتداعيات الأزمة المالية الراهنة، و خاصة البورصات الخليجية منها تلك التي تملك جاذبية للاستثمار في أسواقها المالية.

- تنقسم الآليات التي يتم تبنيها لتنشيط السوق المالي ما بين السريعة الأثر و العادية، فالأولى تكون في الأوقات الحرجة كأوقات تعرض هذا السوق إلى أزمة مالية و بالتالي فإنه ما يتم اعتماده من الحلول لابد و أن يعطي نتائج في وقت قصير، في حين أن الثانية فهي تكون في الأوقات العادية و عندما تريد هذه السوق المالية زيادة نشاطها فتقوم بتبني حزمة من الإجراءات سواء على الأجل البعيد أو القريب، ذلك أن هدفها هو زيادة النشاط و ليس تعديل وضع حدث بصورة مفاجئة استلزم حلولا مستعجلة.

- للإعلام الاقتصادي و الأدوات المالية بالإضافة إلى توفر عنصر الشفافية و الإفصاح المالي فان هذه العوامل مجتمعة يمكن لها تنشيط أسواق الأوراق المالية.

- يلعب الجهاز المصرفي دور كبير في تنشيط أسواق الأوراق المالية، فالبنوك سواء التجارية أو بنوك الاستثمار أو المركزية لها دور في نشاط أسواق الأوراق المالية، و لكن لابد لها أن تنقيد بإجراءات و خطوات معينة حتى تؤدي دورها في عمليات السوق المالي و من ثم يمكن لها أن تساهم في تنشيطه.

- كان لتأثير الأزمة المالية على المصارف العربية الأثر المحدود و هذا راجع إلى اختلاف طبيعة نظام التمويل العقاري سواء في المصارف التقليدية أو المصارف الإسلامية فيما بين العالم العربي و الولايات المتحدة الأمريكية، فضلا على أن أسعار العقارات لا تزال في حدود قدرة الطلب الحقيقي على تنشيط السوق، بالإضافة إلى الإدراك المبكر للمصارف المركزية

العربية و هيئات أسواق المال لضرورة وضع الضوابط التي تحول دون انتقال الأزمة للمصارف بأنواعها المختلفة و المؤسسات و الصناديق العربية.

- بينت الأزمة المالية الراهنة أن السعي لتنشيط أسواق الأوراق المالية العربية أكبر من أن يترك لكل دولة على حدى، و إنما يتطلب تحركا جماعيا يعمل على استئلام الآليات و الخطط من مختلف التجارب، و لابد من عدم الانسياق نحو الحلول و الإجراءات التي تتبناها أي دولة أخرى ما لم يتم تشخيصه و تحديد مدى سلامته و انسجامه مع أوضاعها و حالة أسواقها المالية.

- أكدت المصارف العربية و الخليجية استعدادها لضخ ما يكفي من الأموال في الأسواق إذا دعت الحاجة، كما بادرت المصارف المركزية على نشر بياناتها بكل شفافية و وضوح.

الاقتراحات و التوصيات:

على أساس النتائج السالفة الذكر يتم تقديم بعض الاقتراحات و التوصيات التي من شأنها إزالة العقبات و تذليل الصعوبات و ضمان استمرارية نشاط أسواق الأوراق المالية و ذلك من خلال تقديم الآليات التي من شأنها تنشيط أسواق الأوراق المالية العربية خاصة أثناء فترة تعرض هذه الأخيرة إلى أزمات مالية تزعر استقرارها، و من هذه الآليات نقترح:

- التفكير في إنشاء مؤسسة عربية مشتركة للوساطة المالية، يكون لها فروع في جميع الدول العربية، تقوم بدور الوسيط سواء للإصدارات الجديدة أو لما هو معروض للبيع من أسهم و سندات و أدوات مالية أخرى، و هذا ما يتطلب أيضا ضرورة توحيد المصطلحات الفنية المستخدمة في أسواق الأوراق المالية العربية بهدف توفير لغة التفاهم المشترك بين كافة المتعاملين في هذه الأسواق.

- الدعوة إلى تشكيل خلية أزمة عربية لاحتواء تداعيات الأزمة على أسواق الأوراق المالية العربية، و دعوة صندوق النقد الدولي و البنك الدولي للاتفاق على خلية دولية مماثلة تنسق معها الخلية العربية.

- لابد على الدول العربية من تكثيف جهودها و العمل على تطوير مؤشرات أو نظام انذار للتعرض للأزمات المالية قصد التنبؤ بالأزمات المالية قبل حدوثها و بالتالي تدارك الانعكاسات السلبية لها.

- ضرورة عمل الدول العربية على تطوير أسواق أوراقها المالية و تجاوز العقبات و المعوقات التي تحول دون تطورها.

- دعوة المؤسسات المالية العربية إلى التحفظ في إصدار الأصول المالية للموجودات، و طرح الأسهم في أسواق المال، و الإجراءات الائتمانية و ضوابط الرهون العقارية، لتكون متوازنة مع

الموجودات العينية والأصول الحقيقية لممتلكات الأفراد والشركات والدول والمصارف، والعمل على منع صفقات المضاربات داخل الاسواق المالية.

- الدعوة إلى صياغة تصور عربي مشترك ومتكامل فيما يتعلق بالأعمال المصرفية وأسواق المال والاستثمار والعلاقات مع أسواق العالم ومصارفها، وبما يشكل وحدة عربية مالية متكاملة تحمي حقوق العرب وأموالهم من الهزات المالية الدولية التي يقوم بها كثير من المغامرين الدوليين، كما ثبت خلال القرن الماضي وعلى مشارف القرن الجديد.

- الدعوة إلى تفعيل دور صندوق النقد العربي في مجال التنسيق النقدي وإصدار عملة عربية موحدة، مع ضمان احتياطات كبيرة لها.

- ضرورة تطوير نظام إفصاح شامل يعتمد على مبدأ تدفق المعلومات المالية و غير المالية الى الأسواق المالية لأن متطلبات العرض و الإفصاح يجب أن تتطور تبعاً للتطورات الاقتصادية التي تحدث في السوق.

- ضرورة توحيد جهود الدول العربية في سبيل تنشيط أسواق أوراقها المالية و العمل على توفير نظام مالي منسق فيما بينها يضمن تعاملاتها و يحفظ استقرارها و يجنبها الوقوع في مخاطر ترزوع استقراره.

- ضرورة العمل الجاد على تكثيف الجهود و البحث عن آليات بهدف تحقيق الربط و التكامل و التعاون بين البورصات العربية بهدف دعم تعاملاتها و زيادة حجمها و بالتالي زرع الثقة بين أوساط المتعاملين لتحقيق الاستقرار و هذا ما يساهم في زيادة نشاطها.

- ضرورة التوجه نحو تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في معظم التعاملات داخل الاسواق المالية و في المصارف و البنوك، بمعنى تبني النظام الإسلامي كبديل للنظام الوضعي .

آفاق الدراسة:

من المواضيع التي يمكن أن تشكل روافد لهذا البحث و تسهم في تجلية الغموض و التي يمكن أن يتناولها الطلبة و الباحثين مستقبلاً تدور حول:

- تسيير المخاطر الناتجة عن الأزمات المالية في أسواق الأوراق المالية.

- أسواق الأوراق المالية العربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية و تداعيات الأزمة المالية الراهنة.

- الاستراتيجيات الواجب إتباعها داخل الأسواق المالية للحفاظ على استقرارها و ضمان نشاطها.

- دراسة إمكانيات و متطلبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية.

- تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية العربية.

قائمة المراجع

1. عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر ، عمان ؛1999.
2. خطيب شذا جمال، اتفاقية تحرير الخدمات المالية وأثرها على مستقبل الأسواق العربية رأس المال، القاهرة، معهد البحوث والدراسات العربية، قسم الدراسات الاقتصادية، 2001.
3. الشرقاوي عبد الحكيم مصطفى: العولمة المالية وإمكانيات التحكم عدوى الأزمات المالية، القاهرة، دار الفكر الجامعي، 2005.
4. دانييل أرنو لد، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس و اليوم، ترجمة د. عبد الأمير شمس الدين، لبنان، المؤسسة الجامعية لدراسات و النشر و التوزيع، 1993.
5. MARK Jicklink, averting financial crisis, congressional research service(CRS) March21,2008:
<http://fpc.state.gov/documents/organization/103688.pdf>.
6. E. BARTHALON: Crises Financiers: un panorama des explication en problèmes économique du 16 December 1998.
7. business dictionary, definition of financial crisis,02/03/2009.
8. السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، مركز القرار للاستشارات، القاهرة، الطبعة الثالثة 2004.
9. Miller M and P. Luangaram, financial crisis in asia, national institute economic review, n°165, july1998 .
10. أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع الإشارة إلى أزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة و النشر، المنصورة 2001.
11. Goldstein M, the asian financial crisis, policy analysis in international economics, n°55, institute for international economic, Washington, june 1998.

12. آيت بشير عمار، الأزمات المالية وإصلاح النظام النقدي الدولي مع دراسة الأزميتين المكسيكية و الآسيوية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير - فرع نقود و مالية، جامعة الجزائر.
13. عبد الله شحاته، الأزمة المالية المفهوم و الاسباب، شركاء التنمية للبحوث و الاستشارات و التدريب، لوحظ يوم: 2009/03/01
www.pidegypt.org/arabic/azma.doc.
14. هيل عجمي جميل ، الأزمات المالية مفهومها ومؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة، مجلة جامعة دمشق، المجلد التاسع عشر، العدد الأول، دمشق 2003.
15. الأمير ألفونس عريان حنا، تصميم نظام الإنذار المبكر للأزمات المالية والاقتصادية في مصر بالاسترشاد بالأزمة الآسيوية والروسية، مذكرة ماجستير جامعة عين شمس القاهرة، كلية التجارة، قسم الاقتصاد 2003.
16. <http://www.arab-api.org/courses23/pdf/c23-3-1.pdf>.
17. International Monetary Found, financial crises: characteristics and indicators of vulnerability, 03/03/2009
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/meo/weo0598/pdf/0598ch4.pdf>.
18. Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, les crises financières, les rapports du conseil d'analyse économique n°50, paris 2004.
19. عبد النبي اسماعيل الطوخي، التنبؤ المبكر بالأزمات باستخدام المؤشرات المالية القاندة، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، متاح على الرابط:
http://www.kantakji.com/104_doch
20. عرفان الحسيني، الاقتصاد السياسي لأزمة أسواق المال الدولية، المال و الصناعة، بنك الكويت الصناعي، العدد 25، سنة 2008 .
21. ناجي التونسي، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 29 سلسلة ، ماي 2004، متاح على الرابط:
<http://www.arab-api.org/devalop>
22. أحمد مهدي بلوافي، أزمة عقار ... أم أزمة نظام، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة ، 22 أكتوبر 2008 ، على الرابط:

<http://www.cibafi.org,images / World Disasters Finance / 2009126236304.pdf>.

23. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسات شباب الجامعة 1998.
24. أوجستين كارسترز، دانييل س ، هاردي، سيلا بازار باسيولوجو، تفادي الأزمات المصرفية في أمريكا اللاتينية، مجلة التمويل و التنمية – المجلد 41 العدد3 – سبتمبر 2004.
25. السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق و المؤسسات المالية، نظرة معاصرة، دار الفكر العربي للنشر القاهرة 1999.
26. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية 1999 .
27. lacoue labartue , “ crises financière et leur propagation internationale” / finance internationale: l'état actuel de la théorie, paris: économisa, 1992.
28. Dominique plihon, les désordres de la finance, encyclopaedia universalis, France 2004.
29. Boukrami sid-ali, vade et mecum de la finance, l'Office des Publications Universitaire Alger, 1992 .
30. C p Kindleberger, La grande crise mondial, 1988
31. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، دار المعارف، الإسكندرية 1999.
32. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثالثة 2005.
33. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
34. نتائج أزمة 1987: سوق عمان المالي، تقرير 1987.
35. النشرة الاقتصادية، البنك الأهلي المصري، المجلد الستون، العدد الرابع 2007.
36. التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2008، أزمة الرهن العقاري و أثرها على الاقتصاد العالمي، الفصل الأول: التطورات الاقتصادية الدولية .

37. نايف دوابه، أزمة الرهن العقاري في أمريكا تهدد اقتصادها بالركود, مجلة أقلام الإلكترونية, 2008/2/6
38. سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمة المالية العالمية، دمشق، دار النهضة، 2008.
39. موقع الجزيرة نت نقلاً عن وكالة الأنباء الفرنسية.
<http://www.aljazeera.net>
40. <http://arabic.cnn.com/2008/business/10/16/crisis.how/index.html>
تاريخ التحميل: 2008/10/19
41. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات و الأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009
42. هيثم فارس، الأزمة المالية العالمية .. الأسباب والتداعيات، مقال منشور على الرابط:
<http://www.masrawy.com/News/Economy/General/October/19/crises.aspx>
43. تاريخ التحميل: 2008/10/19
44. حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية، متاح على الرابط:
www.iid-alriad.de/arabisch/abwab/artikel/2008/dirasat_dr_0000117.doc
تاريخ التحميل 2009/03/13
45. Jacques Sapir, les racines sociales de la crise financière implication pour l'Europe, sur le site:
<http://www.france.attac.org/spip.php?article9400.02/03/2009>, vu le: 02/03/2009.
46. جريدة الشرق الأوسط، العدد 18895، ليوم 2008-10-12 على
الرابط: <http://www.alaswaq.net/views>
47. زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة، ورقة عمل مقدمة ضمن الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2008، جامعة الشلف.
48. René Rical, Rapport sur la crise financière, mission confiée par président de la ripublique dans le contaxte de la présidence française de l'union européenne 2008.

49. <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000587/0000.pdf> . vu le:25/02/2009.

50. ابراهيم علوش، نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية، متاح على الرابط:

51. <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/FE3852AF-FB9E-4E4C-8537-F4EB34C27B17.htm>.

52. محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، ندوة حول الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي و تأثيرها على الاقتصاديات العربية، 11 أكتوبر 2008، جامعة الأزهر، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي.

53. Hanri Bogaert, la crise financière et ses effets sur l'économie belge:premiers constats et perspectives,Rapport au Parlement Commission du secteur privé de la politique scientifique, de l'enseignement, des institution scientifique culturelles nationales,des commerçants et de l'agriculture de la chambre des repréentants,07/01/2009.

<http://www.plan.be/admin/uploaded/200901151649150.26661-final.pdf>.vu le 19/03/2009.

54. وشاح عبد الرزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مارس 2009.(api/wps/0903).

55. صالح عبد الله كامل، الأزمة المالية العالمية التحديات و الفرص المتاحة، ورقة عمل مقدمة إلى البنك الإسلامي للتنمية 25 أكتوبر 2008.

56. مارتن وولف، صحيفة فاينانشيال تايمز البريطانية نقلا عن الاقتصادية، العدد 5468.

57. وديع أحمد كابللي، قطاعات الاقتصاد الأمريكي عرضة لتكرار ما حدث في البنوك، نقلا عن جريدة المدينة السعودية، متاح على الرابط:

http://www.alaswaq.net/views/2008/10/04/18714.html*002 لوحظ

يوم: 2008/10/04.

58. ميشال مرقص، تحليل اقتصادي، الرهان المحموم، مجلة الحياة الالكترونية، 2008.

59. مجلس الغرف السعودية، إدارة البحوث و الدراسات الاقتصادية، الأزمة الاقتصادية و تداعياتها على الاقتصاد السعودي، متاح على الرابط: www.saudichambers.org.sa

تاريخ التحميل: 2008/11/26

60. ناجي بن حسين، عرض عام حول الأزمة المالية العالمية، متاح على الرابط: www.s1.e-monsite.com تاريخ التحميل: 2008/10/26.
61. عصام ديب، أسواق المال الأمريكية و تأثيرها على الأسواق المالية العالمية، متاح على الرابط: www.economagic.com تاريخ التحميل: 2008/10/28
62. أحمد حسن سامي، هل تؤرخ الأزمة المالية العالمية لعودة سيطرة الدولة على الاقتصاد، رؤية تحليلية، متاح على الرابط: www.centoryarabic.canalblog.com تاريخ التحميل: 2008/09/26.
63. علي عبد الله شاهين، الأزمة المالية العالمية (أسبابها و تداعياتها و تأثيراتها على الاقتصاد)، متاح على الرابط: www.iugaza.edu.ps تاريخ التحميل: 2008/11/16
64. حنان رجائي عبد اللطيف، الاقتصاديات الخليجية و تداعيات الأزمة المالية، مجلة السياسة الدولية، القاهرة، العدد 175، 2009/01/03.
65. مجلة الوحدة الاقتصادية العربية، تقرير عن الأزمة المالية العالمية و آثارها المتوقعة على الدول العربية، القاهرة، ديسمبر 2008.
66. التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2008.
67. عدم ذكر اسم المحرر، ارتفاع الاستثمار الأجنبي المباشر للدول العربية، مقال منشور على الرابط: www.arabianbusiness.com لوحظ يوم: 2008/10/16.
68. خالد حسين، دور الاستثمار العربي البيئي و الاستثمارات الأجنبية المباشرة في زيادة فرص العمل، المنتدى العربي للتنمية و التشغيل، الدوحة، 15-16 نوفمبر 2008، ادارة التنمية الاقتصادية و العولمة، الاسكوا، الأمم المتحدة، بيروت.
69. فايدة محمود محمود، أسباب الأزمة المالية و مراحل تطورها، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2008/11/22.
70. علي لطفى، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، التداعيات، المواجهة، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر تداعيات الأزمة المالية و أثرها على اقتصاديات الدول العربية، خلال الفترة 4-5 أبريل 2009 في شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية.
71. P.CONSO , La Gestion Financière de l'entreprise , DUNOD , 7^{ème} Edition, 1989, T2.
72. عاطف وليد اندراوس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات التطوير، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.

73. إسماعيل احمد الشناوي و عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر 2001.

74. Belletante B : la bourse : son fonctionnement et son rôle dans ka vie économique, Hatier, Paris 1992.

75. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف بالاسكندرية 1997.

76. خالد بن علي المشيخ، المعاملات المالية المعاصرة، ورقة بحث منشورة، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية: <http://www.kantakji.org/fikh/economics.htm>

77. رياض دهال، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 27 الكويت، مارس 2004.

78. الطاهر لطرش، ترويج الأوراق المالية و دوره في تنشيط سوق الأوراق المالية-حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير تخصص تسويق، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، دفعة 2003.

79. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات مصر، الطبعة الأولى 2005.

80. Bertrand Jacquillat, Bruno solnik, les marchés financière: Gestion de portefeuille et des Risque, 3^e édition, paris 1997.

81. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث: عقود الخيارات، سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، الطبعة الأولى 2007.

82. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، منشأة المعارف الإسكندرية، الجزء الثاني: العقود الآجلة و العقود المستقبلية، 2003.

83. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الجاسر للنشر للتوزيع، الأردن 2004.

- مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية، البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، الطبعة الثالثة 2003 .

-frédéric TOULON; les marchés des capitaux; paris 1997

84. Jean François susbielle, comprendre la bourse sur internet, édition d'organisation, paris 2001.

85. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية و أسواق المال، منشأة المعارف جلال
حرزى و شركاه، طبعة 2006.
86. صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر و التوزيع،
القاهرة 2003، الطبعة الأولى.
87. ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات، مؤسسة
شباب الجامعة، مصر 2003.
88. مثنى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية الأسس و المقترحات، ورقة بحث
مقدمة ضمن مؤتمر حول "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية-تجارب و رؤى
مستقبلية" طرابلس في: 11-12-2005.
89. P. TOPSCALIAN, Les indices boursières sur actions,
Economica, Paris, 1996
90. حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي
للتخطيط، مارس 2004.
91. تقرير الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية، مركز الأهرام للدراسات السياسية، مصر،
2001.
92. محمد فهد بن العمران، " الأسواق المالية في دول الخليج "، دراسة تحليلية مقارنة ،
اللقاء السنوي ال15 لجمعية الاقتصاد السعودية ، 13-15 نوفمبر 2005، الرياض من
الرابط: www.sea.org.
93. عبد المطالب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، الطبعة
الأولى 2003.
94. إبراهيم أونور، خصائص أسواق الأسهم العربية، المعهد العربي للتخطيط-سلسلة جسر
التنمية-، العدد 80 ، فبراير 2009، تم التحميل من الرابط: www.arab-api.org
95. رسمية أحمد موسى، الأسواق المالية و النقدية، المعنز للنشر و التوزيع، الإسكندرية
2005.
96. هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع،
الطبعة الأولى، عمان 2003.
97. صلاح الدين حسن السيسى، الشركات المتعددة الجنسيات و حكم العالم على الكتب،
القاهرة الطبعة الأولى 2003.
98. أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام للطباعة، مصر 2004.

99. شذا جميل خطيب، العولمة و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا 2002 .
100. سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية- دراسة مقارنة لدول مصر، تونس، الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2007
101. هالة حلمي السعيد و نجوى عبد الله سمك، دراسة تحليلية لسوق السندات في مصر، سلسلة دراسات اقتصادية، مركز البحوث و الدراسات الاقتصادية و المالية، كلية الاقتصاد و العلوم السياسية، جامعة القاهرة، العدد17، سنة2001
102. ICI :investment company institute : Guide to understand mutual funds,washington 2004
103. king ,J stephen «mutual funds :investment of choice for individual investors »review of business,fall2002
104. Bemtein and rojas «the world of mutual funds »journal of accountancy, nov1994
105. Bodie Z,Kane A, Marcus A-essential of investment- 3rd edit Irvin1999,
106. مصطفى نهال فريد، تقييم أداء صناديق الاستثمار في الأسواق الناشئة"التجربة المصرية"، المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة ، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد3، سنة 1998، ص 279.
107. محمد أيمن عزت الميداني، أهمية التحليل و الصحافة المالية في عقلنة و تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، جريدة الثورة، مؤسسة الوحدة للصحافة و الطباعة و النشر، يوم 2009/05/21، متاح على الرابط:
<http://thawra.alwehda.gov-sy:27-05-2009/02:18 gmt>
108. محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية و البورصات العالمية، مؤسسة طويجي للتجارة و الطباعة و النشر، 2004.
109. Frédéric peltier, information du public, banque et droit n°35,mai-juin1994
110. Nombert tricaud,aspects juridiques de la modémisation des marchés financiers-banque et droit 1995

111. محمود نحمده علي إبراهيم، التكامل الاقتصادي بين الأسواق المالية في الدول العربية و أثره في تدعيم التعاون الاقتصادي العربي ، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة عين شمس، القاهرة 2001.
112. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية 1993.
113. عادل عبد الله الكيلاني، دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية، و رقة عمل مقدمة لندوة " تطوير سوق الأوراق المالية"أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة سوق الأوراق المالية، ليبيا 2006.
114. Revue des reformes economiques et integration en economie mondiale, ecole supérieure de commerce, alger n° 03- 2007
115. -ICI : Investment Company Institute-Guide to understand Mutual Funds, washington 2004
116. SMStoolbox, quarterlypublication, association of development financing institutions in asia and pacific(ADFIAP), September 2006.
117. PH.chalmin :marchés mondiaux,economica,paris,1 édition2000,p89.
118. وليد أحمد الصافي، أسواق الأوراق المالية العربية الواقع و الآفاق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2003.
119. يخلف عبد الرزاق، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة-دراسة حالة البورصات العربية و آفاقها المستقبلية-، مذكرة ماجستير تخصص نقود مالية و بنوك، جامعة الجزائر 2007
120. زلوم عبد الحي يحي، نذر العولمة، دار فارس للنشر، عمان الطبعة الأولى، 1999
121. بيتر مارتينهانس و هارالد شومان، فخ العولمة، سلسلة عالم المعرفة رقم 238، الكويت، المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الآداب 1998.
122. غيليرمو أوتيز مارتينيز، ما هي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للاندعاش في آسيا، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 35، العدد السادس، جوان 1998.
123. cahier français,N°289,Jah-fév,1999,p63, documentation française.

124. Philippe Bourgeois, la crise russe : origine, déroulement, impact, revue problèmes économique, N°2593, décembre 1998

125. جاري شيناري و بوركارد دريس و وليام لي، إدارة التحويل العالمي و المخاطر،

مجلة التمويل و التنمية، المجلد ستة و ثلاثون، العدد الرابع، ديسمبر 1999.

126. شينازي جاري، الجوانب النظامية للاضطراب الذي أصاب الأسواق الراسخة

مؤخرا، مجلة التمويل و التنمية ، المجلد ستة و ثلاثون، العدد الأول، مارس 1999.

127. حمشة مروان، الأزمات المالية في نهاية التسعينيات من القرن العشرين-دراسة

حالة الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا، مذكرة ماجستير تخصص نقود مالية و بنوك،

جامعة البليدة، 2008

128. CEPTT, l'économie mondial 2000, édition la découverte, paris 1999.

129. أرمينو فراجا، السياسة النقدية أثناء الانتقال إلى سعر صرف معوم تجربة البرازيل

الأخيرة، مجلة التمويل و التنمية، المجلد سبعة و ثلاثون، العدد الأول، مارس 2000.

130. Radelet, S. and J, Sachs, the east asian financial crisis :

diagnosis, remedies, prospects, brookings papers on economics activity , N° 1.

131. Bullentin de FMI, N°02 du 01/02/1999

132. خطة الإنقاذ المالي الأمريكية، على الرابط:

<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/2E082439-14B0-4925-A1C2-BEC578658DA6.htm>

الجمعة 2008/10/3

133. Federal Reserve, Paulson Statement on Emergency Economic Stabilization, [on line], Whashington: September 29th, 2008, available at: <www.usa.gov>, visit: (11/12/2008), P(html).

134. مازن حمود 15 شهرا على أزمة القروض السكنية الأمريكية عالية المخاطر، مجلة

اتحاد المصارف العربية، أكتوبر 2008، العدد 335 \

135. مشروع خطة إنقاذ القطاع المصرفي الأمريكي في نقاط على الرابط:

<http://www.alarabonline.org/index.asp?fname=\2008\10\1002\970c2.htm&dismode=x&ts=02/10/2008:07:02>

136. مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 335 أكتوبر 2008 .
137. الشروف يوسف، خطة التحفيز الأمريكية، مجلة الاقتصاد والأعمال، الدوحة: فيفري 2009، متاح على:
www.aljazeera.net/NR/exeres تاريخ التحميل: (2009/03/4)
138. Federal Reserve, Financial Stability Plan,, Washington: February 10th, 2009, available at: www.usa.gov, visit: (18/02/2009)
139. أهم الخطط التي اعتمدها الدول لمواجهة الأزمة المالية، على الرابط :
<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/53673447-E74A-46F1-A4ED-6D6005D0AC4C.htm> ، لوحظ يوم: 2008/10/15.
140. بريطانيا تستعد لأكبر خطة إنقاذ في تاريخها، على الرابط:
<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/F028256D-B950-4571-A3F8-404F93F7E01D.htm> لوحظ يوم: 2008/10/12.
141. رزيق كمال، مكانة الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمة المالية الراهنة، ورقة عمل مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، ماي 2009
142. Conseil Européen, Plan de relance, [en ligne], Union Européenne, disponible sur: <http://ec.europa.eu>, visité le: (24/12/2008), P(html).
143. Commission of the European communities, From financial crisis to recovery: A European framework for action, [on line], Union Européenne: October 29th, 2008, available at: <http://ec.europa.eu>, visit: (18/02/2009).
144. أهم الخطط التي اعتمدها الدول لمواجهة الأزمة المالية، على الرابط :
<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/53673447-E74A-46F1-A4ED-6D6005D0AC4C.htm> لوحظ يوم: 2008/10/15.
145. Taro Aso, overcoming the current crisis, [on line], Japan: November 15th, 2008, available at: www.kantei.go.jp, visit: (11/04/2009),

146. Premier, China's stimulus package plan paying, [on line], China: April 18th, 2009, available at: <http://english.gov.cn>, visit: (19/04/2009), P(html).

147. دليا أبو الغيظ عبد المعبود، الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاد العربي، على الرابط:

www.patways.cu.eg/news/uf/18067-3325-winter-2009-raport
تاريخ التحميل: 2009/01/10.

148. G7 Finance Ministers, Plan of Action, [on line], Washington: October 10th, 2008, available at: www.g7.utoronto.ca, visit: (13/12/2008)

149. C.S Mott foundation, nouvelles récentes concernant les institutions financières internationales, Initiative d'halifax, [en ligne], Canada: Novembre2008, volume4, numéro11, disponible sur: www.laborstrategies.blogs.com, visité le: (10/01/2009)

150. عبد العظيم عثمان الأموي، مجموعة العشرين وفرض شروط جديدة لحماية التجارة، شبكة البورصات، مارس 2009.

151. Group of twenty, declaration on strengthening the financial system, [on line], London: April 2, 2009, available at: www.g20.org, visit: (4/4/2009),

152. قمة العشرين تتوصل إلى اتفاق بشأن معالجة الأزمة المالية العالمية، موقع الإذاعة الجزائرية + وكالات، يوم 03 أفريل 2009.

153. صندوق النقد الدولي، مجلس المحافظين يعتمد إصلاحات نظام الحصص و الأصوات بأغلبية كبيرة، بيان صحفي رقم 08/93، 29 أفريل 2008.

154. الخصري محسن أحمد، العولمة مقدمة في فكر و اقتصاد و إدارة عصر اللادولة، مجموعة النيل العربية، القاهرة 2000

155. تصريح السيد دومينيك سترواس، كان المدير العام لصندوق النقد الدولي في كلمة أمام محافظي الصندوق، نشرة الصندوق الالكترونية، 13 أكتوبر 2008.

156. صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي ينشئ تسهيلا تمويليا للسيولة قصيرة الأجل يخصص للبلدان القادرة على النفاذ إلى الأسواق، بيان صحفي رقم 08/262، 26 أكتوبر 2008
157. عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية و تداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، ربيع 2009، ص 28.
158. صندوق النقد الدولي، المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي يعقد اجتماع برنامج عمل للصناديق السيادية، نشرة الصندوق الالكترونية، 21 مارس 2009.
159. محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية-أسبابها-جذورها و تبعاتها الاقتصادية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الإسلامي، جامعة الجنان ، طرابلس، مارس 2009.
160. سيد كاسب، الأزمة المالية العالمية و تأثيرها مستقبلا، قسم القوى الميكانيكية
161. أحمد مهدي بلوفاي، أزمة عقار أم أزمة نظام، مركز أبحاث فقه الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية 2008.
162. للتوسع أكثر في السياسة النقدية و المالية أنظر:
- * عبد المجيد قدي، مدخل للسياسات الاقتصادية الكلية-التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2005، ص 53.
- * دراوسي مسعود، السياسة المالية و دورها في تحقيق التوازن الاقتصادي، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر 2006.
163. فوزي محيرق، مصيدة السيولة الكنزئية- وصمة من انتكاس رأسمالي و وصفة من طرح إسلامي، ورقة عمل مقدمة ضمن الملتقى الدولي الثاني حول "الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية" المركز الجامعي بخميس مليانة، ماي 2009.
164. سعيد الحلاق، الأزمة المالية العالمية ومعالجتها من منظور إسلامي، ورقة عمل مقدمة ضمن مؤتمر تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، شرم الشيخ جمهورية مصر العربية، خلال الفترة 4-5 أبريل 2009.
165. المصري رفيق يونس، فقه المعاملات المالية، دار القلم، الطبعة الأولى، دمشق 2005.
166. حسين شحاته، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي، سلسلة بحوث و دراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، 2008/1429 على الرابط: www.daremashora.com
167. للتوسع أكثر في هذه المفاهيم المتعلقة بصيغ التمويل الإسلامي أنظر:

178. تقارير صادرة عن المواقع الالكترونية للأسواق المالية العربية.
179. -صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2008، العدد الرابع و الخمسون
180. سامح هنانده، البورصات العربية وانتعاش ما بعد أزمة الائتمان العالمية، مقال منشور على الرابط: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/0B433137-36C2-41A5-AADF-745D25295BD3.htm> تاريخ التحميل: 2008/04/04
181. خالد الزومان، الأزمة المالية تضرب أعماق اقتصاديات العالم، مقال منشور على الرابط: <http://www.elaph.com/Web/Economics/2008/10/371696.htm> تاريخ التحميل: 2008/10/06
182. أوجاع بورصات الخليج تتفاقم، مقال منشور على الرابط: <http://www.ameinfo.com/ar-112927.html> تاريخ التحميل: 2008/10/07
183. كريم حاجي، انهيارات حادة للبورصات العربية في 2008، مقال منشور في جريدة المحيط على الرابط: www.elmoheet.com تاريخ التحميل: 2009/01/11
184. التقارير الأسبوعية لأداء سوق الكويت للأوراق المالية على الرابط: www.markaz.com
185. أيمن عبد الحفيظ ، أزمة أسواق المال تلقي بظلالها على البورصات العربية، مقال متاح على الرابط: تاريخ التحميل: 2008/08/17 www.aawsat.com/details.asp.section=6 article=432932 9 [issueno=10486](http://www.aawsat.com/details.asp.section=6 article=432932 9)
186. أزمة أسواق المال العالمية تلقي بظلالها على البورصات العربية، مقال منشور بجريدة الشرق الأوسط، حمل من الرابط: <http://www.aawsat.com/details.asp?section=6&article=432932&issueno=104> تاريخ التحميل: 2008/08/17
187. البورصات العربية تخسر 200مليار دولار في أسبوع، مقال منشور على الرابط: تاريخ التحميل: 2009/03/13
- http://www.akhbaralalam.net/news_detail.php?id=16892

188. عمر العسري، البورصات المغاربية بين تأثيرات الأوضاع الداخلية وتداعيات الأزمة

العالمية: (بورصة الدار البيضاء نموذجاً في إطار دراسة مقارنة مع محيطها

المغاربي)، ورقة عمل مقدمة ضمن مؤتمر تداعيات الأزمة المالية وأثرها على

اقتصاديات الدول العربية، شرم الشيخ جمهورية مصر العربية، خلال الفترة 4-5

أبريل 2009

189. عدلي قندح، خطط الإنقاذ المالية والمصرفية العربية هل من دروس مستفادة؟ مقال

منشور على الرابط:

http://www.alarabalyawm.net/pages.php?articles_id=7824

تاريخ التحميل: 2009/08/01

190. نتائج القمة الأوروبية التي عقدت اليوم الأحد 2008/10/12 لعلاج الأزمة المالية، متاح

على الرابط:

<https://www.omania2.net/avb/showthread.php?p=5845273>

تاريخ التحميل: 2009/06/04

191. هوامير البورصة السعودية، أهم الخطط التي اعتمدها الدول لمواجهة الأزمة المالية ،

على الرابط:

<http://www.hawamer.com/vb/showthread.php?t=485051>

تاريخ التحميل: 2009/02/12

192. وليد الدرعي، الخليجي يطلق فرعه الإسلامي برأسمال مليار ريال، جريدة الشرق

الاقتصادي ليوم الخميس 30 أبريل 2009، العدد 7623، متاح على الرابط: www.al-sharq.com

www.al-sharq.com

193. موقع الجزيرة ، متاح على الرابط: www.eljazeera.net تاريخ التحميل:

2008/12/10

194. حسين عبد المطلب الأسرج

195. بن حسين ناجي، عرض عام حول الأزمة المالية العالمية، جامعة قسنطينة 2008،

متاح على الرابط: www.iseqs.com تاريخ التحميل: 2009/03/12

196. بن شاعة نادية، امكانيات و اهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية، مذكرة

ماجستير تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007

197. عبد المنعم السيد علي ، التطور التاريخي للأنظمة النقدية في البلاد العربية، مركز

الدراسات الوحدة العربية و صندوق النقد العربي، الطبعة الثالثة. 1986

198. أحمد أبي السرور، دور الأسواق المالية العربية الناشئة، صندوق النقد العربي و الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، 1994.
199. وليد أحمد الصافي الأسواق المالية العربية-الواقع و الآفاق-، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر 2003.
200. عبد المنعم السيد علي، دور السياسة النقدية في التنمية الاقتصادية، معهد البحوث و الدراسات العربية، المنظمة العربية للتربية و الثقافة و العلوم، القاهرة. 1994
201. عدنان هندي، ندوة حول: دور المصارف العربية في تعميق أسواق الأوراق المالية و الربط بينها، القاهرة، ماي 1997.
202. نوري عبد السلام بريون، دور المصارف المركزية في إنشاء و تنمية الأوراق المالية، مجلة المصارف العربية، مارس 2002
203. صندوق النقد العربي النشأة و الأهداف، من الموقع الإلكتروني :
<http://www.amf.org.ae/vArabic/showPage.asp>-
تاريخ التحميل: 2006/10/04
204. برنامج عمل صندوق النقد العربي في مجال أسواق الأوراق المالية، من الموقع الإلكتروني:
<http://www.amf.org.ae/vEnglish/storage/other/ECONOMIC%20D>
[EPT/AMDB%20Update/amdb%20introduction.doc](http://www.amf.org.ae/vEnglish/storage/other/ECONOMIC%20D) تاريخ
التحميل : 2006/05/30
205. حازم الببلاوي، الأزمة المالية و تداعياتها على الاقتصاديات العربية، سلسلة الكتيبات الصادرة عن أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية و مؤسسات النقد العربية،
جانفي 2009
206. ناصر السعيد، أسواق رأس المال الدولية و التنمية الاقتصادية في البلدان العربية،
الحاجة إلى ثورة هادئة، مجلة اتحاد المصارف العربية، المجلد رقم سبعة عشر،
العدد 199، جويلية 1997.
207. سليمان المنذري، الفرص الضائعة في مسار التكامل الإقتصادي و التنمية العربية ،
208. سليمان المنذري، بورصات الأوراق المالية العربية: الدور و العلاقات و تحديات
التحرير، الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية، التقارير المالية نشرة ربع سنوية،
القاهرة 2000

209. حنفي عبد الغفار، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية،
الطبعة الثانية، 2002.

210. A. CHOINEL et G.ROUYER, les marchés financiers, structures et
acteurs, banque édition, paris, 7^{ème} édition, 1999.

الملحق

ملحق الجداول الإحصائية

جدول رقم (1-1)

معدلات النمو الاقتصادي المتوقعة لعامي 2008، 2009 في مناطق العالم المختلفة

معدلات النمو الاقتصادي المتوقعة (%)			البيان	ت
2009	2008			
	في الربع الأول	في الربع الرابع		
0.9	2.5	3.3	العالم	1
- 0.1	1.3	2.2	الدول مرتفعة الدخل	2
- 0.6	1.1	2.6	دول منطقة اليورو	3
4.5	6.7	7.1	الدول النامية	4
2.7	5.3	6.1	دول شرق أوروبا وآسيا الوسطى	5
6.7	8.5	9.7	دول شرق آسيا والمحيط الهادي	6
2.1	4.4	4.5	دول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	7
3.9	5.4	5.8	دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	8
4.6	5.4	6.4	الدول الأفريقية جنوب الصحراء	9

المصدر:

- البنك الدولي، تقرير الأفاق الاقتصادية العالمية لعامي 2008، 2009، متاح على العنوان البريدي:

www.worldbank.org تم الإطلاع على عليه في 2008/12/12

جدول رقم (1-2)
معدلات النمو المتوقعة للتجارة الخارجية خلال عامي 2008، 2009 في مناطق العالم
المختلفة (%)

ت	البيان	الصادرات		الواردات	
		2009	2008	2009	2008
1	العالم	- 2.1	6.2	5.4	- 1.8
2	الدول مرتفعة الدخل	- 3.7	5.9	3.1	- 3.4
3	دول منطقة اليورو	- 5.6	6.7	5.2	- 6.2
4	الدول النامية	2.1	7.0	11.9	2.4
5	دول شرق أوروبا وآسيا الوسطى	5.4	9.4	14.7	6.3
6	دول شرق آسيا والمحيط الهادي	2.6	8.3	10.8	3.4
7	دول أمريكا اللاتينية والبحر الكاربيبي	- 2.1	1.7	12.3	- 3.9
8	دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	- 2.1	10.1	19.8	1.7
9	الدول الأفريقية جنوب الصحراء	4.5	5.9	7.6	5.6

المصدر:

- البنك الدولي، تقرير الأفاق الاقتصادية العالمية لعامي 2008، 2009، متاح على العنوان
البريدي: www.worldbank.org تم الإطلاع على عليه في 2008/11/12