

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة -



قسم العلوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير

الموضوع

أسواق الاوراق المالية الدولية بين مظاهر التجديد والازمات المالية

- دراسة حالة أثر الأزمة المالية العالمية 2008 -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد دولي

إشراف الدكتور:
رايس حدة

إعداد الطالبة:
رحال إيمان

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ مفتاح صالح
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ -	د/ رايس حدة
مناقشا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ -	د/ حساني رقية
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر - أ -	د/ دادن عبد الغني

السنة الجامعية: 2011 / 2012

الملخص

باللغة العربية:

إن معظم الاقتصاديات في العالم خاصة اقتصاديات الدول المتقدمة أصبحت تعتمد أساسا على أسواق الأوراق المالية في تلبية متطلبات التمويل لديها، فزاد توجهها نحو عمليات التمويل المباشر للمؤسسات والاقتصاد حيث تكون العلاقة المباشرة بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال، وهذا ما يفسر انتقال اغلب هذه الاقتصاديات إلى اقتصاديات الأسواق المالية. كما أن التطورات العالمية التي شهدتها الاقتصاد العالمي خاصة في الربع الأخير من القرن العشرين والتزايد السريع نحو عمليات الاندماج والترابط الماليين أثرت بشكل مباشر وكبير على عمل أسواق الأوراق المالية، فأصبحت عملية عولمة الأسواق المالية أمرا ضروريا استجابة للتغيرات المعاصرة في الصناعة المالية. وفي إطار هذه الظروف برزت العديد من العمليات والمظاهر ضمن متطلبات تحديث الصناعة المالية وعصرنتها ومن أهمها مظاهر التجديد المالي وما جاءت به من منتجات وأدوات جديدة هدفها التحوط وتقليل المخاطرة، كما يمكن أن تكون أدوات لحدوث اضطراب أو خلل إذا ما أسيء استخدامها وهو ما يتسبب بوقوع أزمات مالية.

وتعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 أهم ما نتج عن الازدواج بين منتجات مظاهر التجديد " المشتقات المالية " والعولمة المالية على مستوى أسواق الأوراق المالية الدولية، فكان التوجه الخاطئ في استخدام هذه المنتجات سببا رئيسيا في حدوثها إضافة إلى العديد من الأسباب الأخرى، كما ساهمت وإلى حد كبير العولمة المالية وترابط الأسواق في انتشار الأزمة وتدويلها في بيئة تتسم بالحرية والمنافسة والانفتاح. فكانت لها تداعيات وأثار كبيرة ألحقت خسائر بالعديد من القطاعات وأدت إلى انهيار اغلب أسواق الأوراق المالية الدولية وتراجعها.

باللغة الفرنسية:

La plupart des économies dans le monde, en particulier les économies des pays développés content principalement sur les marchés des valeurs mobilières afin de répondre leurs besoins de financement. la croissance de son orientation vers le financement direct des institutions et de l'économie, où la relation est directe entre les demandeurs et les fournisseurs de capitaux, C'est ce qui explique le mouvement de la plupart de ces économies à l'économie des marchés financiers. Les évolutions mondiales dans l'économie internationale notamment dans le dernier quart du XXe siècle et l'augmentation rapide vers des fusions et de l'interdépendance financière touchés à la fois directement et fortement sur le travail des marchés de valeurs mobilières, Devenu un processus de mondialisation des marchés financiers, et une réponse nécessaire aux évolutions contemporaines de l'industrie financière. Dans ces circonstances, a émergé un grand nombre des processus et des apparitions dans les exigences de la mise à jour et de modernisation du secteur financier sont les aspects les plus importants de l'innovation financière et ce qu'il advint de ses produits et de nouveaux outils visant à la couverture et la réduction de risque, Il peut aussi être des outils pour l'apparition de troubles ou d'un défaut, s'il est mal utilisé, ce qui provoque l'apparition de crises financières.

La crise financière mondiale 2008 , le résultat le plus important de la duplication des produits de relooking "produits financiers dérivés» et la mondialisation financière au niveau des marchés internationaux des valeurs mobilières, la mauvaise approche dans l'utilisation de ces produits est une cause majeure de l'événement ainsi que de nombreuses autres raisons, A également contribué dans une large mesure la mondialisation financière et l'interdépendance des marchés dans la propagation de la crise et à son internationalisation dans un environnement de liberté, de concurrence et d'ouverture. les répercussions et ses effets ont causé des pertes importantes dans de nombreux secteurs et ont conduit à l'effondrement de la plupart des marchés des valeurs mobilières internationales et leur recul.

مقدمة عامة

يعتمد دفع عجلة التنمية الاقتصادية في اقتصاديات الدول بشكل كبير على حجم التمويل

المتاح فيها وبفعل تضخم حجم أموال الشركات والمؤسسات نتيجة للصلة الوثيقة بين التنمية والتمويل فقد عرفت مصادر التمويل تطورا كبيرا وتنوعا واسعا، حيث تراجع الاعتماد على السوق النقدية والقطاع المصرفي في تلبية متطلبات التمويل، مما أوجب البحث عن مصادر تمويلية أخرى، وقد لعبت سوق الأوراق المالية دور كبير في توفير السيولة اللازمة للمؤسسات والاقتصاد. وهذا ما يفسر انتقال الاقتصاد من الاعتماد على التمويل غير المباشر أو التقليدي إلى عمليات التمويل المباشر من خلال اللجوء إلى سوق الأوراق المالية.

لقد شهدت هذه الأخيرة تطورات هائلة ومتلاحقة منذ بداية الثمانينات من القرن الماضي

بدخول الاقتصاد العالمي في موجة تحرير التجارة العالمية بكافة جوانبها السلعية والخدمية وحقوق الملكية الفكرية والاستثمار المتعلق بالتجارة، والتي تهدف إلى إزالة الحواجز والعراقيل أمام حركة السلع والخدمات ورأس المال والعمالة. كما ساعد التقدم في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والتحول نحو اقتصاد السوق والخصوصية في زيادة الاهتمام بلبنظمة ومؤسسات التمويل.

وانعكست هذه التطورات على أداء أسواق الأوراق المالية الدولية، فاتجهت بعض الأسواق

نحو عمليات الاندماج خاصة بين أسواق الأوراق المالية الناشئة وأسواق الأوراق المالية المتقدمة وذلك في إطار العولمة والتحرر المالي الذي تنتهجه العديد من الدول، فقد أصبحت أسواق الأوراق المالية في معظم هذه البلدان والمؤسسات المالية العاملة فيها تتمتع بقدر كبير من الحرية والمنافسة والانفتاح.

وتعتبر عولمة الأسواق المالية وتحويل الأعمال من بين الظواهر البارزة في النظام العالمي

الجديد نظرا للآثار البالغة على اقتصاديات الدول خاصة بظهور الشركات المتعددة الجنسيات ومشاركة المستثمرين الأفراد في العمليات التمويلية والاستثمارية في هذه الشركات، كما أن تكامل

الأسواق المالية وانفتاح بعضها البعض والعلاقات المتبادلة بين أطراف التعامل في تلك الأسواق أدى إلى زيادة عدد المتغيرات والمخاطر المصاحبة لها في أسواق التعامل. وجعل من السهل انتقال المخاطر والاضطرابات والأزمات المالية عبر الحدود أو بين الأسواق، فالأزمات المالية باتت متكررة وأصبح من السهل انتقالها كعدوى تؤثر على حركة الادخار والاستثمار العالمي.

وجاءت العديد من محاولات الإصلاح المالي والتي يصطلح عليها بالابتكار أو التجديد المالي، التي تأتي في ظل الهندسة المالية كعملية تطويرية تؤدي إلى تنشيط البورصات المالية العالمية، فهي تعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة والغرض الأساسي منها هو التحوط ونقل المخاطرة والتقليل من الأزمات من خلال ابتكار طرق جديدة لقياس وتحسين إدارة المخاطر. إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة وتعزيز دورها في تنويع المحافظ الاستثمارية وزيادة عوائدها. وبالرغم من إيجابياتها إلا أنه لا يمنع أن تكون منتجات الابتكار أو التجديد المالي هي السبب في وقوع الأزمات داخل أسواق الأوراق المالية الدولية إذا ما أسئ استخدامها، وهذا في إطار العلاقة المركبة أو المزدوجة بين مظاهر الابتكار أو التجديد المالي والأزمات المالية التي قد تحدثها هذه المنتجات في ظل عولمة الأسواق المالية.

تحديد إشكالية البحث:

إن وجود سوق أوراق مالية في اقتصاد معين يمكن من جمع وتخصيص الموارد المالية المتاحة بكفاءة وفعالية لخدمة أغراض التمويل لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار ، وفي إطار تحديث وتقوية هذه الأسواق فهي تواجه جملة من التحديات بفعل الروابط بين العولمة والأسواق المالية ومنتجات التجديد المالي والأزمات المالية ، وفي ظل هذه التغيرات يتبادر إلى أذهاننا العديد من التساؤلات تتمحور من خلال التساؤل الرئيسي الآتي:

ما هو أثر مظاهر التجديد المالي على أسواق الأوراق المالية ؟ وهل يحدث ذلك أزمات على مستوى هذه الأسواق ؟

وتتدرج تحت هذا التساؤل أسئلة فرعية أخرى هي:

- ما هي أهم أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر كفاءة، وما علاقتها بالأزمات والعولمة ؟

- ما هي مظاهر التجديد في الأسواق المالية ؟

- كيف يمكن لمنتجات التجديد المالي أن تقلل من المخاطر المالية وفي نفس الوقت سبب في حدوث أزمة ؟

فرضيات البحث:

في هذا الإطار يمكن وضع الفرضيات الخاصة بالبحث على النحو التالي:

-يؤدي تراجع الاعتماد على السوق النقدية والجهاز المصرفي في تمويل المشاريع

الاستثمارية إلى البحث عن مصادر أخرى للتمويل تتمثل في سوق الاوراق المالية.

-تعد منتجات التجديد المالي سبباً في حد ذاته لوقوع أزمات مالية إلى جانب عملية عولمة

أسواق الاوراق المالية، أي وجود علاقة مركبة بين مظاهر التجديد والأزمات المالية في ظل العولمة المالية.

-تعمل التكنولوجيا المتطورة في مجال الابتكار المالي على تحقيق التميز لجميع أسواق

الاوراق المالية الدولية وتعزيز مركزها كما تعمل على الحد من انتشار الأزمات في ظل سوق مالية مفتوحة.

تحديد إطار البحث:

يتناول موضوع هذا البحث مظاهر التجديد المالي التي عرفتھا الساحة المالية العالمية

وانعكاساتها على عمل أسواق الاوراق المالية الدولية، كما أن عملية عولمة أسواق الاوراق المالية

الدولية وزيادة ترابطها أثر بشكل كبير على هذه الأخيرة، فقد ساعدت الابتكارات المالية على

تحسين كفاءة وأداء أسواق الاوراق المالية الدولية فعملت على تنشيطها وتفعيلها في ظل بيئة مالية

عالمية متغيرة أجبرت هذه الأسواق على التكيف معها والتعامل مع أدواتها الجديدة وفق ما تفرضه

من متطلبات وتحديات كثيرة سواء على مستوى هيكل الأسواق وتنظيمها أو ما يتعلق بعصرنة

وتحديث أسواق الاوراق المالية وأمام سياسات التحرر المالي والانفتاح على الأسواق الخارجية

ورفع الحاجز لحرية تنقل رؤوس الأموال العالمية والمستثمرين الدوليين. فهذه الدراسة تخص دول

منطقة متشابهة من حيث الخصائص والمقومات ودرجة التطور. وتمتد من سنة - 2001 إلى سنة 2011 - وذلك لمتابعة التطورات الحاصلة في منتجات الابتكار المالي على مستوى أسواق الأوراق المالية وزيادة التعامل بهذه المنتجات، وما افزره هذا التعامل من انعكاسات حادة والمتمثلة أساسا في الأزمة المالية العالمية 2008.

أسباب ودوافع اختيار الموضوع:

يرجع السبب في اختيار هذا الموضوع للبحث والذي جاء بعنوان " أسواق الاوراق المالية الدولية بين مظاهر التجديد والأزمات المالية - دراسة حالة أثر الأزمة المالية العالمية 2008 - " نظرا لعدة دوافع نقدمها بشكل موجز في مايلي:

-العلاقة التي تربط هذا الموضوع بالتخصص وهو تخصص اقتصاد دولي ، إضافة إلى الرغبة الشخصية في البحث والاطلاع أكثر على مجال الأسواق المالية وما يصاحبها من تغيرات وتطورات عالمية.

-البحث في التحديات التي فرضتها عولمة أسواق الاوراق المالية والتي جلبت معها العديد من التغيرات التي طرأت على الأدوات وطرق التداول في هذه الأسواق

-الوضع الذي آلت إليه أسواق الاوراق المالية الدولية بعد كل التطورات والتحويلات التي

ساعدتها على فرض هيمنتها على التمويل الدولي، إذ أظهرت الأزمة المالية العالمية 2008 ضعف كفاءة وأداء هذه الأسواق على اثر انهيارها.

أهداف البحث:

يمكن تحديد أهداف البحث في النقاط الآتية:

- التعرف على منتجات التجديد المالي وتأثيراتها المتعددة على عمل وأداء أسواق الاوراق

المالية الدولية.

- إيضاح العلاقة بين العولمة المالية وأسواق الأوراق المالية من خلال مظاهرها وأدواتها والتقنيات المستخدمة فيها، وإبراز المساهمة التي تبديها هذه الأسواق في تجسيد وتكريس ظاهرة العولمة المالية والتحرير المالي.
- محاولة التعرف على الجوانب المختلفة لإقامة سوق لأوراق مالية فعالة في الاقتصاد، والبحث عن خصوصية الأسواق المالية الدولية من أجل معرفة عوامل نجاحها.
- دراسة العلاقة بين زيادة درجة الترابط والاندماج بين أسواق أوراق المالية العالمية وزيادة تعرضها للآزمات المالية التي تتميز بالشمولية وسرعة الانتشار.
- عرض واقع أسواق الأوراق المالية الدولية بعد الأزمة المالية العالمية 2008 التي مست الاقتصاد العالمي وكانت من أهم أسبابها منتجات التجديد والابتكار المالي وساهمت عملية عولمة هذه الأسواق وترابطها على انتشارها عالميا.

أهمية البحث

- تلعب أسواق الأوراق المالية الدولية دورا في تأمين الموا رد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية نظرا لما تقدمه من خدمات مالية متميزة تلبي أغراض كل من المدخرين والمستثمرين، فحسن أداء هذه الأسواق واستثمارها سوف ينعكس على اقتصاد الدولة وباقي القطاعات الأخرى، كما يمتد ليشمل الأسواق الأخرى بفعل ترابطها وتكاملها.
- وبناء على ما سبق يمكن إبراز أهمية البحث فيما يلي:
- تساهم أسواق الأوراق المالية الدولية في تنمية الموارد الادخارية وانتقالها نحو فرص الاستثمار المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنموية وتقليص الحاجة للجوء إلى الاستثمار الخارجي.
- إبراز العلاقة بين العولمة والنظام المالي التي تتجسد في عولمة الأسواق المالية التي تعبر عن اندماج وترابط أسواق الأوراق المالية الدولية، وما صاحب مظاهر عولمة الأسواق من آزمات تمس جميع الاقتصاديات المترابطة بفعل آليات هذه الظاهرة.

- إدخال تقنيات وابتكارات جديدة في أساليب وأدوات التمويل في إطار عملية تطويرية هدفها الحيطة وتقليل المخاطر وتنشيط أداء أسواق الاوراق المالية الدولية.
- يتوقف نجاح ربط وتكامل الأسواق المالية على نجاح السوق على المستوى المحلي، ثم التفكير في عملية الترابط مع أسواق الاوراق المالية الدولية.

المنهج والأدوات المستخدمة البحث:

للإحاطة أكثر بجوانب الموضوع والوصول إلى تحقيق الأهداف المرجوة سوف يتم إتباع

ثلاث مناهج هي كالاتي:

-المنهج التاريخي: من خلاله يتم عرض التطور التاريخي ونشأة أسواق الأوراق المالية

الدولية والتطور الحاصل في الأدوات المتداولة فيها، إضافة إلى عرض وإظهار تطورها.

-المنهج الوصفي والمنهج التحليلي: لوصف بعض المفاهيم والعناصر المتعلقة بالموضوع

لتسهيل إيصالها للقارئ. أما المنهج التحليلي استخدم لتقديم دراسة تحليلية حول ما جاءت به

مظاهر التجديد وعولمة أسواق الاوراق المالية من تأثيرات مست عمل هذه الأسواق.

-منهج دراسة الحالة: استخدم هذا المنهج لإظهار الآثار والانعكاسات التي فرضت على

أسواق الاوراق المالية الدولية في إطار التحولات والتطورات المالية، حيث تم دراسة أسواق

الاوراق المالية الدولية والتأثير المزدوج لمظاهر التجديد المالي والأزمات المالية عليها.

الدراسات السابقة:

اهتمت العديد من الدراسات السابقة في تخصص الاقتصاد الدولي ومجال الأسواق المالية

بدراسة هذه الأسواق من حيث عملها في تمويل متطلبات الاقتصاد وكذا المخاطر المصاحبة لها،

ورغم أن هذه الدراسات تناولت التطورات الحاصلة في مجال الصناعة المالية العالمية والتغيرات

التي أثرت على عمل أسواق الاوراق المالية الدولية، إلا أن هذه الدراسات لم تركز على تأثير هذه

التغيرات والتحولات والتي من أهمها الابتكار المالي ومظاهر عولمة أسواق الاوراق المالية وما

فرضته من آليات واستراتيجيات جديدة ومغايرة داخل أسواق الاوراق المالية الدولية، والأثر الذي

يمكن أن يظهر عند تفاعل هاتين الظاهرتين، إذ تعد المواضيع الأقرب لهذا البحث هي المواضيع التي تناولت العولمة المالية وأثارها على هذه الأسواق، وفي هذا الخصوص تمكنا من الاطلاع على رسالة دوكتراه بعنوان " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها "، جامعة الجزائر، 2006 / 2005 ، للطالب بوكساني رشيد. إضافة إلى رسالة ماجستير بعنوان "الأسواق المالية في ظل العولمة"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2002، دراسة للطالب بن ثابت علال. إن هذا البحث يحاول تقديم أهم المتغيرات والتحديات التي مست الصناعة المالية العالمية وتوضيح آثارها على أعمال أسواق الأوراق المالية الدولية من خلال ظهور وانتشار الأزمات المالية بين سوق وآخر على المستوى العالمي.

هيكل البحث:

احتوت هذه الدراسة على ثلاثة فصول بالإضافة إلى مقدمة عامة وخاتمة وذلك كما يلي:

الفصل الأول: وعنوانه "مدخل عام لأسواق الأوراق المالية " وخصص هذا الفصل الذي جاء بمثابة فصل تمهيدي للتعرف على أسواق الأوراق المالية والأدوات المتداولة فيها ومكوناتها، كذلك التطرق لتنظيمها وكفاءتها والمؤشرات المستخدمة فيها، وجاء هذا في شكل أربع مباحث نتعرض في المبحث الأول إلى السوق المالية " مفهومها، تقسيماتها وأهميتها " وفي المبحث الثاني نتعرض لماهية أسواق الأوراق المالية أما المبحث الثالث فنتطرق من خلاله إلى الأدوات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية وكفاءتها وجاء المبحث الأخير ليعرض مؤشرات سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني: الذي حمل عنوان " مظاهر التجديد في الأسواق الاوراق المالية " وفي هذا الخصوص يتضمن الفصل مظاهر التجديد المالي والتي تمثل من أهم التحديات أمام أسواق الاوراق المالية إضافة إلى عولمتها من خلال العولمة المالية، وقد تم تخصيص ثلاث مباحث فيتم التعرض إلى العولمة الاقتصادية، أدواتها، مؤسساتها وصولا إلى العولمة المالية ثم عرض لمعالم ومظاهر عولمة الأسواق المالية في المبحث الأول، وجاء المبحث الثاني للتعرف على فلسفة الهندسة المالية

والتجديد المالي ثم عرض منتجات وأدوات الهندسة المالية وهي ما يصطلح عليها بالأدوات المشتقة وتقييم فعاليتها في أسواق الاوراق المالية في المبحث الثالث.

الفصل الثالث : الذي جاء بعنوان " انعكاسات مظاهر التجديد المالي على أسواق الاوراق

المالية الدولية " ويمثل هذا الفصل دراسة الحالة في هذا البحث، إذ حاولنا من خلاله استعراض وتحليل الأزمة المالية العالمية 2008 بصفتها أحد أهم أزمات العولمة المالية والمنتجات المشتقة، وقمنا بتسليط الضوء على واقع أسواق الأوراق المالية الدولية " البورصات المتقدمة " في ظل هذه الأزمة والتي تعتبر نقطة انطلاقها، بعد دراسة أهم أسواق الأوراق المالية الدولية والتعرف على خصائصها ومقوماتها وكذلك مظاهر عولمتها ، لذا قسمنا هذا الفصل إلى أربعة مباحث نعرض في المبحث الأول منها ماهية الأزمات المالية أما المبحث الثاني فتتناول الأزمة المالية العالمية 2008، وفيما يخص المبحث الثالث فجاء للتعرف على أهم أسواق الأوراق المالية الدولية، وآخر مبحث تناول أسواق الاوراق المالية الدولية في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008.

تمهيد

تتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في تشابك قطاعات الاقتصاد من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز المالي، فهي تمثل احد أهم المصادر التي توفر فرص الاستثمار لقطاعات الفائض ومصدر حيوي لتمويل قطاعات العجز، إذ تعتبر حلقة من حلقات تطور النظام المصرفي في أي دولة وانعكاسا لنظمه الاقتصادية والمالية.

وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد العناصر الهامة المكونة للسوق المالية ويتداول فيها الأسهم وغيرها من الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل بغرض تجميع المشترين والبائعين لهذه الأوراق المالية، وبهذا تكون أسواق الأوراق المالية هي الميكانيزم التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأسهم والسندات وغيرها.

كما شهد العالم مستجدات اقتصادية عديدة خلال العقود الأخيرة، استدعت معها تطوير

أسواق الأوراق المالية فقد حملت تنوعا متزايدا من حيث التنظيمات، الوظائف، الأدوات والمجالات، بينما تزايدت الأهمية الاقتصادية لهذه الأسواق.

وهذا ما سنحاول مناقشته في هذا الفصل من خلال المباحث التالية: السوق المالية "

مفهومها، تقسيماتها وأهميتها " في المبحث الأول، أما المبحث الثاني سوف نعرض فيه ماهية أسواق الأوراق المالية وجاء المبحث الثالث للتطرق إلى الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية والأطراف المشاركة فيها وكفاءتها، أما المؤشرات المستخدمة على مستوى هذه الأسواق فقد خصص لها المبحث الرابع.

المبحث الأول: السوق المالية " مفهومها، تقسيماتها وأهميتها "

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، حيث يتم من خلالها تجميع المدخرات وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار الذي يؤدي إلى زيادة السلع والخدمات، مما يقوم بدفع عجلة التنمية الاقتصادية، وعلى هذا رغبتنا في تخصيص هذا المبحث لتقديم مفهوم السوق المالية والتعرف على خصائصها والأقسام المكونة لهذه السوق والتطرق إلى الأهمية الاقتصادية لها.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية

تعتبر السوق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي لأنها تمثل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف القطاعات والمؤسسات وأفراد المجتمع.

أولاً: تعريف السوق المالية

تعرف السوق المالية بأنها " الأماكن التي يتم فيها تداول الأصول المالية ¹ .

فالسوق المالية هي وسيلة (ينتفي فيها شرط المكان) يلتقي من خلالها (المشترون والبائعون والمتعاملون الآخرون والإداريون) من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (الرأسمالية والنقدية) أو بـ (الصرف الأجنبي) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمادية والنقدية ...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتماداً على (قوانين وأنظمة وتعليمات) وإلى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة (محلياً ودولياً)².

والأسواق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها تدفق الأموال الفائضة في شكل مدخرات إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي بهدف استثمارها، وعملية تدفق الأموال هذه تتم بطرق عديدة تتناسب مع متطلبات التمويل لهذه العملية، حيث تقوم وحدات العجز المالي بإصدار أصول مالية أو

¹ عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار رضا للنشر، سوريا، 2002، ص: 9.

² هوشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الأردن، 2003، ص: 58.

ما يسمى "الحقوق المالية" والتي تعرضها إلى وحدات الفائض المالي فتشترىها هذه الأخيرة مقابل

تحويل لفوائضها المالية إلى وحدات العجز المالي وهذا ما يسمى بالتمويل المباشر، أما إذا تم تحويل

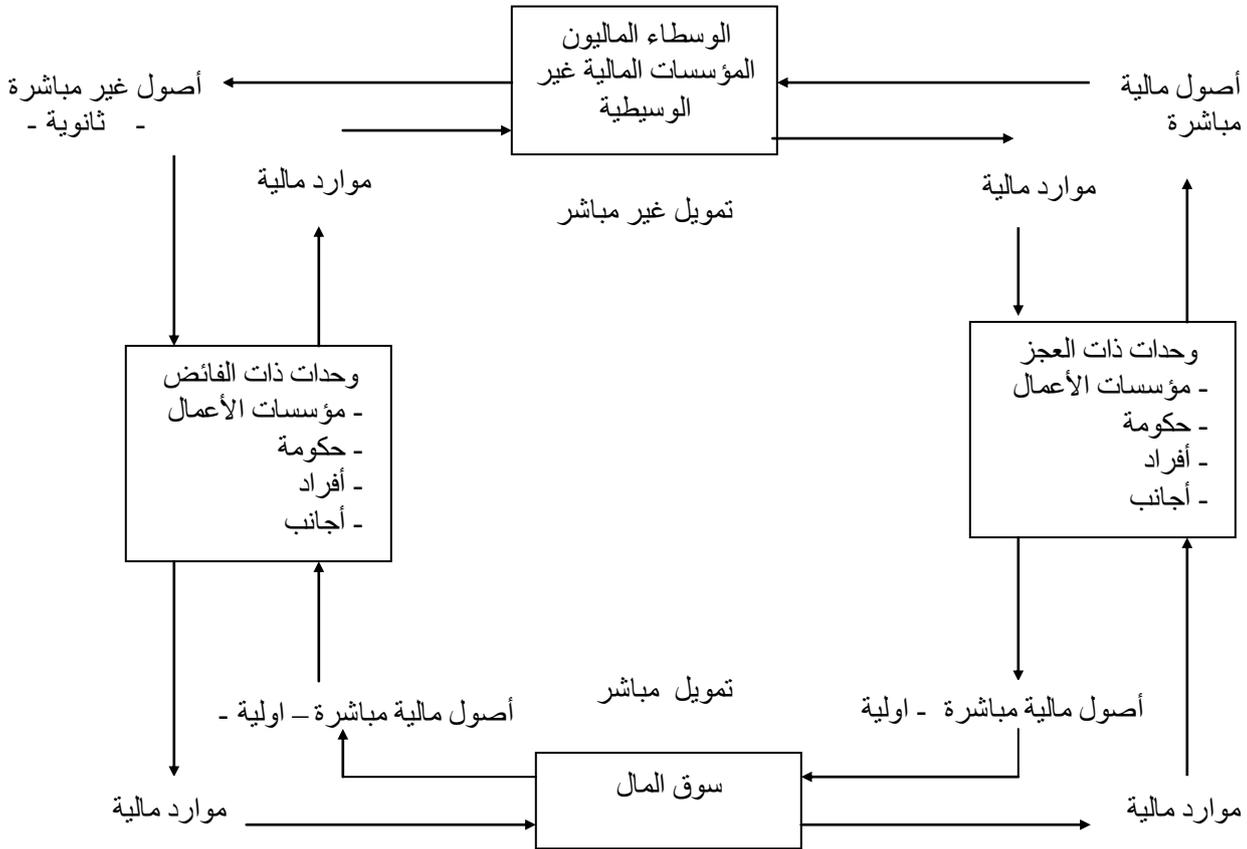
الموارد المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز عن طريق مجموعة من الوسطاء الماليين والتي

تتشكل من المؤسسات المالية العاملة في السوق المالية "بنوك، شركات التأمين..." فإن عملية

التمويل تأخذ شكل التمويل غير المباشر.

وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

شكل رقم (01): انتقال الموارد المالية في السوق المالية



المصدر: احمد ابو الفتوح الناقية: نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية « مدخل للنظرية النقدية وأسواق المال »،

مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998، ص: 17.

ومما تقدم يمكن تقديم تعريف شامل للسوق المالية بأنها المجال الذي تتم من خلاله تداول الأصول المالية " قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل " بهدف تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض " المقرضين " إلى وحدات العجز المالي " المقترضين " بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وبالتالي " فإن السوق المالية تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج¹.

يعكس المفهوم السابق للسوق المالية المشاركون فيها وهم ينقسمون إلى:

- 1) وحدات الفائض المالي: هي وحدات ادخارية ، تتوفر لديها طاقة تمويلية فائضة تأخذ أشكال مختلفة " قطاع عائلات، مؤسسات أعمال، حكومة وأجانب... الخ " .
- 2) وحدات العجز المالي: وهي وحدات التي تعاني من عجزا ماليا في مواردها المالية وتتمثل في جانب الطلب، وقد تأخذ أشكال عدة منها " مؤسسات أعمال، أفراد، حكومة... الخ "، وتشكل مؤسسات الأعمال الجزء الأكبر من جانب الطلب نظرا لطبيعتها الاستثمارية.
- 3) الوسطاء الماليون: هي مؤسسات مالية " بنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد... الخ " نشأت بغرض تحويل التدفقات النقدية إلى المستثمرين مقابل عمولة.

ثانيا: نشأة الأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تستند على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية، وانعكست هذه العلاقة على التطورات المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، ولهذا أطلق عليها سوق الأوراق المالية وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بصورة عامة والوسيلة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق.

¹ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية - علميا وعمليا -، مطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000، ص: 20.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي بمجموعة من المراحل يمكن

تلخيصها بالاتي¹:

المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية، مما قاد ذلك إلى اتساع نطاق التعامل التجاري، وأدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي

باتت بحاجة ماسة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، فأصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية: بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتسم بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق المالية التجارية وتقديم الائتمان طبقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الاقتراض المتوسط الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمار، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة الأجل لسداد احتياجات من الأموال ولكي تفي باحتياجاتها لتمويل المشاريع التنموية، ويقوم البنك بإصدار سندات الخزنة.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية التجارية وشهادات الإيداع، وهذا بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

¹ نوزاد الهيتي، مقامة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، لم تذكر بلد النشر، 1998، ص: 14، 16.

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالية

تعددت تقسيمات أسواق المال في الوقت الذي تعمل جميعها على جمع المدخرات وتحويلها إلى مجالات أو فرص استثمارية عديدة، وأهم التقسيمات لأسواق المالية هما قسمين ولكل منهما خصائصه وأدواته ومؤسسته، وهذه الأسواق هي:

أولاً: سوق النقد : تمثل أسواق النقد مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول القصيرة الأجل¹.

تتميز الأسواق النقدية عن غيرها من الأسواق المالية بأنها أسواق جملة تحمل عادة تعاملات بأحجام كبيرة والتي تحدد قيمتها مليون دولار فأكثر، علماً بأن عدد المتعاملين في هذه السوق كبير جداً، ونظراً لوجود العديد من المستثمرين والبائعين ونظراً لتحول أدواتها السريع إلى سيولة فإنها تعد أسواق سائلة². إن موضوع هذا البحث ليس بصدد دراسة السوق النقدية لهذا تطرقنا لها بشكل موجز.

ثانياً: سوق رأس المال : هو السوق الذي تتم فيه تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل مثل " الأسهم والسندات، الكفالات والتعهدات، الخيارات..."³، فأسواق رأس المال هي التي تتداول فيها الأصول المالية طويلة الأجل مثل السندات طويلة الأجل والأسهم سواء كانت عادية وممتازة، وفي هذه الأسواق يلعب العائد دور كبيراً في حركة التدفقات المالية بين الأصول المالية المختلفة ولذلك تتحدد

¹ عصام فهد العريبي، مرجع سابق، ص: 10 .

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 69 .

³ وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص: 31.

حركة التدفقات في الأسواق الرأسمالية ونفا لأسعار الأصول المالية المتداولة والعوائد والمخاطر

المرتبطة بهذه العوائد والسيولة لا تلعب دور في هذه الأسواق.¹

وما يميز هذا النوع من الأسواق المالية، أنها اقل اتساعا من السوق النقدية لكنه أكثر تنظيما، حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية أما أهم المؤسسات التي تتعامل في هذا

النوع من الأسواق بنوك التنمية الصناعية، البنوك العقارية، بنوك الاستثمار والأعمال وصناديق الادخار والتأمين.²

1- خصائص سوق رأس المال:

- الأوراق المالية المتداولة فيه طويلة الأجل.
- يقوم بتمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل.
- الاستثمار في أدوات سوق رأس المال أكثر مخاطرة و اقل سيولة وارتفاع لعوائد بالمقارنة مع الأسواق الأخرى.

2- مكونات سوق رأس المال:

تنقسم أسواق رأس المال إلى قسمين أساسيين هما³:

1-2 الأسواق الحاضرة: ويتمثل مجال التعامل في هذه الأسواق بالأوراق المالية طويلة

الأجل التي تصدرها الجهات المقترضة "مؤسسات الأعمال، حكومات" للحصول مقابلها على موارد مالية، وتنتقل هنا ملكية الورقة المالية للمشتري فور إتمام الصفقة بعد دفع كامل قيمتها أو جزء منها، ويطلق على هذه الأسواق اسم "أسواق الأوراق المالية" ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال أسواق أولية وأخرى ثانوية، وسنوضح ذلك أكثر تفصيلا في المباحث القادمة.

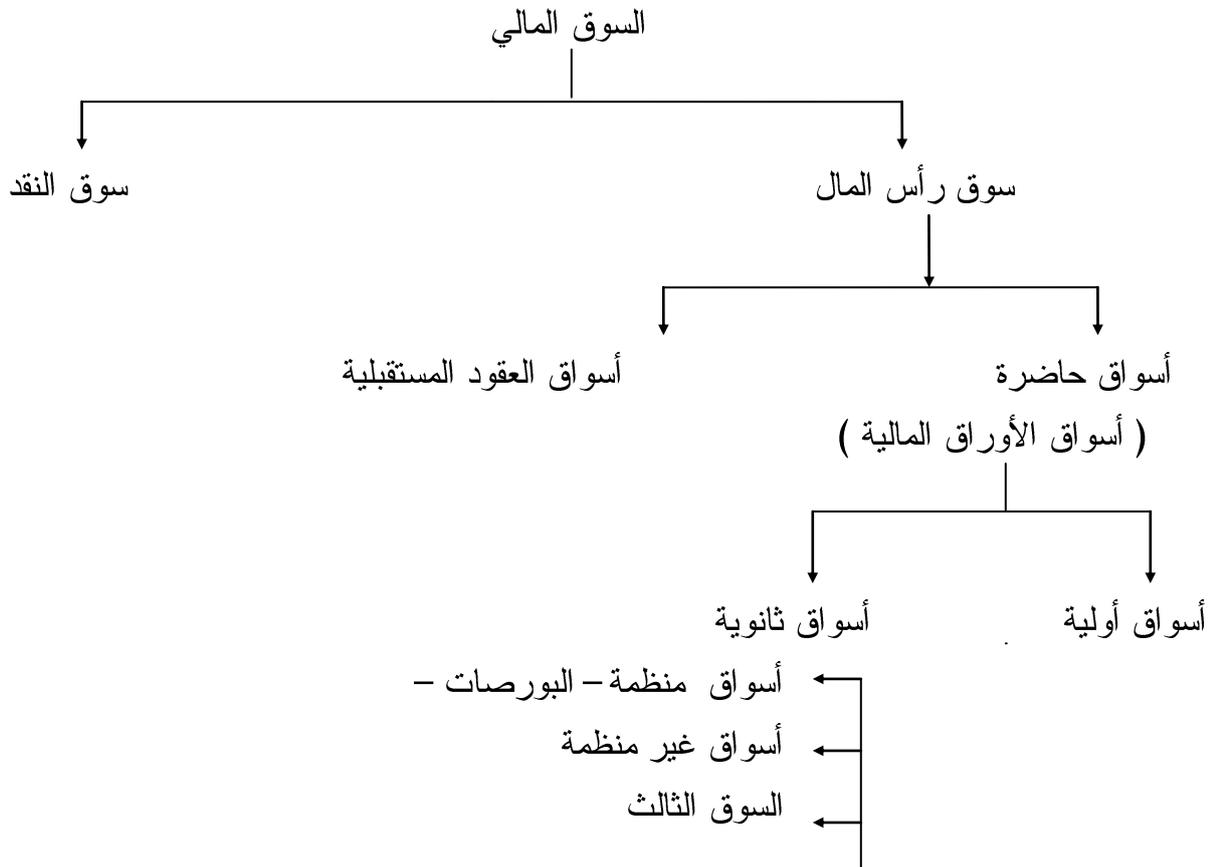
¹ عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص: 293.
² حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة -، دار الكندي، الأردن، 2002، ص: 15.
³ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف، الأردن، 2005، ص: 21.

2 2 الأسواق المستقبلية. ويطلق عليها بالأسواق الآجلة حيث يتم الاتفاق على مستوى هذه

السوق على عقد صفقة بيع أو شراء لأصل مالي معين فورا على أن يكون تنفيذها في تاريخ
 أجل أي التسليم والاستلام يكون لاحقا، وعادة ما يتم التعامل في مثل هذه الأسواق بالمشتقات
 المالية " عقود الخيار، العقود المستقبلية"، بهدف تجنب أو التخفيض من تقلبات الأسعار
 وتحقيق عوائد رأسمالية.

ويوضح الشكل الموالي مكونات السوق المالية حيث تنقسم إلى قسمين هما سوق رأس المال
 وسوق النقد، كما ينقسم سوق رأس المال بدوره إلى السوق الحاضرة ويتم فيها استلام وتسليم فوري
 للأصول والموارد المالية عكس السوق المستقبلية.

شكل رقم (02): مكونات سوق رأس المال



المصدر: حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة - دار الكندي، الأردن ، 2002 ، ص: 20 .

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل أهمها:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية تستطيع المشاريع التنموية الحصول على تمويل من الأسواق المالية عن طريق طرح أسهمها في هذه الأسواق للاكتتاب فيها وإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع.
- عدم قدرة البنوك على منح التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم والمخاطرة، إضافة إلى أن التمويل بواسطة البنوك يكون بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.
- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق من طرح أسهمها أو سندات الشركات من جنسيات مختلفة.

¹ رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص: 12، 13.

- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن لحاملها من تحويل هذه

الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل خسائر.

- تعتبر الأسواق المالية مؤشر للحالة الاقتصادية، فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات

العامّة في عملية التنبؤ التي تساعد المشتريين الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً.

- إن السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بما يكفل سلامة هذا

التعامل وسهولته وسرعته ويضمن سلامة وحماية صغار المدخرين فهو بذلك يحقق التكافؤ والتوازن

للسوق من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر.

المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية

تحتل سوق الأوراق المالية موقعا هاما في هيكل سوق المال، فهي من أهم وسائل الاستثمار

العالمية وأكثرها سرعة وديناميكية، حيث تضمن تدفق الفوائض المالية بين المستثمرين مقابل تقديم

أصول مالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات.

المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية

تتلمى الاتجاه نحو الاهتمام بأسواق الأوراق المالية كونها تمثل أحد أهم القنوات التي تعمل

على توفير فرص استثمارية للوحدات التي لديها موارد مالية فائضة عن حاجتها، فهذه السوق تعتبر

آلية لخلق تدفقات مالية لتلبية احتياجات مالية عبر قنوات متعددة الأشكال والطرق.

أولاً: نشأة أسواق الأوراق المالية

لم تكن نشأة سوق الأوراق المالية - بورصات الأوراق المالية - في صورتها الراهنة وإنما

كان بفعل التطور الطويل الذي أحدثه الإنسان في بحثه عن الثروة من أجل تنمية وتطوير تجربته،

حيث قامت عمليات تمويل وإقراض التجار وتوسيع التجارة في جميع أنحاء العالم القديم. " وفي

العصور البعيدة كان على المصارعين والرياضيين اليونانيين الذين أفتقروا المهن البحرية والتجارية، أن يمارسوا عمليات الصرف وإدارة الحسابات وإيداع الأموال بمعابد Appolou و delos ومن القرن الرابع قبل الميلاد عرف الإنسان عمليات تمويل الاستكشافات والحملات البحرية¹. وقد أوجب التطور الحاصل في عمليات المالية والتجارية في إيطاليا ضرورة قيام أجهزة تتولى إدارة هذه العمليات وتنظيمها، في الوقت الذي كان الإيطاليون يعملون على تأسيس سوق لهذا الغرض سميت بالبورصة.

وترجع كلمة بورصة - Bourse - إلى مصدرين² :

1. اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه فان دن بورص " Van den bourse " وكان يقيم في مدينة بروج " Bruges " في بلجيكا وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.
2. فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس Trois Bourses ، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، لذلك أطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع. ويعتبر المؤرخون أن عام 1339 هو تاريخ أول ظهور لمفهوم البورصة، " وتعود البدايات الأولى للظهور وتشكل أسواق الأوراق لمالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرف باسم البورصات والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منضمة لحركة وتداول رؤوس الأموال³، وبعد ذلك توالى العديد من البورصات إلى الظهور أولها بورصة انغرس عام 1536، بورصة أمستدام عام 1608، ثم بورصة لندن عام 1666، كما ظهرت بورصة بال عام 1683، وهكذا سجلت العديد من البورصات الأخرى ظهورها في تواريخ مختلفة، " ومنذ عام

¹ المرجع السابق، ص: 22.

² صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمان المالية العالمية - ، دار الفكر العربي، لم تذكر بلد النشر، 2008 ، ص: 148.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008 ، ص: 10.

1592 ظهرت فوائم أسعار الأسهم في أسواق أمستردام وباريس ولسن، وامتد بداية القرن السابع

عشر كان آلاف الأشخاص يتدافعون للتعامل في بورصة أمستردام واحتلت المكان الأول في العالم¹.

إن انتشار شركات الساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية وكان التعامل بالصكوك في بداية الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبر كفرنسا وانجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن ببورصات الأوراق المالية². وفي القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين ظهرت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا، كما تم إنشاء أول بورصة في العالم الجديد

"أمريكا" وهي بورصة وول ستريت، أما في انجلترا فتركزت تعاملات بورصات الأوراق المالية في بناء خاص أطلق عليها اسم Royal Exchange .

ثانيا: تعريف أسواق الأوراق المالية

تعددت التعاريف المتعلقة بأسواق الأوراق المالية نظرا لأهميتها المالية في الحياة

الاقتصادية، ومن بين هذه التعاريف نقدم:

تمثل سوق الأوراق المالية والتي تدعى " بورصة الأوراق المالية " باللغة الفرنسية إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالي وهي موقع (جغرافي أو لا جغرافي) لعرض وطلب الأوراق المالية، وهي سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها عملية التداول بيعا وشراء، بعد أن تم إصدار أوراق المالية في السوق الأولي³.

كما تعرف أسواق الأوراق المالية على أنها سوق مثل سائر الأسواق تلتقي فيها قوى

العرض والطلب وتتحدد على أساسهما الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق إذ انه

¹ صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية - ، مرجع سابق، ص: 148 .

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005 ، ص: 25.

³ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات -، دار الشروق، الأردن، 2007، الإصدار الثاني، ص: 239.

يجري في غيرها من الأسواق السلعية التعامل على الثروة ذاتها، بينما يجري التعامل في أسواق الأوراق المالية في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم التي في حوزة المساهمين، وكذلك السندات التي تصدرها الحكومات والشركات¹.

ما يضيفه هذا التعريف هو أن سوق الأوراق المالية سوف يجتمع فيها كل من قوى العرض والطلب التي تعمل على تحديد أسعار الأوراق المالية محل التعامل، كما أن هذا التعامل يكون على حقوق مالية مصدره من قبل الوحدات المقترضة مثل الأسهم والسندات.

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محدد يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماصرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول

من يتأثر بالكساد أو الراج وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها شأن أي سلعة أخرى².

وأیضا تعرف على أنها الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة³.

إذن سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة للتعامل بالأوراق المالية، وينظم هذه التعاملات ويديرها تشريعات مختلفة من دولة إلى أخرى، ونظرا لاختلاف هذه التشريعات اختلفت معها التعاريف المتعلقة بسوق الأوراق المالية.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 26.
² صلاح الدين حسن السيسى، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية - مرجع سابق، ص: 156.
³ مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009، ص: 17.

من التعريف المقدمة سابقا نستنتج أن سوق الأوراق المالية هي سوق تداول الأوراق المالية بيعا وشراء، حيث تسمح بتحويل مباشر للموارد المالية - المدخرات - من الأفراد ومؤسسات الأعمال وقطاعات أخرى، لصالح مؤسسات أعمال وجماعات حكومية أو غيرها من الوحدات التي تعاني عجزا ماليا بما يساعد على زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

إن الهدف الأساسي من عمل أسواق الأوراق المالية هو تعبئة المدخرات والفوائض التمويلية وتوجيهها نحو قنوات ومجالات الاستثمار المناسبة وعموما " شاع إطلاق على سوق الأوراق المالية اسم بورصة الأوراق المالية ¹."

ثالثا: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية، فهي تؤدي عدة وظائف يمكن إجمال أهمها في الآتي ²:

- 1 إيجاد سوق مستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية، وذلك من خلال توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تتيح للمستثمر فرص واسعة لاستثمار مدخراته في المجالات المناسبة رغبة في تحقيق فوائد أو بهدف تنويع الاستثمارات.
- 2 إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث تسجل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في السوق وتتحدد الأسعار من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتعتبر هذه المعلومات مفيدة للمستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- 3 تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، حيث توفر هذه السوق الأموال التي تحتاجها الحكومات والمشاريع الاستثمارية للقيام بعمليات إنتاجية أو عمليات التنمية أو غيرها.

¹ شعبان محمد إسلام اللبروري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، سوريا، 2001، ص: 27.

² المرجع سابق، ص: 45، 47.

4 جذب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في الشركات المحلية وفقا لقوانين الاستثمار

والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي والاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية عن طريق ربطها مع أسواق خارجية.

5 تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع القطاعات الاقتصادية ومؤسساتها ورصد رقابة غير مباشرة على أداءها.

كما توجد العديد من المزايا والايجابيات التي توفرها أسواق الأوراق المالية للمؤسسات من بينها نذكر:¹

1- تنوع واستقلالية مصادر التمويل تزامنا مع القطاع مصرفي.

2- آثار الرافعة المالية من خلال الزيادة في حقوق المساهمين التي تمكن الحصول بسهولة أكبر على قروض جديدة.

3- السيولة في رأس المال التي تم الحصول عليها، وبالتالي تسهيل خروج المساهمين السابقين أو انتقال للمشروع.

4- تقديم فرصة للموظفين في المؤسسات المقترضة ليصبحوا من المساهمين فيها.

رابعا: المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية وعوامل قيامها

1- المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية

إن إقامة سوق الأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل

بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق وأهم هذه المتطلبات²:

-الوعي الادخاري والاستثماري : إن المتطلبات الأساسية لقيام سوق الأوراق المالية هو

وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الأفراد، فهو يوفر الفرص العديدة لتدقيق

المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو الشركات المساهمة ورؤوس

¹ Charles - Henri d'arcimoles, Jean - Yves saulquin, finance appliquée, libraire Vuibert, paris, 2006, 4^{em} édition, P: 247 .

² مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص ص: 33، 34.

الأموال وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

توافر مناخ استثماري مستقر : يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي " سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، حالة انكماش اقتصادي، وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد... الخ "، ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في بيئة والظروف الاقتصادية الملائمة تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق أوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغيير ملكية المشروع¹.

كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية : من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات أجيال مختلفة ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر وانخفاض المخاطر، وتعري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

توفر المؤسسات المالية الوسيطة : تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دورا في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة وبيوت السمسرة وشركات

¹ صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003، ص: 21.

التأمين وصناديق المعاشات والصناديق الاجتماعية وصناديق الاستثمار وشركات التمويل

والاستثمار.

هيكل مؤسسي فعال ومتكامل: ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية " حكومية " تنظم

وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط

إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد

والعاملين في السوق، بمعنى آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق

أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح

والقوانين التي تحكم عمل السوق.

الإفصاح المالي وإشهار المعلومات: يعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الأساس لأي

سوق للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية

المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمون والمتعاملون

في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية¹ وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية

المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات

كافية عن مشروعات حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات بما

ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم.¹

نظام فعال للاتصالات: إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية

لإقامة سوق الأوراق المالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقا لآخر التطورات الثورية

الاتصالية

من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب وانترنت، وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي

تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكن السوق

من معالجة أكبر حجم من المعاملات فضلا عما يتيح من إمكانية لربط السوق الإقليمية

والدولية وبالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

¹ صلاح الدين حسن السبيسي، مرجع سابق، ص: 22.

2 - عوامل قيام أسواق الأوراق المالية

إن هناك عوامل عديدة دفعت إلى قيام أسواق الأوراق المالية وتعزيز دورها الاقتصادي ومن هذه العوامل نذكر¹:

إن انفتاح اقتصاديات السوق المتقدمة على بعضها البعض في لأوروب ا في البداية و ثم الولايات المتحدة الأمريكية واليابان كان عامل أساسي وهو الأكثر فاعلية في نشوء الأسواق المالية وزادت بذلك حركة رؤوس الأموال والخدمات.

إن تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية وخاصة الأمريكية المتجه نحو البلدان المتضررة من الحرب العالمية الثانية قد أسهم في بروز أسواق المالية أوروبية وأمريكية وذلك لتكثيف وتنظيم وتوجيه ومتابعة هذه الحركة.

إن توجه رؤوس الأموال الغربية وخاصة الأمريكية واليابان إلى بعض الدول في آسيا ساهمة في ظهور أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

تراكم الدخول البترولية في المؤسسات الائتمانية الغربية والتي وجهت على وفق ما عرف حينئذ سياسة إعادة الدورة المالية، ووجهت هذه الأموال إلى شراء حصص من أسهم الشركات الغربية وخاصة الأوروبية والاستثمار في السندات الصادرة عن الحكومات أو الشركات في الدول الرأسمالية.

تطور وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية منذ بداية القرن العشرين فيما يتعلق بمختلف أنحاء العالم، وقد توجه هذا التطور في بداية التسعينات بتدشين شبكة الاتصالات الدولية

(Internet) والتي أسهمت في تكثيف المعلومات المالية وفي توفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وفي تحويل الأموال في أوقات قياسية وفق ضمانات أكبر.

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص: 187، 190.

-نشوء الأسواق المالية المحلية وفي كافة دول العالم التامة تقريبا، وهذا ما تحقق بشكل

واضح في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وقد أسهم ذلك في تعبئة الإمكانيات

الاستثمارية الداخلي للدول المعنية وتوجيهها دوليا.

-دخول المؤسسات المصرفية وشركات التأمين في تعبئة المدخرات من مصادر تمويلية

مختلفة والاستثمار في الأسواق المالية المختلفة.

-التطور الإداري للأسواق أوراق المالية وشمولها لوكالات متخصصة والتي يمكن لها توفير

الفرص الكافية لتنويع الاستثمارات الدولية.

-دور الايجابي للتدخل الحكومي في قيام وتعزيز أسواق الاوراق المالية الدولية في اليابان

وجنوب شرق آسيا.

المطلب الثاني: الخصائص المميزة لأسواق الأوراق المالية وأقسامها

هناك العديد من الخصائص التي تميز أسواق الأوراق المالية عن باقي الأسواق الأخرى،

وهذا ما سنتعرض له في هذا المطلب بالإضافة إلى الأقسام المكونة لها.

أولا: خصائص أسواق الأوراق المالية

يتميز سوق الأوراق المالية بالعديد من الخصائص نذكر منها:

- سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة، حيث يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بموجب

تشريعات وإجراءات تنظم هذه العملية من حيث مواقيت التداول ل، وتحديد وسطاء لإتمام العملية

بالإضافة إلى تسجيلهم لدى الهيئات المختصة، ويكمن دور الوسطاء الماليين في إيصال والجمع بين

الجهات المقرضة والجهات المقترضة.

تعتبر أسواق الأوراق المالية أكثر الساعات، حيث يتم من خلالها طرح وتحويل الأوراق المالية وانتقال ملكيتها بين أكثر من مستثمر، سواء من خلال طرحها لأول مرة في السوق الأولي أو عند تداولها في السوق الثانوي.

- " تعتبر أسواق الأوراق المالية من أكثر الأسواق تطورا وتعطي للمستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق الربح، كما يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة"¹. حيث يعتبر الاستثمار في مثل هذه الأسواق من الاستثمارات التي تعطي عوائد أكبر بالمقارنة مع المخاطرة التي يمكن أن تلحق بها.

- تتميز أسواق الأوراق المالية بقابلية تحويل الأوراق المالية المتداولة فيها إلى سيولة إذا رغب حاملها في ذلك إذن تتوفر على أسواق تداول - ثانوية - .

ثانيا: أقسام أسواق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى:

1 السوق الأولي " سوق الإصدار": يتم على مستوى هذه السوق التعامل بالأوراق المالية التي صدرت لأول مرة، حيث تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار هذه الأوراق وطرحها للاكتتاب موجهة إلى أصحاب الفوائض المالية لاستثمار مدخراتهم لتعظيم العوائد سواء من خلال الاكتتاب في السندات والحصول على معدل فائدة ثابت سنويا، أو لمساهمة في رأس مال الشركة المصدرة والحصول

على أرباح، كما قد تكون هذه الإصدارات الجديدة بغرض التوسع وزيادة رأسمال الشركة أو عند تأسيس شركات جديدة. " إذن هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية - السهم أو السند - والمكتتب الأول فيها، حيث تنشأ بين المقترض والمقرض نتيجة مبادلة المال السائل - النقد - بمال ورقي - السهم أو السند - وفي هذه الحالة فإن السوق الأولية هي تلك السوق التي تتحول فيها المدخرات الخاصة إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل"². " ويتم تداول الأوراق المالية في

¹ وليد صافي، انس بكري، مرجع سابق، ص: 34.

² مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 71، 72.

هذه الأسواق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية وبيوت السمسرة، والتي تعتبر الوسيط بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية وبين الجهة المقررة إصدار الورقة المالية¹. تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة المالية، إذ التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى ومحفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية².

2 السوق الثانوي: ويمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق الأولي، ويعد السوق الرئيسي للأوراق المالية المرجح لنمط النشاط الاقتصادي والمالي في الاقتصاديات المعاصرة... وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم تداول "بيعا وشراء" على الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا لشركة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر وباتجاهين ودون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية³. وتنقسم كذلك السوق الثانوية إلى:

1-2 أسواق الأوراق المالية المنظمة - أسواق ثانوية منظمة - وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تصنعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد، ومن أمثلتها بورصة نيويورك، لندن، طوكيو والقاهرة⁴.

كما تدعى بورصات الأوراق المالية ويميز بكونه موقعا جغرافيا محددًا لتداول الأوراق المالية بيعا وشراء بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف ومواقيت محددة بالقانون محاط بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر⁵.

¹ رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص: 22.

² ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة -، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص: 121.

³ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 73.

⁴ صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 23.

⁵ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 241.

نلاحظ مما تقدم ذكره أن الأسواق الثانوية التي تأخذ الشكل المنظم تدعى بورصات الأوراق المالية أو بورصة القيم المنقولة¹. نظرا لما لها من إجراءات ولوائح قانونية تحكم وتنظم معاملاتها وتحدد دور الوسيط فيها، فضلا عن وجود هيكل مادي تقام على مستواه هذه السوق دون إغفال ضرورة تسجيل وتقييد الأوراق المالية التي تصدر عن الشركات في بورصات الأوراق المالية.

وعليه يمكن أن نعرف البورصة على أنها سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب².

2-2 أسواق ثانوية غير منظمة: هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي، أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا، حدود السوق ويتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير، كما يطلق عليها اسم السوق الموازية، حيث يختص مجموعة من التجار ببيع وشراء هذه الأوراق بواسطة شبكة اتصالات والهاتف والفاكس تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار ويعتبر هؤلاء التجار بمثابة صناع السوق Market Maker للجملة والمفرد³. كما تدعى المعاملات التي تتم على مستوى هذه السوق بالمعاملات فوق الطاولة " Over The Counter " OTC " وذلك لتميزها عن المعاملات التي تتم في السوق المنظمة، " ومن ابرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة سوق ناسداك

NASDAQ الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الالكتروني National

Association of Securities Dealers Automated Quotation System. وتتعامل

NASDAQ بأسهم ما يقارب 5400 شركة منها شركات التقنية العالمية، وتمثل سوق التجار Dealers Market حيث يوجد أكثر من 500 تاجر يعدون من صناع السوق، يبيعون ويشترون

¹ بن ثاب علال، الأسواق المالية في ظل العولمة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير قسم علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2002، ص: 09.

² وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 227.

³ أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص: 124 ، 125.

لحسابهم الخاص ولغيرهم ولا يتفاضون هوامش بل يحققون فروقات ويتعاملون إلكترونياً، وبذلك هم يحققون أرباح جراء فرق البيع والشراء Spread وكذلك يحققون عائد آخر نتيجة لتغيرات الأسعار

للأوراق المالية التي لديهم ويجري نشر المعلومات والأسعار بنظام عالي الأتمتة Highly Automated¹.

2-3 السوق الثالثة: هي جزء من السوق غير المنظمة، ويتولى التعامل بالأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة "البورصة" أو غير المسجلة فيها من طرف بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، ويتميز تداول الأوراق المالية بانخفاض العمولات التي يتم دفعها لإجراء تلك العمليات وذلك بالمقارنة بالعمولات المرتفعة التي يتم دفعها عند إجراء التعاملات من خلال البورصة "أسواق الأوراق المالية المنظمة"، ويعود هذا الانخفاض في العمولة بصورة رئيسية إلى عدم التزام وكلاء الأوراق المالية بالسوق غير المنظمة بتقاضي حد أدنى من العمولة كما هو الحال في بورصة الأوراق المالية².

2-4 السوق الرابعة: ويقصد بها المعاملات التي تتم بين المؤسسات الاستثمارية الكبرى وقطاع العائلات الذين يتعاملون فيما بينهم بدون وسطاء، وتكون المعاملات بحجم كبير، ويتم إبرام الصفقات بواسطة شبكة اتصالات إلكترونية بسرعة وبتكلفة أقل والهدف من استبعاد دور الوسطاء هو تقليل العمولات التي تدفع للسماسرة لتخفيض تكاليف الصفقات الكبيرة، وما يميز هذه السوق هو السرعة في إتمام الصفقة وبتكلفة أقل الأمر الذي يجعلها تنافس أسواق الأوراق المالية المنظمة.

المطلب الثالث: قواعد وآليات التعامل في أسواق الأوراق المالية

من خلال هذا المطلب نحاول التعرف على العمليات التي يتم من خلالها تداول الأوراق

المالية، وكذا أوامر أسواق الأوراق المالية وأنظمة التسعير فيها.

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 78.

² سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر، 2001، ص: 94.

يتم التداول في سوق الأوراق المالية من خلال نوعين من العمليات وهما:

1 - عمليات عاجلة: وتتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، وبذلك يلتزم المتعاملين في السوق العاجلة بأن يسدد فورا ثمن الأسهم أو أن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة واستلامه ثمنها¹.

ويعمد المتعاملون إلى مثل هذه العمليات بشراء أو بيع الأوراق المالية للاحتفاظ بها بغية الحصول على إيرادات من خلال توظيف رؤوس أموالهم، أو بنية المضاربة على ارتفاع الأسعار، فيحصلون على فارق في السعر بين ثمن الشراء و ثمن البيع، وأخيرا لتوفير السيولة المطلوبة عند عملية البيع الفورية².

وفي هذا النوع من العمليات يتطلب تحديد دقيق لعناصره حيث يجب تحديد أسعار الأوراق المالية محل التعاقد، نوع وحجم وصفة هذه الأوراق المالية سواء من جانب العرض أو الطلب وهذا لتسهيل إتمام العملية.

2 - عمليات آجلة: وهذه العمليات تختلف عن النوع الأول من العمليات حيث يتم إبرام الصفقة مباشرة " فورا " على أن يتم تسليم الأوراق المالية والأثمان في تاريخ لاحق يسمى " موعد التصفية ". ونظرا لأن في العمليات الآجلة تسليم واستلام الأثمان والأوراق المالية يكون بعد مدة زمنية من عقد الاتفاق وحتى لا يلحق أي ضرر بأحد المتعاملين فيها " فإن أنظمة البورصة اشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة نهائيا ويدعى هذا التأمين بالتغطية³.

وقد تكون هذه العمليات في شكل عمليات قطعية وهنا تكون قد حدد تاريخ تنفيذ الصفقة

نهائيا، ويسمى موعد التسوية النهائية، والشكل الثاني لها هي العمليات الشرطية.

¹ صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية - ، مرجع سابق، ص: 157، 158.

² بن ثابت علال، مرجع سابق ص: 16.

³ شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر - ، دار هوما، الجزائر، 1993 ، ص:

ثانيا: أوامر أسواق الأوراق المالية

وبقصد بأوامر السوق " التوكيل الذي يعطي لأحد الوسطاء لبيع وشراء أوراق المالية معينة، وتبقى صالحة طيلة الجلسة التي أعطيت خلالها ما لم تك هناك اتفاقية تعليمات تخالف ذلك"¹.

الأمر يتضمن ملاحظات عامة " بيع أو شراء، تسمية وعدد الأصول المطروحة للتفاوض " وملاحظات خاصة تتعلق بمدى الزمني لصلاحيته الأمر وشروط السعر الواجب مراعاتها عند تنفيذ الأمر.² ويستطيع صاحب الصفقة أن يحدد السعر الذي يرغب أن تتم به هذه العملية من خلال أوامر عديدة، من أهمها:

1 -الأمر بالسعر الأحسن: وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتم بموجبه الصفقة بل يترك تقدير السعر الملائم إلى السمسار الذي يقوم بانتهاز الفرصة لاختيار أحسن سعر، لأن السمسار يفضل عادة تنفيذ العملية في البورصة حال استلام الأمر.³

2 -الأمر بالسعر المحدد: وهو الأمر الذي يتم بموجبه تحديد العميل للوسيط أو وكيله مسبقا سقف السعر الذي يجب أن يشتري ويبيع به فيحدد السعر الأعلى في حالة الشراء، كما يحدد السعر الأدنى للسعر في حالة البيع، فيقوم العميل المشتري بتقديم أمر لوكيله بتنفيذ الصفقة إلا إذا كانت الأسعار معادلة أو أقل من السعر المحدد في الوقت الذي يعطي العميل البائع أمر بالبيع إذا كانت الأسعار معادلة أو أكثر من السعر المحدد.

3 -أوامر الإيقاف: وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر الإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك الأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر

¹ صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سابق، ص: 17.

² Roland Portait, Patrice Poncet, finance de marché (instrument de base, produits, dérivés portefeuilles et risques), édition dollaz, paris, 2008, P 260.

³ شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص: 48.

معين أو يتعداه (صعوداً أو هبوطاً) مختلفاً في ذلك عن الأمر المحدد الذي لا يفقد إلا عند سعر معين.¹

أي هو الأمر الذي يعطي الأمر بالشراء إذا ارتفع السعر إلى مستوى معين أو زاد عنه وفي هذه الحالة يصبح أمر مع التوقف عن الشراء قابلاً للتنفيذ عن وصل السعر المستوى المحدد أو ارتفع عنه، وذلك بغرض الحد من الخسارة، كما يصبح أمر التوقف عن البيع قابلاً للتنفيذ إذا وصل السعر عند المستوى محدد وانخفض عنه وهذا بهدف تحقيق أرباح معقولة.

4 - الأمر بالسعر التقريبي: هو أكثر مرونة بالنسبة للسعر الثابت، ويترك العميل للوسيط حرية تنفيذ الصفقة بالسعر بأعلى بقليل من السعر المطلوب عند الشراء وادنى بقليل من السعر المطلوب عند عملية البيع.²

5 - أمر السوق: يعتبر أمر السوق أكثر أنواع الأوامر شيوعاً واستخداماً في أسواق الأوراق المالية، حيث يترك تحديد السعر من خلال العرض والطلب على الأوراق المالية، بمعنى على المستثمر أن يقوم بتحديد سعر الصفقة وإنما يطلب من الوسيط القيام بعملية الشراء والبيع للأوراق المالية بسعر السوق عند وصول الأمر.

6 - البيع على المكشوف: وهو عبارة عن عملية بيع ورقة مالية لا يملكها البائع بغية الاستفادة من أي انخفاض يمكن أن يطرأ على سعرها السوقي، ولأجل ذلك ينبغي على المستثمر البائع أن يقترض تلك الورقة من طرف لديه الرغبة والمقدرة على الإقراض، وهو بذلك يلجأ إلى احد السماسرة الذي يقوم بالترتيبات اللازمة واقتراض تلك الورقة المالية من مخزون الأوراق المالية التي يحتفظ به في حسابات شراء الائتمان لزبائنه مسجلة باسمه الخاص، ويقوم هذا السماسر ببيع الورقة المالية المقترضة في السوق المفتوحة للمستثمر الذي يرغب بالشراء.³

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 251 .

² وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 233 .

³ نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، لم تذكر دار النشر، سوريا، ط 3، ص: 82 .

بالإضافة إلى الأوامر السابقة يوجد أنواع أخرى منها¹.

1. الأمر بكل شيء أو لا شيء: هو أمر محدد الأجل وتنفيذه مرتبط بوجود طرف مقابل كاف في السوق، حيث أن المستثمر يرغب سواء في الحصول أو التخلي عن كامل الكمية المخصصة للبيع أو الشراء وفي حالة التعذر فلا شيء يقع، إن هذا النوع من الأمر يمكن من تجنب تجزئة العمليات مما يؤدي إلى خفض النفقات " مصاريف التحويل في كل عملية تجزئة".

2. الأوامر غير المنظمة: وهو نوع آخر من الأوامر في البورصة، حيث أن شروط تنفيذها أو عدم تنفيذها لا يمكن أن تراجع من طرف صاحب الأمر، ومن أهم أنواعه الأمر المرتبط ويجمع بين عمليتين متعاكستين في الاتجاه بيع أو شراء تجريان في نفس الجلسة حيث أن تنفيذ إحدهما مرتبط بتنفيذ الأخرى. أما الأمر المتدرج هو الأمر الذي يسمح للمتعامل بتجزئة شراء عدد من الأصول على عدد من البورصات أو الجلسات، بحيث يتجنب التأثير على أسعار الأصول إذا كانت بكمية كبيرة أو نظرا للسيولة المتوفرة.

ثالثا: أنظمة التسعير في أسواق الأوراق المالية

السعر في أسواق الأوراق المالية " هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهاءها في لوح التسعيرة"، و يعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة². " وتجنبنا لفروق كبيرة في الأسعار تتضمن أنظمة أسواق الأوراق المالية المختلفة عادة أحكاما خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض بشكل لا يتجاوز ر فيه نسب معينة تنص عليها لوائح تلك السوق"³.

ويتم تحديد سعر الورقة المالية في سوق الأوراق المالية بواسطة الطريقة التقليدية ويكون ذلك لفترات معينة أي دوريا، أو باستعمال الطريقة الحديثة للتسعير وهي التسعيرة المستمرة .

1- التسعير الدوري " التقليدي":

¹ Roland Portait, Patrice Poncet, op cit, p 262, 263 .

² شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 45 .

³ صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، مرجع سابق، ص: 159 .

في هذه الحالة لا يتحدد سعر الورقة المالية إلا بعد مبادلتها، حيث يتم التفاوض عليها

بإحدى النظم التالية:

1-1 التسعير بالمناداة : يجتمع الوسطاء في قاعة السوق وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسياً في حالة البيع.¹

1-2 التسعير بالمعارضة: وفيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.²

1-3 التسعير بالصندوق: حيث يضع الوسطاء عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص،

ويتولى إدارة الصندوق تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.³

2- التسعيرة الرسمية:

يمكن تعريفها بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة، هدفها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالي المقيدة بالتسعيرة.⁴

3- أنواع الأسعار التي تعلن عنها في أسواق الأوراق المالية:

يتم الإعلان في أسواق الأوراق المالية عن الأسعار التالية:⁵

- سعر الافتتاح: وهو أول سعر يحدد لورقة معينة بعد افتتاح البورصة.

- أعلى سعر للورقة المالية .

- أدنى سعر للورقة المالية .

- سعر الإقفال: وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 76 .

² شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 46 .

³ صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية - ، مرجع سابق، ص: 159 .

⁴ شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 46 .

⁵ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 77 .

المبحث الثالث: الأدوات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية وكفاءة السوق

إن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي سوق للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية والمعلومات ودخول عدد أكبر من المتعاملين، وتمثل تلك الأطراف الثلاثة دعائم أي سوق ناجح للأوراق المالية.¹ وفي هذا الإطار خصصنا هذا المبحث للتعرف على الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، وكذا الأطراف المشاركة فيها، وفي المطلب الأخير يتم التطرق إلى كفاءة هذه السوق.

المطلب الأول: الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية من أهم وسائل الاستثمار في سوق الأوراق المالية، فهي تمثل السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في هذه الأسواق، وتنقسم عادة إلى ثلاثة أقسام الأكثر والأوسع استخداماً وهي الأسهم العادية والسندات والأسهم الممتازة، بالإضافة إلى ما تم استحداثه في مجال الأوراق المالية " المشتقات المالية ". حيث تعرف الأوراق المالية على أنها صكوك طويلة الأجل تصدر عن شركات ومنشآت الأعمال، حيث تعطي لحاملها الحق في الحصول على أرباح إذا تحققت أو فوائد سنوية. وتنقسم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية عادة إلى أسهم عادية، سندات وأسهم ممتازة.

أولاً: أسهم عادية

1 تعريف السهم العادي: يعرف السهم العادي على أنه " وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً واجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.²

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 19 .
² محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم، سندات، أوراق مالية - دار حامد، الأردن، 2006، ص:

ويمثل السهم مستند ملكية له قيمة اسمية وهي القيمة المدونة على السهم، أما القيمة

الدفترية فتتمثل في القيمة الاسمية مضافا إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة " ولا تتضمن الأسهم الممتازة " مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق.¹

كما أن للسهم قيمة تصفوية يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية أموال المشروعات أي هي نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد حقوق الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة.²

2 خصائص الأسهم العادية: لهذه الأسهم عدة خصائص منها³:

- إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة أي أكبر عدد ممكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون، وذلك لترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور ومقابلة بعض الاختيارات، كما تعتبر الأسهم العادية غير محدودة العمر والأرباح.

- لشركة المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك بشرائها من الحملة، كما يحق لأي مستمر بقدرات مالية عالية أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة عن طريق نشر إعلان الشراء ومراسلة حملة الأسهم من أجل تنازلهم عن أسهمه وهذا ما يعرف بـ " tender offer " .

- يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، كما أنها توزع بعد توزيع عوائد السندات والأسهم الممتازة.

كما يتمتع حملة الأسهم العادية بعدة حقوق أهمها⁴:

-الحق في انتخاب مجلس إدارة وفقا للنظام الأساسي للشركة.

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص: 13 .

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 204 .

³ جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأوراق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، جزء 2، ص: 9 .

⁴ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 22 .

حق الأولوية في الاكتماب في أسهم زيادة رأس مال الشركة.

حق الحصول على صافي أصول الشركة عند التصفية وبعد استثناء الحقوق الأخرى.

ولقد ظهرت في السنوات الأخيرة عدة مشاكل تخص العلاقة بين الملاك " حملة الأسهم "

والمسيرين "، منها مشكلة الوكالة *problème d'agence* ، حيث تقضي نظرية الوكالة أن يكون

المسيرين وكلاء لحملة الأسهم ويسعون لتعظيم منفعة هؤلاء الآخرين، لكن يحدث في مرات عديدة

تضارب للمصالح بين الفئتين وهذه المسألة وغيرها روجت لقضية من يتحكم في المؤسسة ؟ أهم

المسيرين أم الملاك ؟ وهذه القضية اصطلح عليها بـ " *Gouvernement d'entreprise* "

والتي تعني مجموع الآليات التنظيمية التي من شأنها الحد من التأثير على قرارات المسيرين لحماية

مصالح حملة الأسهم، ولقد وضعت عدة حلول لهذا المشكل مثل إيجاد مجلس إدارة فعال، التصويت

بالتفويض، حق شراء الأسهم من طرف المسيرين، حيث يعطي لهم الحق بشراء الأسهم مستقبلا

بسعر محدد مسبقا مما يحفزهم على تعظيم قيمة رؤوس الأموال الخاصة.¹

ثانيا : السندات

1 تعريف السند:

السند هو " ورقة مالية متداولة تمثل ديننا طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أي هيئة

أخرى وهو جزء من الدين الكلي لها"². حيث يعتبر بمثابة اتفاق بين المنشأة والمستثمر، وبمقتضى

هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول " المنشأة " والتي ترد بدورها المبالغ والفوائد

المتفق عليها في تواريخ محددة.³

2 خصائص السند:

يعتبر السند ورقة مالية طويلة الأجل.

يحق لحامل السند الحصول على عوائد سنوية ثابتة وفي تواريخ محددة.

¹ بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 7 .

² محفوظ جبار ، مرجع سابق، ص: 44.

³ حفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص: 21.

يعتبر حاملوا السندات دائنين بالنسبة للشركة فلهم الأولوية في الحصول على أموالهم أو جزء منها في حالة التصفية، كذلك في الحصول على عوائدهم قبل توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية. - إن تحديد سعر السندات التي تصدرها الشركة ملء حريتها، إذ أن الأمر يتعلق بين المدين والدائن، خلافا للأسهم التي تصدرها بقيمتها الاسمية.¹

ثالثا : الأسهم الممتازة

هي شهادات تصدرها الشركات للترودها برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذن تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من رأس مال الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية، وليس له تاريخ استحقاق.² غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة المسجلة في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.

رابعا: مقارنة بين الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية

تختلف الأوراق المالية التي تم التعرض لها باختلاف خصائصها وطبيعتها، إلا أن الهدف الأساسي لها هو إمكانية تداولها لتوفير التمويل اللازم، ومن خلال الجدول التالي سوف نعرض خصائص كل ورقة ونقارن بينها.

جدول رقم (01): مقارنة بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الورقة المالية	عامل المقارنة	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولا: الحق في الحصول على الدخل - من حيث الأسبقية	الدرجة الأولى في	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة	

¹ شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 27.

² محفوظ جبار، مرجع سابق، ص: 24.

مدخل عام لأسواق الأوراق المالية		الفصل الأول	
		السداد	من حيث مبلغ الدخل و العائد
المتبقي وغير محدد	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية - درجة الأسبقية - المبلغ
المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الأولى محدد	ثالثاً: الحق في استرداد القيمة - تاريخ الاستحقاق
المتبقي وغير ملزم	" القيمة الاسمية " غير ملزم	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر، ص: 40.

يوضح الجدول السابق أن الأسهم الممتازة هي خليط أو هجين بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على العائد قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات، وكذا عند التصفية، كذلك تشبه الأسهم العادية في أن كلاهما يعتبر أداة ملكية

ليس لها تاريخ استحقاق محدد وتدفع توزيعات بعد الضريبة وتعتبر بحكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.

خامساً: المنتجات المالية المستحدثة " المشتقات المالية "

لقد دخلت الأسواق المالية أدوات مالية جد متطورة وأصبحت تلك السوق لا تقتصر على الأدوات التقليدية مثل أسهم والسندات¹. وجاء تحديث وتطوير الأوراق المالية المتداولة استجابة للتغير في شروط بيئة النشاط الاقتصادي وانعكاسات التقدم التكنولوجي والمعلوماتي. وقد عرفت

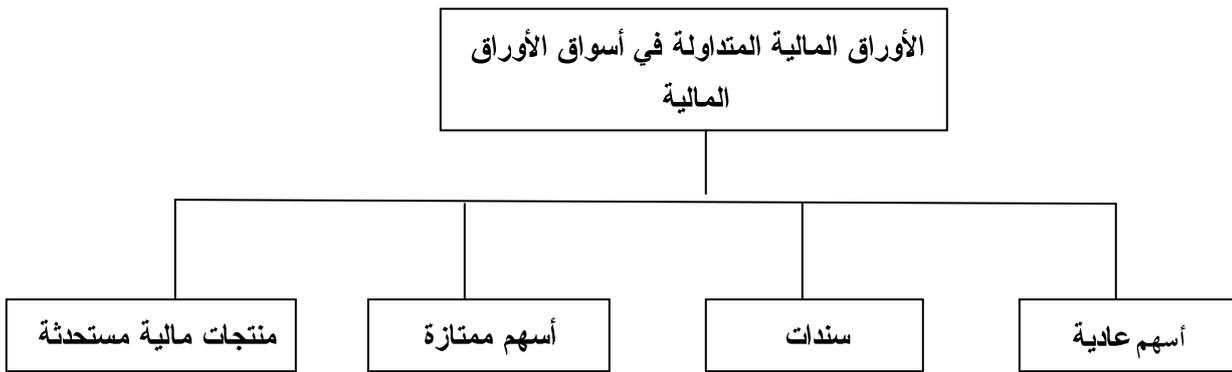
¹ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 88.

الصناعة المالية أشكالاً متنوعة وأبعاداً واسعة لعمليات التطوير، نظرت العديد من الأدوات المالية

الجديدة نجد

منها " المشتقات المالية " بأنواعها المختلفة، صكوك شراء لأسهم المؤسسات واتجاهات جديدة في الأوراق المالية التقليدية " أسهم والسندات " وسوف نتطرق إلى هذه الأدوات بالتفصيل في الفصل الثاني.

شكل رقم (03): الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية



المصدر، عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 15 .

يشير الشكل المقدم أعلاه إلى الأنواع المختلفة من الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصات والتي تتمثل أساساً في الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بالإضافة إلى ما تم استحداثه من منتجات مالية متطورة.

المطلب الثاني: الأطراف المتدخلة في أسواق الأوراق المالية

إن الأطراف الأساسية المشاركة في سوق الأوراق المالية هي الوحدات التي تقوم بإصدار أوراق مالية وتطرحها للاكتتاب فيها، والوحدات التي تقوم باستثمار فوائدها المالية في هذه الأسواق، بالإضافة إلى توافر وسطاء ماليين ومجموعة من الهيئات والتنظيمات التي تتم بواسطتها عمليات هذه السوق، وهذا ما سوف نفضله في الآتي:

أولاً: لجان - هيئات - تنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية

نظرا للأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وما تعكسه هذه الأخيرة على تطور

الاقتصاد في أي دولة، أصبح من الضروري العمل على تنظيم العمليات التي تتم على مستوى هذه السوق وحمايتها، فضلا على ضمان استمرارية وانضباط عملياتها، وهذا من خلال سن ووضع قوانين وتنظيمات وإجراءات تسهر على سلامة العمليات على مستوى أسواق الأوراق المالية وأوراق المالية المتداولة فيها، ووضع قوانين التفتيش والرقابة حيث تختص بتطبيق هذه الإجراءات والقوانين هيئات تنظيم ومراقبة البورصة تعمل على حسن سير نشاط البورصة وتحدد شروط الانضمام إليها، وتختلف هذه الهيئات أو اللجان كل حسب الوظائف التي تقوم بها، ونذكر منها: لجنة البورصة، الجمعيات العامة، هيئة التحكيم وفض المنازعات. وتختلف هذه الهيئات من دولة إلى أخرى ، فنجد مثلا :

- في الولايات المتحدة الأمريكية: لجنة بورصة الأوراق المالية The securities exchange commission .

- في بريطانيا: مجلس الاستثمار والأوراق The securities and investement board .

- في فرنسا: لجنة عمليات البورصة Commission des opération .

- في الجزائر : لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة.

ثانيا: المتعاملون في أسواق الأوراق المالية

يعتبر النشاط الأساسي لسوق الأوراق المالية هو التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، لذا

فإن المتعاملين في هذا المجال هم إما وحدات عارضة للأوراق المالية والتي تتمثل أساسا في " الحكومة،

مؤسسات الأعمال "، والوحدات الطالبة تتمثل في الوحدات المقرضة "مؤسسات، العائلات " ومن بينهم:

1 -الأفراد : يتمثل في الأفراد الذين يستثمرون في البورصة فوائضهم المالية في شكل مدخرات مالية.

2 المستثمرين التأسسيين. تعتبر هذه الفئة من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في

معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخارات نحو البورصة، إذ تمثل أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية¹. ومن أهم هذه المؤسسات نذكر²:

■ البنوك: تعد البنوك التجارية أهم متعامل في قلب السوق الدولية لرؤوس الأموال ليس فقط لأنها تتكفل بنظام الدفعات ولكن لأنها تلعب غالبا دور الوسيط، وأهم نشاط للبنوك التجارية يتعلق بتحويل الأقساط وتتدخل في البورصة كوسيط لضمان نجاح العمليات مقابل الحصول على عمولات.

■ المؤسسات المالية غير المصرفية " شركات التأمين، صناديق التقاعد والصناديق المشتركة للاستثمار": إن هذه المؤسسات أصبحت خلال هذه السنوات من أهم المتعاملين في السوق الدولية لرؤوس الأموال مع أنها لا تمنح إلا القليل من القروض ولا تحصل إلا على القليل من الودائع لأجل، فنشاطها الأساسي يتمثل في شراء الأصول مستفيدة في ذلك من انفتاح الأسواق الوطنية.

3 -المؤسسات الصناعية والتجارية: تعتبر هذه المؤسسات من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، ويكون تدخلها بغرض الحصول على رؤوس الأموال عند الحاجة أو لتحقيق عوائد إضافية.

4 -الشركات الكبرى: وخاصة متعددة الجنسيات فهي تمول بانتظام استثماراتها لجلب رؤوس الأموال الأجنبية مما يساعدها لدخول مباشرة وبطريقة متزايدة في أسواق الاوراق المالية³.

5 -مستثمرون آخرون: بالإضافة إلى المتدخلين الذين سبق ذكرهم يمكن أن نضيف:

■ الهيئات الحكومية: تعتبر من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، خاصة في أسواق السندات لأن السندات الحكومية اقل مخاطر من السندات الأخرى حيث تصدر هذه السندات لتمويل العجز في الميزانية العمومية للدولة أو تمويل مشاريع عامة.

¹ جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، 2002، الجزء 3، ص: 19.

² Paul Krugman, Maurice Obstfeld, Economie internationale, Pearson éducation, france, 2006, P 627.

³Ibid, P 627.

= مؤسسات وهيئات ذات أهداف غير ربحية. وهي المؤسسات التي تقدم خدمات ونشاطات

ثقافية، رياضية واجتماعية، بهدف تحقيق المنفعة العامة، حيث تستطيع أن توظف ما لديها من فوائض مالية واستثمارها في سوق الاوراق المالية.

ثالثا: الوسطاء الماليون

يلعب التنظيم والتحكم في إدارة أسواق الأوراق المالية دورا رئيسيا ومهما في نجاح وتوسع البورصات العالمية بصفة خاصة والأسواق المالية العالمية بصفة عامة، إذ يقوم الوسطاء بتنشيط البورصة بملاقة البائعين والمشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم¹.
 إذن الوسيط المالي هو الشخص المرخص بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، ويقوم بأعمال محددة تهيؤه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدماته²، سواء المتعلقة ببيع وشراء الأوراق المالية أو تقديم النصيحة والمشورة للمتعاملين، تسيير المحافظ المالية للمتعاملين. ويلجأ المتعاملون إلى الوسطاء للحد من تكاليف المعلومات والصفقات التي تهم المستثمر نظرا لخبرته الكبيرة وتخصصه، كما أن جمع عدد كبير من الصفقات لكي تنفذ من خلال وسيط واحد هذا سوف يقلل من تكاليفها، إذا ما نفذت منفردة.

المطلب الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية

سوف نتناول في هذا المطلب كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث يتم التعرض إلى مفهوم الكفاءة وأشكالها المختلفة ومتطلبات السوق المالي الكفاء.

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية الكفاء

1- تعريف سوق الأوراق المالية الكفاء

¹ جبار محفوظ، مرجع السابق، ص: 4 ، 5.
² محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 41.

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي نلصقها إحدى

المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم¹.

فإذا حدث وأن الأسعار تتعدل بسرعة وبدقة عندما ترد أي معلومات جديدة، فإن السوق يتصف بالكفاءة، وأن السعر الجاري يعكس تماما المعلومات التي ترد إلى السوق ويسمى بالسعر العادل².

وعلى ذلك يمكن القول أن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني أن السوق تكون في حالة توازن بحيث تعكس أسعار الأسهم فيها بوضوح وبدون تحيز جميع المعلومات المتاحة للمستثمر بحيث يمكنه من تكوين أفضل محفظة للأوراق المالية، ولا يتمكن المستثمر في ضوء ذلك من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة معرفته بهذه المعلومات³.

وترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية ببعدين أساسيين هما⁴:

▪ **البعد الأول:** ويتمثل في مدى توافر المعلومات للسوق ومدى سرعة توافرها.

▪ **البعد الثاني:** يتمثل في مدى استجابة السوق لهذه المعلومات ورد فعله اتجاهها، وذلك بدراسة أثرها على أسعار الأوراق المتداولة والعائد منها.

كما توجد مجموعة من الشروط التي يجب توفرها في السوق لكي تتسم بنوع من الكفاءة⁵:

- أن تسود سوق الأوراق المالية حالة من المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين وتتوفر لديهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى لا تقل فرص نشوء الاحتكار.

- أن تتوفر سوق الأوراق المالية على خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها.

¹ صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 24.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 183.

³ عصام فهد العريبي، مرجع سابق، ص: 51.

⁴ المرجع سابق، ص: 47، 48.

⁵ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 46، 47.

أن لتوفير سوق على وسائل و قنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة و تلبية حول

السعر و حجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض و الطلب في الحاضر و المستقبل.

- توفر عنصر الشفافية و بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة و ما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين و بشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات.

- توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول و عرض أوامر تنفيذ الصفقات، ذلك بالإضافة إلى مجموعة متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النصح و الاستشارة للمتعاملين في السوق و مساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع و الشراء.

- كما يشترط أن تكون للسوق المالية و المتعاملين فيها هيئة مشرفة تعرف بهيئة إدارة السوق، و لكي تتوفر هذه الهيئة يشترط فيها أن تكون محايدة أولاً و مكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً.

2- الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية¹:

يتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة و صحيحة كافة المعلومات المتاحة و المتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، ففي ظل السوق الحرة التنافسية فإن أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة، و أن تلك الأسعار يتم تعديلها بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديدة، و لكي تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق يجب توافر:

- تماثل المعلومات بين جميع المتعاملين و بدون تكلفة.

- لا توجد أي قيود على التعامل مثل ضرائب تكاليف التعامل.

- هناك عدد كبير من المستثمرين في السوق.

- يتصف المستثمرين بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة.

لكن في الواقع العملي تتواجد تكاليف معاملات كما توجد ضرائب، و هذا ما يجعلنا نشير

إلى الكفاءة الاقتصادية حيث يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق

¹ عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و سواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص ص: 58، 56.

وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، وقد تكون القيمة السوقية للسهم أعلى

من قيمته

الحقيقية لبعض الوقت. ويعكس الشكل رقم (04) مفهوم الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة حيث يمكن أن نتصور طريقة استجابة " أو حركة " الأسهم في السوق نتيجة وصول معلومات جديدة خاصة بالشركة صاحبة السهم أو خاصة بالسهم ذاته سواء هذه المعلومات جيدة أو غير جيدة ويوضح هذا الشكل أنه في اليوم الذي تصل فيه المعلومة إلى السوق ذات الكفاءة سوف نلاحظ زيادة مباشرة في سعر السهم ليصل إلى 33 وحدة نقدية في نفس اليوم - بينما كان 30 وحدة نقدية - إذا كان سوق كفاء بالكامل، أما إذا كان السوق يتصف بالكفاءة الاقتصادية فإن وصول المعلومات إلى السوق سوف يحتاج إلى بعض الوقت لتحليلها وتفسيرها إذ يتضح هناك ارتفاع بطيء في سعر السهم استجابة إلى هذه المعلومات، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وتحليلها إلى أن يحدث ارتفاع في سعر السهم وبذلك تكون قيمة السهم السوقية أقل من قيمته الحقيقية، ومن هنا تحصل مجموعة من القرارات الاستثمارية المتعلقة بالسهم مما يؤدي إلى زيادة الطلب على هذا السهم فترتفع أسعاره إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية والمحددة بـ 33 وحدة نقدية كما هو مبين في الشكل.

الشكل رقم (04): التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية

قيمة السهم

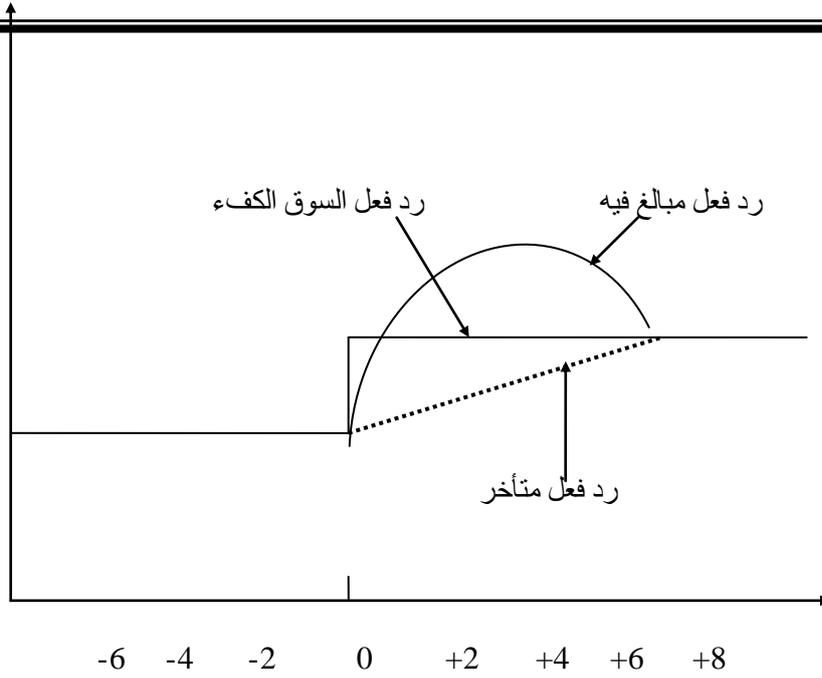
60

50

40

33

30



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 137 .

ثانيا: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

تضمن السوق الكفاء تخصيص الموارد المتاحة بشكل كفاء، وذلك بتوافر سمتين أساسيتين هما¹:

1 - كفاءة التسعير: يطلق عليها بالكفاءة الخارجية ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة بحيث تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة.

2 - كفاءة التشغيل: ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، ودون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح لتجار والمتخصصين فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها.

ثالثا: الصيغ - أشكال - المختلفة للسوق الكفاء

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات وهي²:

¹ المرجع السابق، ص: 59 ، 60 .

² عصام حسين، مرجع سابق، ص: 34 .

1 - فرضية الصيغة الضعيفة: التي تفصي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من

تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن محاولة التنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

2 - فرضية الصيغة المتوسطة: التي تفصي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات " الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة،... الخ " وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بتحليل تلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

3 - فرضية الصيغ القوية: وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة 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 للاستثمار.

جدول رقم (02): أنواع صيغ كفاءة أسواق الأوراق المالية

أنواع صيغ الكفاءة	انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية	
1	الصيغة الضعيفة	الأسعار السابقة للأوراق المالية
2	الصيغة متوسطة القوة	جميع المعلومات متاحة
3	الصيغة القوية	جميع المعلومات العامة والخاصة

المصدر: إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 45.

يظهر الجدول الموضح أعلاه تباين الكفاءة واختلافها في سوق الأوراق المالية باختلاف

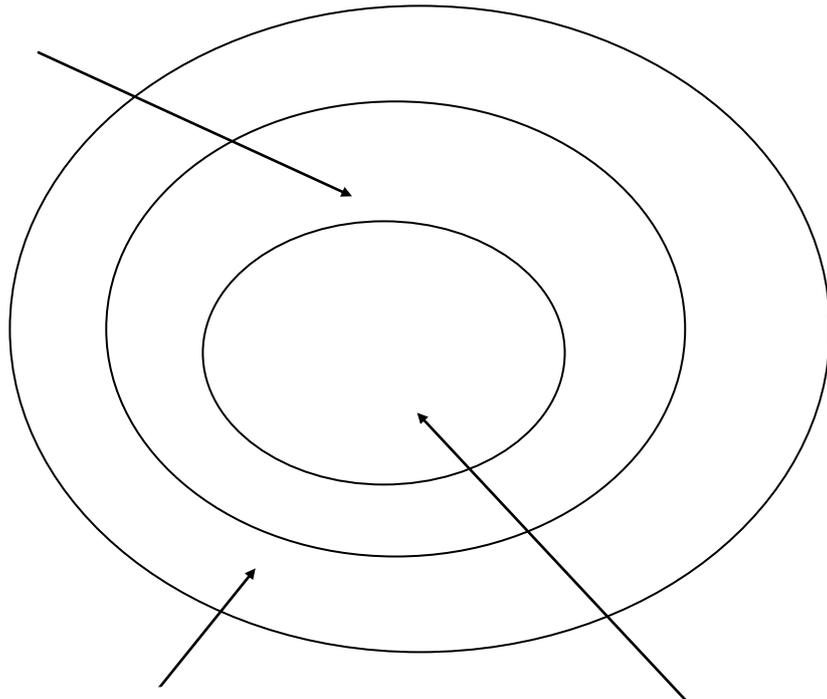
المعلومات المتاحة والمتوفرة في السوق، بحيث تفصي المعلومات التاريخية والسابقة التي طرأت

على السهم من شأنها أن تؤثر على سعره وبالتالي على قرار الاستثمار فيه، كذلك كما هو الحال في الصيغتين المتوسطة والقوية.

كما يمكن إظهار المستويات الثلاثة لكفاءة السوق من خلال الشكل التالي، حيث يظهر أن الفروض الثلاثة حول كفاءة الأسعار تتداخل إلا أنها تظهر مختلفة في درجة الكفاءة ونظرتنا حول كفاءة السوق تبدأ من الفرضية الضعيفة وتنتهي بالفرضية القوية.

الشكل رقم (05): المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم

فرض الصيغة المتوسطة لكفاءة
السوق يفترض أن كل المعلومات
العامة سوف تعكس الأسعار
السوقية للأسهم.



فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق يفترض
أن المعلومات سوف تعكس الأسعار
السوقية للأسهم.

فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق التي يفترض أن تعكس المعلومات التاريخية الأسعار السوقية للأسهم.

المصدر: مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 53

رابعاً: المعلومات وأسواق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية* وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس العناصر الآتية

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

يعتبر إدراك وتفهم مصادر المعلومات عنصراً أساسياً حتى يمكن للمدراء التعايش مع مختلف هذه المعلومات وعموماً مصادر المعلومة تتمثل في مصدرين بالنسبة للمؤسسة وهما¹:

1. مصادر داخلية للمعلومات:

ومصدرها يكون من داخل المؤسسة كالقرارات المنتظمة وغير المنتظمة التي تعدها الإدارات المختلفة بكمية كبيرة من المعلومات الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل يمكن استخدامها في تجميع المعلومات إضافة إلى هنا نجد مصدراً إضافياً للمعلومات ممثلاً في العمال حيث يقدمون معلومات بطريقة غير رسمية، فالمحادثة غير الرسمية مع العمال خلال فترة الراحة عن السياسات والمعدات الجديدة أو القديمة يمكن أن تقدم معلومات جيدة ومفيدة، كما لا ننسى المعلومات التي توفرها المحاسبة التحليلية وهي معلومات داخلية جد هامة تعتمد عليها المؤسسة في التسيير والإدارة.

2. المصادر الخارجية للمعلومات:

وهي معلومات تأتي من خارج المؤسسة ويمكن الحصول عليها من خلال:

* يمكن تعريف نظام المعلومات على أنه "مجموعة النظم الفرعية للأفراد والبيانات والإجراءات والمعدات والبرامج، كما يمكن تعريفه على أنه مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ أكتفا القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين"

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق أوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 86.

عملية شراء المعلومات من خارج المؤسسة . وهي عملية متكررة وضرورية مثل

المعلومات التي تتحصل المؤسسة من مكاتب البحوث والدراسات...إلخ.

- النشرات: وهي تلك المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات عن طريق الاشتراك في مجلات أو جرائد متخصصة.

مما سبق ذكره يتضح أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق الأوراق المالية وعدم تكافؤ المستثمرين أي المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالي الفعال وفي حالة عدم تكافؤ فرص الحصول المتعاملين على المعلومات في سوق الأوراق المالية تسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثلا يحوز كبار موظفي المؤسسة على معلومات معينة يستطعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص وذلك قبل نشرها في التقارير المالية

وبالتالي فعدم إلمام احد الأطراف في الصفقة بالمعلومات الكافية من شأنه أن يؤثر على

قراره فيما يخص بيع أو شراء الاوراق المالية، ويحدث هذا كذلك عندما يمتلك المقترض النهائي (بائع الاوراق المالية) معلومات لا يمتلكها أو لم توصل للمقرض النهائي (مشتري الاوراق المالية)¹.

المبحث الرابع: المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

إن قياس مدى كفاءة الأسواق المالية وأداء قطاعات اقتصادية معينة يرتكز على مجموعة من المؤشرات والمقاييس المستخدمة لهذا الغرض، واكتسبت هذه المؤشرات أهمية كبيرة في الوقت الذي تزايدت فيه عولمة العمليات المالية، حيث تساعد على التنبؤ بالحالة الاقتصادية مستقبلا وبالتالي إمكانية حدوث أزمات مالية ولهذا الغرض خصصنا هذا المبحث للتعرف على المؤشرات هذه الأسواق وأنواعها وكيفية بنائها واستخداماتها.

¹ Robert FERRANDIER, Vincent Koen, Marchés de Capitaux et Techniques Financières, édition ECONOMICA, paris, 4^{em} édition, 1997, P 24.

المطلب الأول: تعريف المؤشرات في أسواق الأوراق المالية وأنواعها

سوف نتناول في هذا المطلب تعريف المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية وأنواعها المختلفة.

أولاً: تعريف المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

ظهرت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير، والفرض الأساسي لتلك المؤشرات يقوم على تقديم مؤشرات يمكن استخدامها في التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته بين حالتها الصعود والهبوط، وقد انعكس ذلك على حجم عينة الأسهم التي تشملها تلك المؤشرات وطريقة الترجيح لأسهم العينة وكيفية حساب المتوسطات...، هذا وقد شهدت مؤشرات البورصات العالمية رواجاً هائلاً ليس بين المتعاملين في بورصات الأوراق المالية فقط بل بين الناس بصفة عامة والذين يرون فيها مؤشر للحالة الاقتصادية العامة، ويتم نشر هذه

المؤشرات بصفة منتظمة في كافة الجرائد والمجلات الاقتصادية وعلى الصفحات الاقتصادية الخاصة بالجرائد اليومية في كافة أنحاء العالم وقد حظي العديد من المؤشرات بالانتشار عالمياً¹. حيث تعددت تعريفات المؤشرات البورصية ومن بينها نذكر:

المؤشر هو " أداة لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية².
يمثل مؤشر سوق الأوراق المالية قيمة المحفظة في كل لحظة وتطورها ويسمح بتقدير مردود هذه المحفظة بين تاريخين وهو يعكس قيمة المحفظة تحتوي على عدد N من الأصول وبالتالي فهو يتميز بهذا العدد من الأصول يسمى محيط، وهو يؤدي ثلاث أدوار وهي³:

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص ص: 244 ، 245.

² وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 244.

³ Roland portait, Patrice poncet, op cit, P 273.

يمثل تطور مجموعة من قيم البورصة مما يسمح بقياس فعالية أي سوق ومقارنته بأسواق

مختلفة من حيث الفعالية.

- يمثل معيار لتقدير كفاءة المستثمرين والمسيرين وأدوات التسيير.

- تكوين حامل المنتجات المشتقة " العقود الآجلة، المبادلات والخيارات".

ويقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في الأوراق المالية - الأسهم - والتي

تعد من المعلومات الهامة والمفيدة التي يحتاجها المستثمرون في هذه السوق، إذ تتيح لهم تحديد

قرار الاستثمار في ورقة مالية دون غيرها أو في قطاع دون غيره.

ثانياً: أنواع المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

تصنف المؤشرات إلى عدة أنواع وذلك حسب معايير مختلفة، ومن أهمها :

1 حسب اختيار حجم العينة: ونقصد بحجم العينة ما إذا كانت هذه العينة مكونة من الأوراق

المالية تشمل جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق، " وهذه المؤشرات تقيس حالة السوق

بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJTA) * ومؤشر ستاندر أند بورز

S&P ومؤشرات قطاعية والتي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على

سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، ومؤشر ستاندر أند بورز لصناعة الخدمات

العامة"¹.

2 حسب طريقة الحساب²: وتوجد طريقتين للحساب باستعمال المتوسط الحسابي " أو الأرقام

القياسية"، ويسمى ذلك بمؤشر المتوسط الحسابي وباستعمال المتوسط الهندسي ويسمى بمؤشر

المتوسط الهندسي.

ويعطى القانون العام للمتوسط الحسابي على النحو التالي:

$$I(t) = \left(\frac{\sum c_i(t)}{\sum c_i(0)} \right) \times B$$

* DJTA : Dow Jones Industrial Average.

¹ عصام حسين، مرج سابق، ص: 36.

² بن ثابت غلال مرجع سابق، ص: 20، 23.

حيث:

B : المؤشر في سنة الأساس (100 أو 1000 ...) .

$c_i(t)$: الرسملة البورصية للورقة i محسوبة في الزمن t .

$c_i(0)$: الرسملة البورصية للورقة i محسوبة في الزمن $t = 0$.

أما المتوسط الهندسي فهناك بعض المؤشرات التي يتم حسابها باستعماله ويعطى بالصيغة التالية:

$$I(t) = \Pi (V_i(t) / V_i(0))^{1/n} \times B$$

حيث:

n : عدد الشركات الممثلة للعينة.

$(V_i(t))$: قيمة الورقة i في الزمن t .

$(V_i(0))$: قيمة الورقة i في الزمن 0 .

3- حسب طريقة الترجيح¹ :

▪ الترجيح على أساس الرسملة البورصية.

▪ الترجيح على أساس السعر.

▪ الترجيح المتساوي.

المطلب الثاني: كيفية بناء المؤشرات والاستخدامات الأساسية لها

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى كيفية بناء المؤشرات في أسواق الأوراق المالية باختيار

العينة ومن ثم تجميع مكونات هذه العينة، كما يتم التطرق إلى الاستخدامات الأساسية لها.

أولاً: كيفية بناء المؤشرات

1 - اختيار العينة الملائمة:

تعرف العينة بأنها مجموع الأوراق الملائمة المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن

تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي²:

¹ المرجع السابق، ص: 20.

² عصام حسن، مرجع سابق، ص ص: 41 ، 42.

الحجم. كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

- **الاتساع:** يعني أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات المشاركة في السوق، هذا إذا كان المؤشر يقيس حالة السوق ككل، أما إذا كان المؤشر خاص بقطاع معين حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من منشآت المكونة لذلك القطاع.
- **المصدر:** ويقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه أوراق المالية.

2- الأوزان النسبية في بناء المؤشرات

تعرف بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاث طرق لتحديد الوزن النسبي للسهم:

- **مدخل الترجيح بدلالة السعر:** يعد سعر السهم المعبر الرئيسي عن مساهمة المنشأة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فإن وزن السهم إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم

السوقي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر. وما يعاب على هذا الأسلوب "الترجيح بالسعر" بأنه يعكس حقيقة القيمة السوقية للمنشأة "أهمية المنشأة في السوق"¹.

و يعطى عادة بالعلاقة التالية:²

$$I(t) = B_0 \times \left\{ \left(\sum (c_i(t) / c_i(0)) \right) \right\}$$

B: مؤشر الأساس غالباً ما يكون 100 أو 1000

c_i(t): سعر الورقة i في الزمن t.

c_i(0): سعر الورقة i في الزمن 0.

¹ محمود محمد الداغر : مرجع سابق ص: 303.

² بن ثابت علان، مرجع سابق، ص: 21.

الترجيح بدلالة القيمة . يقوم هذا الأسلوب في الترجيح سهم شركة صمت المؤشر م

خلال القيمة السوقية الكلية " السعر × الكمية = القيمة " ، وبذلك فهي تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده، إذ أن القيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للمنشأة صاحبة الأسهم المدرجة في المؤشر، لذلك فإن المنشآت التي تتساوى قيمتها السوقية ويتعادل تأثيرها حتى وإن اختلف سعر السهم لكل منها.¹ كما يعطى هو الآخر بالعلاقة التالية :

$$I(t) = B_0 \times \left(\frac{\sum (N_i(t) / c_i(t))}{\sum (N_i(0) / c_i(0))} \right)$$

حيث

($N_i(t)$) : عدد الأوراق المالية الصادرة عن الشركة i في الزمن t .
 ■ مدخل الأوزان المتساوية: " وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر ر"².
 وبالتالي استثمار لنفس المبلغ في كل ورقة، " ويتم حساب الوزن النسبي المتساوي للأسهم من خلال ضرب سعر السهم × معامل الترجيح. ويعيب على هذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر، حيث يقتصر الترجيح على سعر السهم، بصرف

النظر على عدد الأسهم المتداولة منه بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير سعر السهم بالبورصة " ³.

ثانيا: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

نظرا للأهمية التي تكتسبها المؤشرات البورصية كونها أداة لقياس مدى كفاءة وتطور السوق المالي، بصورة عامة والقطاعات الاقتصادية بصورة خاصة، فضلا عن عكسها لدرجة تطور الاقتصاد، إذن يوجد العديد من الاستخدامات التي تهتم المستثمرين في السوق المالي، ونذكر منها⁴:

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 306.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص: 42.

³ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 249.

⁴ منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص: 248.

1 إعطاء فكرة عن أداء المحفظة المالية. يعتبر المؤشر انعكاساً لحركة كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق، وعليه يمكن للمستثمر تكوين فكرة عن التغيير في عائد محفظة أوراق المالية - إيجاباً وسلباً - عند معرفة اتجاه التغيير الذي حصل على المؤشر في السوق ذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى. وإذا كانت استثماراته كلها في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

2 -الحكم على أداء المديرين المحترفين : يستخدم أغلب المدراء والمسيرين لمحافظ الأوراق المالية أساليب في التنوع والتي يكون إلزاماً عليهم تحقيق عائد أعلى من متوسط عائد السوق وهو أساساً متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق والذي يعكسه المؤشر.

3 -التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: " إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو التحليل الأساسي*، فإنه يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني* تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ

عليه، إذا ما وصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ من التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق"¹.

4 تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات البورصية في قياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية " وهي المخاطر التي يمكن التحكم فيها بواسطة التنوع " وتقاس تلك

* التحليل الأساسي : ينصرف إلى التحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية السائدة بهدف التعرف على العائد المتوقع للشركة والمخاطر المصاحبة لذلك.

** التحليل الفني : ويهتم المحللين هنا بتحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على لورقة المالية وذلك لاكتشاف نمط التغيرات هذه ومن ثم يسمح بتحديد قيمة الأوراق المالية في المستقبل.

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص: 39.

المخاطر بمعامل الاحتمال بين معدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق

بصفة عامة .

ثالثاً: استعراض بعض المؤشرات الأشهر عالمياً:

إن الحديث على المؤشرات يرتبط بالأسواق المالية الدولية ويمكن أن نذكر أهمها في الآتي:

1- مؤشر داو جونز للصناعة " **Dow Jones Industrial** " ¹: يحتوي هذا المؤشر على 30 شركة في الولايات المتحدة الأمريكية، ويعتمد هذا المؤشر على ما يسمى بالوسط الحسابي الموزون بالسعر وهذا المؤشر يعتمد على سعر السهم في السوق وأنه يجب وضع أساس لأسعار في اليوم الأول (كيوم عمل) في السوق "عندما يهبط مؤشر داو جونز بمستوى 30 نقطة مثلاً فهذا يعني أن متوسط أسعار 30 شركة قد انخفض بـ 30 نقطة لأنه يعتبر دليل على الوضع العام للسوق، ويمكن أن يكون مفيداً عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء أي سهم ².

2- مؤشر ستاندر اند بورز " **s & p** ": يختلف مؤشر ستاندر آند بورز 500 عن مؤشر داو جونز في عدة جوانب، وهي أن ترجيح أسهم المؤشر يتم على أساس القيمة " أي أن المؤشر يأخذ في اعتباره عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى سعر السهم "، كذلك لا يعتبر مؤشر ستاندر اند بورز 500 متوسطاً بل رقماً قياسياً... ويعد مؤشر ستاندر آند بورز 500 من المؤشرات الملائمة لإدارة محافظ الاستثمارات التي تقوم بإنشائها المؤسسات المالية وقد تم تقديم هذا المؤشر منذ حوالي 51 عاماً ليضم

500 سهم، حيث يضم معظم الشركات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية الكبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية ³.

¹ وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 244، 245.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص: 37.

³ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 260.

وهذا المؤشر المستخدم يحتوي على العديد من الشركات في مختلف القطاعات وهي موزعة

كما يلي¹:

500 شركة

40	40	40	20
صناعية	خدمات	بنوك	نقل

وتجدر الإشارة إلى أن هناك ارتباط بين مؤشر ستاندر أند بورس 500 وبين أسواق المال العالمية

من خلال التدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول الذي ازداد في السنوات الأخيرة كنتيجة لاندماج أسواق الأوراق المالية العالمية مما يؤدي إلى ارتفاع معاملات الارتباط كلما زاد التكامل بين هذه الأسواق.

4- مؤشرات ناسداك 100 وناسداك المركب²: والتي يتمثل في شركات التكنولوجيا.

5- وتعتبر سوق لندن " London Stock exchange " من أكبر الأسواق المالية الدولية في

أوروبا حيث تعتمد هذه السوق على المؤشرات عديدة منها³:

▪ مجموعة فاينانشل تايمز " financial times acturies Ft " والتي تعتمد على قيم

السوق وتضم هذه المجموعة:

أ - كافة الأسهم: All Share وعدد أسهمه 700 سهم "ويشمل كافة الأسهم المتداولة

في بورصة لندن، حيث يعد هذا المؤشر مقياسا عاما للمحفظة الاستثمارية، ويمكن استخدامه

كمقياس لأداء محافظ الاستثمارات في الواقع العملي⁴.

ب- Ft وعدد أسهمه 700 الكبرى .

ج - Small cap وعدد أسهمه 250 سهم .

¹ وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 247.

² Roland portait, Patrice poncet, op cit , P 278.

³ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 195.

⁴ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 264.

Financial times ordinary share . ويقوم هذا المؤشر على أوزان متساوية بمتوسط

هندسي وعدد أسهمه 30.

6- مؤشر نيكاي **Nikei Stock Average** و **Topix**: وهو بنفس معدل أسعار أسهم

الشركات متعددة في اليابان وتصل هذه الشركات إلى حوالي 225 شركة عاملة داخل السوق

اليابانية طوكيو التي تأسست عام 1878، كما تعتمد هذه الأخيرة على مؤشر **Tokyo Stock**

Exchange Price Index ويقوم على القيم السوقية ويقيس كافة الأسهم المتداولة في أسواق

طوكيو أيضا ويبلغ عدد أسهمه 1800 سهم.

7- مؤشر **Cac 40**¹: يجمع بين 40 أصل من السوق بنظام شهري مختارة حسب انتماءاتها

القطاعية وأهمية رسملتها وتحولاتها، ويحسب بصفة مستمرة وينشر كل 30 ثانية خلال ساعات

التسعير في السوق.

$$\text{مؤشر cac40} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}} \times 100$$

خلاصة الفصل:

¹ Robert FERRANDIER, Vincent Koen, op cit, P 249.

مما لا شك فيه أن المستقبل الاقتصادي لأي دولة مرهون بعمل وكفاءة الأسواق المالية فيها، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كأداة من الأدوات المالية في ظل العولمة والنظام الدولي الجديد، إذ باتت أسواق الأوراق المالية حقيقة تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة . وما يمكن استنتاجه من خلال عرض هذا الفصل هو:

-تعتبر سوق الأوراق المالية جزءا هاما من مكونات سوق رأس المال والذي يهتم بالتمويل طويل الأجل، حيث تمثل موقعا لشراء وبيع الأوراق المالية وأصبحت تحتل مكانة كبيرة فهي تربط وحدات العجز بوحدات الفائض المالي في الاقتصاد المعني بطريقة مباشرة، وهذا ما يفسر تراجع الاعتماد الوساطة المالية من خلال عمل السوق النقدية.

-إن السوق الثانوية أو سوق التداول هي الموقع الحقيقي لسوق الأوراق المالية - بورصة الأوراق المالية - وتأخذ الشكل المنظم، فتمتع بمجموعة من القواعد والآليات والإجراءات عالية الدقة والتطور، وتسهر على تطبيقها هيئات ولجان مختصة، كما أن تنوع المتدخلين والمتعاملين فيها زاد من أهميتها الاقتصادية، فضلا عن توافر تقنيات ووسائل للتسعير بما يخدم المستثمرين.

مع ظهور التغيرات المتسارعة التي شهدتها الساحة الاقتصادية الدولية بدأت تظهر العديد من المستجدات الجديدة التي مست الأوراق المالية بغرض مواكبة هذه التطورات.

-لكي تحقق سوق الأوراق المالية أهدافها ووظائفها على وجه امثل يجب أن تتسم بدرجة مطلوبة من الكفاءة، ولتحقيق هذه الأخيرة يجب أن تتوفر لديها المعلومات المناسبة عن الأوراق المالية والشركات المصدرة لها، كما انه يصعب تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق، إذ يقبل بكفاءة اقتصادية والتي تضمن كفاءة تقويم الأوراق المالية ومن ثم اتخاذ قرارات الاستثمار.

تعتبر المؤشرات البورصية مؤشرات دالة على حالة السوق، فهي تقيم تعبير عن اتجاهات

حركة السوق وتعكس وضعية الاقتصاد الوطني ككل، فهي تعتبر من المتغيرات الهامة التي

تساعد في عملية التنبؤ بالحالة الاقتصادية مستقبلا.

تمهيد

شهد الربع الأخير من القرن العشرين وتحديدا عقد التسعينات منه العديد من التغيرات والتطورات العالمية السريعة والمتلاحقة التي حولت الاقتصاد العالمي إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف بفعل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، حيث أنتجت ما يسمى العولمة التي كان لها العديد من التأثيرات على جميع المجالات وخاصة الاقتصادية منها، إذ لم تعد العولمة خاصة الاقتصادية منها خيارا بقدر ما أصبحت تيارا جديدا يدعوا إلى تبني أفكار الانفتاح والمنافسة الحرة والتحول نحو اقتصاد السوق، فتكون الأسواق العالمية أكثر تحررا واندماجا مع بعضها البعض وهذا استجابة للتغيرات المعاصرة.

ومن أهم التطورات التي جاءت في ظل هذه الظروف، عمليات التجديد على مستوى أسواق الأوراق المالية في إطار تجديد ملامح الصناعة المالية العالمية، والتي مست العديد من جوانب هذه الأسواق سواء في آليات وطرق التعامل أو في منتجاتها حيث ظهرت " المشتقات المالية". لهذا سوف نحاول من خلال هذا الفصل التعرض إلى أهم التأثيرات التي تفرضها العولمة على الأسواق المالية، كذلك يتم التطرق إلى مظاهر التجديد المالي التي جاءت في إطار العولمة، وقد تم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث، فتم التعرض إلى عولمة أسواق الأوراق المالية وانعكاساتها في المبحث الأول وجاء المبحث الثاني بعنوان التجديد المالي وأثره على أسواق الأوراق المالية وأخيرا المبحث الثالث الذي تناول المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول: عولمة أسواق الأوراق المالية

تشير التطورات العالمية المعاصرة في الاقتصاد العالمي والتي مست جميع الجوانب الاقتصادية والسياسية والثقافية والتي تهدف إلى تحقيق المزيد من الاندماج والترابط بين مختلف الدول وهذا ما يندرج ضمن ما يسمى بالعولمة التي أوجدت بيئة عمل جديدة وخلقت أوضاعا اقتصادية مغايرة، وقد خصص هذا المبحث لدراسة هذه الظاهرة وبالتركيز على البعد الاقتصادي وتحديدًا شقها المالي.

المطلب الأول: ماهية العولمة الاقتصادية

إن العولمة هي ظاهرة لنظام عالمي جديد مست العديد من الجوانب وامتدت آثارها إلى العديد من الدول، حيث أثار مفهوم العولمة جدلا واسعا من حيث مفهومها وأبعادها وآثارها.

أولا: مفهوم العولمة الاقتصادية " تعريف ونشأة العولمة الاقتصادية "

1 - تعريف العولمة الاقتصادية

تتضح العولمة من خلال ديناميكية جديدة تبرز داخل العلاقات الدولية من خلال تحقيق

درجة عالية من الكثافة والسرعة في عملية انتشار المعلومات والمكتسبات التقنية والعلمية للحضارة، يتزايد فيها دور العامل الخارجي في تحديد مصير الأطراف الوطنية المكونة لهذه الدائرة المندمجة وبالتالي لهوامشها أيضا.¹

إلا أنه لم تتفق الآراء حول تعريف واحد وشامل لهذه الظاهرة نظرا لتشعب المحتوى

الفكري للمفهوم وتباين اتجاهاته الفكرية والانتماءات الأيديولوجية ولامتداده من ناحية مجالات التطبيق للعديد من الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية والمعلوماتية والسياسية، " وإذا أردنا أن نقرب من صياغة تعريف شامل للعولمة، فلا بد أن نأخذ في الاعتبار ثلاث عمليات تكشف عن جوهرها: العملية الأولى تتعلق بانتشار المعلومات بحيث تصبح متاحة لدى جميع الناس، والثانية تتعلق بإزالة

¹ خاطر طارق، قوى التغيير الإستراتيجية في مجال العمل المصرفي وأثرها على أعمال البنوك ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، الجزائر، 2005 / 2006 ، ص: 20.

الحدود بين الدول والعملية الثالثة هي زيادة معدلات التشابه بين الجماعات والمجتمعات والمؤسسات والدول¹.

ونظرا لتشعب وتعدد مجالات العولمة وتماشيا مع موضوعنا فسوف تقتصر دراستنا لهذه الظاهرة على المجال الاقتصادي والمالي لها، فقبل الوصول إلى العولمة المالية يتعين علينا التطرق إلى العولمة الاقتصادية وأنواعها والتي من خلالها يتدرج المفهوم نحو العولمة المالية. تظهر العولمة الاقتصادية أساسا في نمو وتعميق الاعتماد المتبادل بين الدول والاقتصاديات القومية، وفي وحدة الأسواق المالية، وفي تعميق المبادلات التجارية في إطار " نزعت عنه قواعد الحماية التجارية "، بحكم ما نتج من دورة الأرجواي للجات، وإنشاء منظمة التجارة العالمية وهذه الأبعاد الاقتصادية تبرز بوجه خاص من خلال عمل التكتلات الاقتصادية العالمية، ونشاط الشركات المتعددة الجنسيات والمؤسسات الدولية الاقتصادية، كالبنك العالمي وصندوق النقد الدولي وكذلك انتشار التجارة الالكترونية².

وفي إطار الاعتماد المتبادل يعرف صندوق النقد الدولي العولمة الاقتصادية على أنها تمثل زيادة الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين الدول مع تنوع وتكامل المعاملات التي تتم عبر الحدود، كما أنها تصف العمليات التي من خلالها تؤدي القرارات والأحداث والأنشطة التي تحدث في احد أجزاء العالم إلى نتائج مهمة للأفراد والمجتمعات في بقية أجزاء العالم³.

إن التعريفين السابقين يشيران إلى تحول العالم إلى مجموعة من العلاقات الاقتصادية المندمجة فيما بينها، والتي تزداد عمقا وتداخلا بتوحيد النظام الاقتصادي والاجتماعي في العالم كله تقريبا، حيث يتم تبادل الاعتماد بين دول العالم التي تتمتع بالتوافق الاقتصادي فيما بينها والذي يتعلق بكل السلع والخدمات والأسواق المالية ورؤوس الأموال، والخبرة التقنية والفنية وذلك لدفع

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2004/2003، ص: 18.

² حداد محمد، العولمة وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية " مع الإشارة إلى حالة الجزائر ومصر "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير تخصص نقود وتمويل، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص: 56.

³ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية " منظماتها، شركاتها وتداعياتها "، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر، ص: 18.

وزيادة حجم المبادلات التي تتم عبر الحدود من أجل تكريس العولمة على جميع المستويات والمعاملات.

كما يمكن تعريف العولمة الاقتصادية على أنها تحرر العلاقات الاقتصادية القائمة بين الدول من السياسات والمؤسسات القومية والاتفاقيات المنظمة لها بخضوعها للتقائمي لقوى جديدة، أفرزتها التطورات التقنية والاقتصادية، تعيد تشكيلها وتنظيمها وتنشيطها بشكل طبيعي على مستوى العالم بأكمله كوحدة واحدة¹.

إن تعني العولمة الاقتصادية بشكل عام اندماج أسواق العالم في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة وانتقال الأموال وانتقال القوى العاملة وانتقال الثقافات ضمن إطار رأسمالية حرية السوق وبالتالي خضوع العالم لقوى السوق العالمية بما يؤدي إلى اختراق الحدود القومية². تعتمد العولمة الاقتصادية على خمس قوى رئيسية وهي³:

- حرية الاستثمار في أي مكان في العالم: والتي اقترنت بحرية رأس المال الخاص في الحركة دون أي عوائق على المستوى العالمي.
- حرية إقامة الصناعة في انصب الأماكن لها في العالم: وذلك بغض النظر عن الجنسية أو السياسة لأي قومية.
- عالمية الاتصالات: التي ترتبت على تطور تقنيات وصناعة الأقمار الصناعية.
- عالمية المعلومات: والتي ترتبت على تطور وصناعة الكمبيوتر.
- عالمية النمط الاستهلاكي: وتعني حرية المستهلك في الشراء من المصدر الذي يختاره في العالم.

¹ عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية " واقع وتحديات"، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 14 و 15 ديسمبر 2004، ص: 3.

² هيفاء عبد الرحمان ياسين النكريتي، آليات العولمة الاقتصادية أثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار حامد، الأردن، 2009، ص: 229.

³ عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف - نظرة شمولية -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية " واقع وتحديات"، مرجع سابق، ص: 3، 4.

وهذه القوى متداخلة معا بطبيعتها ومتضافرة في تأثيرها على المستوى العالمي، فمثلا حرية إقامة صناعة في انسب مكان ارتبطت بحرية الاستثمار أو بحرية انتقال رأس المال، كما أن عالمية الاتصالات والمعلومات يسرت اتخاذ قرارات الاستثمار وانتقال رؤوس الأموال وأتاحت ترويج أساليب استهلاك معينة على المستوى العالمي وأتاحت للمستهلك حرية اختياره من أنحاء مختلفة من العالم.

فالعولمة لا تخرج عن كونها السمة الرئيسية التي يتسم بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي بدأ يتشكل في العقد الأخير من القرن العشرين والقائم على تزايد درجة الاعتماد المتبادل بفعل اتفاقيات تحرير التجارة العالمية والتحول لآليات السوق وتعميق الثورة التكنولوجية والمعلوماتية التي حولت العالم إلى قرية عالمية متنافسة الأطراف تخنفي فيها الحدود السياسية للدول القومية وينفق في إطارها الفاعلون الرئيسيون من دول وتكتلات اقتصادية ومنظمات دولية وشركات متعددة الجنسيات على قواعد للسلوك لخلق أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي وتكوين أشكالاً جديدة للعلاقات الاقتصادية العالمية بين الأطراف الرئيسية المكونة له والذي يعتبر في هذه الحالة الوحدة الاقتصادية الأساسية بكل ما فيها من متناقضات¹.

2- نشأة العولمة الاقتصادية²

إن العولمة الاقتصادية ليست بالظاهرة الجديدة ذلك لأن جذورها الأولى تمتد عبر التاريخ القديم، ومع اتجاه الأفراد والجماعات والدول فيما بعد إلى الاعتماد المتبادل والتكامل الاقتصادي من أجل زيادة قوتها وقدرتها وتأمين وتلبية احتياجاتها وتوفير متطلبات تطورها ومع تحقيق الفائض الاقتصادي، وفي إطار ذلك برز توجه البعض من الأفراد والدول والجماعات إلى السيطرة على البعض الآخر، وتمثل ذلك بشكل خاص في الإمبراطوريات القديمة التي سادت في فترات مختلفة وقامت الأقوى منها بالسيطرة على العالم المعروف لها في حينه...، وقد تطور الارتباط بين الدول

¹ عبد المطالب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص: 21.

² فليح حسن خلف، العولمة الاقتصادية، عالم الكتب الحديث، جدار للكتاب العالمي، الأردن، 2009، ص ص: 10، 12.

وازداد تكاملها واتسع اعتماد بعضها على البعض الآخر عبر الزمان وبفعل الحاجة إلى ذلك، وبفترات مختلفة وتبعاً لفترات التطور الذي رافقته وباختلاف الوسائل والإمكانيات المتاحة لتحقيقه. إن العولمة الاقتصادية وبالشكل الذي تحقق تعود بداياتها إلى العديد من المراحل التي تطورت من خلالها، والتي من أهمها مايلي:

- بدأت العولمة مع نشوء النظام الرأسمالي وتطورت مع تطوره وما افرزته من احتياجات ترافق هذا التطور وتسهم في تحقيقها، حيث أن بدايات العولمة الاقتصادية ارتبطت بالنظام الرأسمالي هذا، حيث أن انهيار النظام الإقطاعي الذي كان نظاماً مغلقاً من الناحية الاقتصادية وبدرجة كبيرة لم يكن يسمح بتوسيع النشاطات الاقتصادية، وبتطور الاقتصاديات ونموها نتيجة القيود والعوائق التي كان يفرضها هذا النظام، وبقيام النظام الرأسمالي على أنقاضه تم التوجه نحو الاكتشافات الجغرافية والتوسع التجاري، وهو الأمر الذي ارتبطت به الثورة التجارية ومن خلال الرأسمالية التجارية وذلك منذ بداية القرن الخامس عشر وحتى القرن الثامن عشر.

- وقد امتدت العولمة الاقتصادية من خلال الرأسمالية الصناعية وما تحقق عن طريقها من ثورة صناعية والتي بدأت منذ القرن الثامن عشر، حيث اقتضت هذه الثورة الحاجة إلى المستلزمات والمدخلات اللازمة للإنتاج الصناعي واستمرار التوسع فيه وتطوره، وكذلك الحاجة إلى الأسواق لتصريف المنتجات الصناعية وهو الأمر الذي اقتضى معه ضرورة توسع الدول في الاعتماد المتبادل فيما بينها وزيادة ترابطها من أجل تأمين متطلبات تحقيق الثورة الصناعية وتأمين ما يلزم لاستمرارها وتطورها.

- إن استمرار التطور الاقتصادي واتساعه وتحديدًا من خلال الثورة الصناعية أدى إلى زيادة الإنتاج بدرجة كبيرة ومن خلال استخدام وسائل وأساليب إنتاج تتيح ذلك، وهو ما تطلب زيادة المبادلات واتساعها بين الدول وزيادة حركة الأفراد ورؤوس الأموال عبر الحدود، حيث زادت درجة تشابك الاقتصاديات واعتماد بعضها على البعض الآخر خاصة منذ النصف الثاني من القرن التاسع عشر وحتى الحرب العالمية الأولى، وقد ساعد ذلك على التطور في وسائل وطرق النقل وانخفاض تكلفته.

▪ تابعت العولمة الاقتصادية تحققها في الفترة ما بين الحربين العالميتين لأن الانتعاش والاعمار الذي ساد في تلك الفترة وما رافقها من تطور اقتصادي وما تضمنه من بروز طبقة رأسمالية والتي أصبحت فيها المؤسسات المالية وأصحاب رؤوس الأموال هم الطبقة المسيطرة على عمل الاقتصاد، وهو ما ارتبط به نشوء شركات احتكارية تتركز لديها قدرات مالية ضخمة، وأصبحت الجهات المالية والمؤسسات والمصارف والرأسماليين هم المسيطرين على النشاطات الاقتصادية وهو الأمر الذي دفع إلى تدويل النشاطات الاقتصادية هذه من خلال عدم كفاية المجالات المحلية لاستخدام رؤوس الأموال التي زادت مقادير تجمعها وتركزها لدى الجهات المالية التي أصبحت هي الأساس في عمل الاقتصاد الرأسمالي.

وتتحدد العولمة الاقتصادية في نوعين رئيسيين هما:

▪ **العولمة الإنتاجية:**¹ تتحقق عولمة الإنتاج بدرجة كبيرة من خلال الشركات متعددة الجنسيات وتتم بدون وجود أزمات كما حدث للعولمة المالية وما صاحبها من أزمات وخاصة أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997، كما يلاحظ أن عولمة الإنتاج بدأت تقرر لنا أنماط جديدة من التقسيم الدولي للعمل ويمكن أن نرى ذلك في طبيعة المنتج الصناعي حيث أصبحت أي دولة مهما كانت قدراتها وإمكانياتها لا تستطيع أن تتخصص في منتج معين بالكامل مثلا السيارات التي يتم تجميعها في أكثر من دولة، وفي هذا الإطار أصبحت قرارات الإنتاج ومن ثم قرارات الاستثمار من منظور عالمي ووفقا لاعتبارات الرشادة فيما يتعلق بالتكلفة والعائد، وقد أتاح ذلك فرصا هائلة للكثير من الدول النامية يمكنها اغتنامها، وبالتالي اختراق السوق العالمي في كثير من المنتجات في ظل ما يسمى بعولمة الإنتاج التي هي جزء أساسي من العولمة الاقتصادية.

وتتبلور عولمة الإنتاج من خلال اتجاهين:

➤ **الاتجاه الأول:** عولمة التجارة الدولية: إن التجارة الدولية زادت بدرجة كبيرة خلال العقد

الأخير من القرن العشرين، بحيث بلغ معدل نمو التجارة العالمية ضعفي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، وتزايد هذا المعدل بحوالي 9% بينما تزايد الناتج المحلي الإجمالي

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص ص: 42، 45.

بنسبة 5 % فقط، كما بلغ معدل نمو التجارة العالمية 11.2 % لعام 2000 بينما الناتج المحلي الإجمالي لنفس العام بلغ 4.7 %، ويلاحظ أن التجارة العالمية يزداد تحريرها بشكل متزايد وتكتمل تلك العمليات الخاصة بالتحرير من سنة إلى أخرى، حيث دخلت أكثر من 95 % من التجارة العالمية عام 2002 .

➤ **الاتجاه الثاني:** الاستثمار الأجنبي المباشر: لوحظ ارتفاع معدلات نمو الاستثمارات الأجنبية المباشرة في بلدان العالم النامي ليصل في المتوسط إلى حوالي 12 % خلال عقد السبعينات، ويرجع ذلك إلى انتهاج العديد من البلدان آلية السوق من خلال فتح أسواقها لهذه الاستثمارات التي لعبت الشركات متعددة الجنسيات دور بارز للهيمنة على التكنولوجيا ورؤوس الأموال.¹

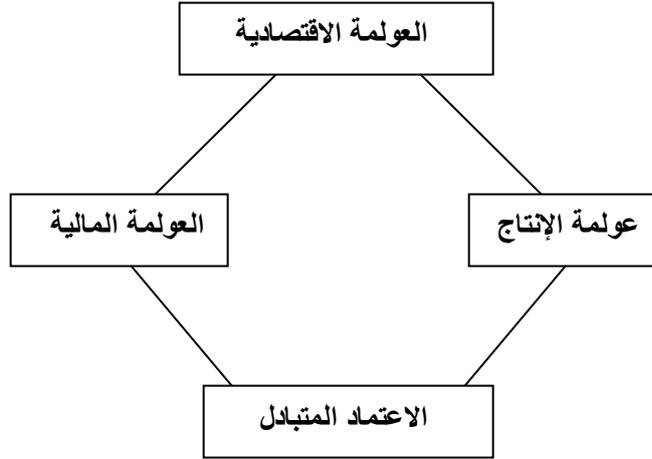
■ **العولمة المالية:** هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى الاندماج المالي الذي يؤدي إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية والمحلية بالأسواق الخارجية من خلال عدة عمليات منها إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال من وإلى الدول مما يسهل عمليات انتقالها وتحركها نحو أسواق المال العالمية.²

العولمة مفهوم يتجسد أساسا في جانبه الاقتصادي بدرجة كبيرة أكثر من الجوانب الأخرى من خلال العمليات الأساسية التي تدور في فلكها العولمة وهي المنافسة والابتكارات التكنولوجية وتحرير التجارة الدولية والتحديث وانتشار عولمة الإنتاج والعولمة المالية وهما المكونان الرئيسيان للعولمة الاقتصادية من منظور أن هذه الأخيرة أساسا تبنى على مبدأ الاعتماد المتبادل. وهو ما يظهره الشكل الموضح أدناه.

شكل رقم (06): أشكال العولمة الاقتصادية

¹ محمد زيدان، النظام المصرفي وتحديات العولمة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني حول النظام المصرفي الجزائري " واقع وآفاق " ، جامعة قالم، الجزائر، 5 و 6 نوفمبر 2001 ، ص: 30.

² صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، جوان 2005 ، العدد 2 ، ص: 205.



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 16.

ثانيا: خصائص العولمة الاقتصادية ومظاهرها

1 خصائص العولمة الاقتصادية:

إن التأمل في المحتوى الفكري والتاريخي لظاهرة العولمة الاقتصادية يكشف عن الخصائص الرئيسية لها والتي تميزها عن غيرها من الظواهر، ومن أهم هذه الخصائص نذكر¹:

- سيادة آليات السوق والسعي لاكتساب القدرات التنافسية: حيث يتم اتخاذ القرارات في إطار من التنافسية والامتثالية والجودة الشاملة واكتساب القدرات التنافسية من خلال الاستفادة بالثورة التكنولوجية وثورة الاتصالات والمعلومات، حيث أن العالم يتحول إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف ويتغير فيه نمط تقسيم العمل الدولي ليتفق مع اتجاه الإنتاج أو عالمية الإنتاج وعالمية الأسواق.

- ديناميكية مفهوم العولمة: إن اغلب التعاريف المتعلقة بالعولمة تشير إلى ديناميكية هذه الظاهرة من خلال تبدل موازين القوى الاقتصادية القائمة حاليا وفي المستقبل، وإن التنافسية تواجه الجميع، حيث أن كل دولة تسعى لاكتساب قدرات تنافسية لكي تستطيع المنافسة مع باقي الأطراف الأخرى.

- تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل : وهذا يعني تزايد احتمالات وإمكانيات التأثير والتأثر المتبادلين من خلال إلغاء الحواجز الحدودية والمسافات بين الدول، وينطوي مفهوم الاعتماد

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص ص : 22، 29.

المتبادل على تعاضم التشابك بين الأطراف المتاجرة وخلق علاقة في اتجاهين بين بلد وآخر أو مجموعة من البلدان وأخرى.

- وجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي : ويظهر هنا في طبيعة المنتج الصناعي، حيث لم يعد في إمكان دولة واحدة مهما كانت قدرتها الذاتية أن تستقل بمفردها في صناعة هذا المنتج، وإنما يتم تجميع هذا المنتج في أكثر من دولة.

- تعاضم دور الشركات متعددة الجنسيات : هذه الشركات هي شركات عالمية النشاط والتي تعتبر احد السمات الأساسية للعولمة، وهي تؤثر بقوة على الاقتصاد العالمي من خلال ما يصاحب نشاطها في شكل استثمارات مباشرة من نقل تكنولوجيا والخبرات التسويقية والإدارية.

- تزايد دور المؤسسات الاقتصادية العالمية في إدارة العولمة : تتمثل هذه المؤسسات التي تقوم بإدارة العولمة من خلال مجموعة من السياسات النقدية والمالية والتجارية، المؤثرة في السياسات الاقتصادية لمعظم الدول في العالم، وهذه المؤسسات هي:

- صندوق النقد الدولي: المسؤول عن إدارة النظام النقدي للعولمة.
- البنك الدولي للإنشاء والتعمير: المسؤول عن إدارة النظام المالي للعولمة.
- منظمة التجارة العالمية: المسؤولة عن إدارة النظام التجاري للعولمة.

- تقليص درجة سيادة الدولة: من خلال إضعاف قدرتها على التحكم واتخاذ القرار في مجال السياسة النقدية والمالية لها، حيث اضطرت مختلف بلدان العالم إلى إلغاء قوانين التحكم في السوق وتطبيق قوانين التحرير والانفتاح الاقتصادي على الأسواق العالمية وذلك سعياً وراء تنظيم عمل الحكومة وفقاً للخطوط التي تسيّر عليها المنظمات العالمية مما يترتب عليه وهن سلطة الدولة وشرعيتها.

2 العوامل التي ساعدت على انتشار العولمة

نتجت العولمة بفعل عوامل عديدة وتطورات وتغيرات متسارعة يعود لها الدور في ظهور العولمة، ولا تقتصر هذه العوامل على الجانب الاقتصادي فقط بل تمتد لتشمل جوانب أهمها الجانب التكنولوجي والمعلوماتي.

وسوف نتعرض إلى أهم العوامل التي لها تأثير في ظهور العولمة.

- تحرير التجارة الدولية: تعتبر التجارة من أول العوامل التي تمت عولمتها من خلال عولمة النشاط الإنتاجي، وبذلك تحقيق قوى وآليات السوق الحر وعدم التدخل في النشاطات الاقتصادية، وهو الأمر الذي ساهم في تحرير الاقتصاديات وعولمة أنشطتها وتكامل الأسواق المحلية واندماجها في سوق عالمية مفتوحة لكافة الدول في العالم " فبعد الحرب العالمية الثانية بدأت ملامح قيام نظام اقتصادي عالمي جديد تطرح في مناقشات الدول المنتصرة، ومهد لذلك مؤتمر بريتن وودز عام 1944 الطريق لتأسيس هذا النظام الجديد، وكان من قرارات هذا المؤتمر هو إنشاء صندوق النقد الدولي كمؤسسة دولية تسهر على إدارة وتوجيه السياسة النقدية الدولية وفي سنة 1947 تمت المصادقة على الاتفاقية العامة للتعرفة الجمركية GATT وبالتالي دخلت مسيرة تحرير التجارة الدولية مرحلة جديدة تقوم على أساس التبادل المتكافئ الذي أفضى إلى قيام جولات من المفاوضات متعددة الأطراف قصد تحقيق المزيد من عمليات التحرير وارتفعت بذلك حصيلة الصادرات العالمية بعد ما كانت 28 مليار \$ في عام 1970 و 2255 مليار \$ في 1984 و 3646 مليار \$ في عام 1992. وذلك النمو المتزايد جاء على إثر انتقال GATT إلى منظمة التجارة العالمية عام 1995 التي تسعى إلى تحرير وإلغاء القيود التجارية في العالم".¹ وفي هذا السياق نلاحظ أن الاقتصاد العالمي ينتقل من تحرير كامل للمعاملات التجارية الدولية وبالتالي عولمة التجارة بشكل شبه كلي، حيث نلاحظ أن نمو معدل التجارة الدولية قدر بـ 12.5 % مقارنة بعام 1995 والذي بلغ 50 %². بالإضافة إلى الخطوات التي اتخذت لتحرير التجارة من طرف GATT ثم OMC ساعد على ذلك قيام التكتلات الاقتصادية مثل الاتحاد الأوروبي ومنطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية والآسيان، أدى ذلك إلى المساعدة في تضاعف معدل نمو التجارة العالمية بالنسبة للنتائج المحلي

¹ بن ثابت علال، مرجع سابق، ص : 40.

² عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص : 44.

الإجمالي للعالم خلال الفترة (1985 - 1995) ثلاث مرات عن العشر سنوات السابقة لتلك الفترة وضعف المعدل الذي تحقق في الستينيات¹.

ساعدت الإجراءات والإصلاحات التنظيمية التي تولدت عن اتفاقيات OMC وبرامج صندوق النقد الدولي والمطبقة على الاقتصاديات العالمية والنامية منها خاصة ساعدت على تسارع عمليات فتح الأسواق وعولمتها.

• **الشركات متعددة الجنسيات والاستثمار الأجنبي المباشر:** إن النمو المتزايد للشركات متعددة الجنسيات الذي صاحب ظهورها نهاية القرن الماضي، حيث تمارس هذه الأخيرة نشاطها وأعمالها على مستوى عالمي وساعدت على نشوء ظاهرة العولمة، ذلك من خلال عولمة أنشطتها وأعمالها، وقد تنامت الشركات متعددة الجنسيات بصفة كبيرة حيث بلغ عددها في سنة 1992 37000 شركة مقابل 7000 شركة عام 1970، حيث أنها تحتكر ثلث الإنتاج العالمي وتحقق 2000 مليار \$ من الاستثمار السنوي وتتوزع هذه الشركات بشكل أساسي على ما يسمى بـ "الثلاثية" والتي تتمثل في الولايات المتحدة الأمريكية، أوروبا واليابان.²

تعتبر الشركات متعددة الجنسيات جانب من الجوانب التي شكلت العولمة الاقتصادية، وتوسعت أعمالها ونشاطاتها، بحيث تجعلها تمارس معظم أنشطتها على مستوى العالم كله، وعن طريق عولمة أنشطتها الاستثمارية والإنتاجية، وعولمة ما تقوم به من تعاملات مالية وتجارية ومن خلال دعم الدول المتقدمة المالكة لمعظم هذه الشركات لأنها تحقق لها الكثير من المكاسب، فقد ساهمت هذه الشركات في تفكيك عملية الإنتاج على المستوى الدولي وبالتالي تعمل على تعميق ظاهرة العولمة كما تساعد العولمة الشركات متعددة الجنسيات على النمو من خلال منحها جملة من المزايا كتسهيل انتقال رؤوس الأموال وعوامل الإنتاج عبر الدول وتسهيل عملية إيجاد منافذ تسويقية بالإضافة إلى البحث عن أسواق جديدة لتصريف منتجاتها.³

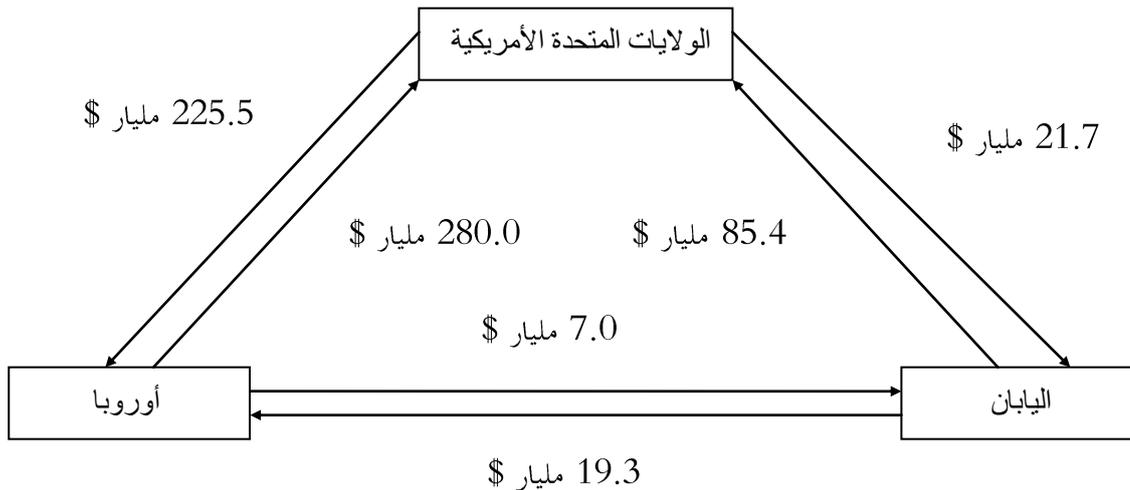
¹ سعيد غزلان، اثر العولمة على الاستثمارات الأجنبية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية تخصص نفود وتمويل، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص: 14.

² المرجع السابق، ص: 24.

³ فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص: 15.

ينشأ الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق النشاط الذي تقوم به الشركات متعددة الجنسيات على مستوى العالم، حيث تحقق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إيرادات مالية صافية للبلاد المستقبل لها، بالإضافة إلى الخبرات الفنية والتكنولوجية، حيث أصبحت الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع نهاية الثمانينات المصدر الرئيسي لرؤوس الأموال للغالبية من الدول، وقد أكد البنك الدولي الاتجاه إلى تحسين الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تقاريره المختلفة من منظور أن هذه الاستثمارات الدولية أفضل من المديونية الخارجية، وتشير بعض البيانات إلى أن التدفقات السنوية للاستثمارات الأجنبية بلغت نحو 315 مليار \$ عام 1995 مسجلة زيادة مقدرة بـ 40 % مقارنة بعام 1994، وقد وصلت عام 2001 600 مليار \$ إلى جانب هذا تستحوذ الولايات المتحدة الأمريكية على ما يقارب نصف الاستثمارات الأجنبية في العالم، أما الاتحاد الأوروبي واليابان يستحوذان على 35 % من هذه الاستثمارات فقط، والباقي وهو نسبة 15 % موزعة بين الدول النامية.¹ وهذا ما سوف يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (07): تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة بين الدول



المصدر: بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 42.

- التقدم التكنولوجي وتكامل نظام الاتصالات: أدى التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات واتساع وانتشار لثورة المعلومات التي تعتمد على الاستخدام الكثيف لوسائل الاتصال الإلكتروني وأجهزة

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 57.

الحاسوب وشبكة الانترنت وغيرها من التقنيات المتطورة التي ساعدت على اندماج وتكامل الأسواق على مستوى عالمي، كما حققت إلغاء الحواجز الزمانية والمكانية بين الدول، وكان لتقدم التكنولوجيا والعالمي والثورة المعلوماتية أثر كبير في زيادة حركة رؤوس الأموال بين الأسواق العالمية وزيادة ترابطها، كما تعقد الصفقات والمبادلات والمعاملات بين المتعاملين من مختلف أنحاء العالم بدون أي قيود وعراقيل مكانية ولا زمانية. ويستطيع هؤلاء المتعاملين التعرف على الأسعار في جميع الأسواق المالية وغير المالية في العالم ومن ثم اتخاذ القرارات المتعلقة بعمليات الشراء والبيع والمنافسة. " كما تمارس شبكة الانترنت دورها الرئيسي في توحيد العالم وزيادة ترابطه واتصاله وهي تعبر عن تطور الطرق والوسائل التي يتواصل بها الناس ويتعاملون بها من أجل تبادل السلع والخدمات والأفكار، وفي هذا المجال توسعت المعلومات والبيانات التي تنتجها هذه الشبكة لتشمل¹:

■ مبيعات الأوراق المالية من الأسهم والسندات والصكوك وغيرها من الأوراق المالية الأخرى.

■ مبيعات البحوث والدراسات والمعلومات من مراكز المعلومات المختلفة.

■ العمليات البنكية والمصرفية مثل "دفع الالتزامات، تقديم الخدمات المصرفية المختلفة للعملاء وقبول الودائع.

- **تزايد المعاملات المتعلقة بالتجارة الإلكترونية²:** التجارة الإلكترونية هي عمليات البيع والشراء بين الأفراد والشركات من خلال شبكة الانترنت، وقد توسعت كثيرا حتى أصبحت تشمل عمليات بيع وشراء المعلومات نفسها جنبا إلى جنب مع السلع والخدمات وبالتالي أصبحت التجارة الإلكترونية أشبه بسوق الكتروني يتواصل فيه البائعون والوسطاء والمشترون وتقدم فيه الخدمات بصيغة افتراضية أو رقمية كما يدفع ثمنها بالنقود الإلكترونية وأصبحت تتميز بمجموعة من الخصائص التي تعمل على استخدام تكنولوجيا المعلومات بهدف رفع الكفاءة وتحقيق الفاعلية من

¹ ميلودي محمد الكريم، الجهاز المصرفي في ظل العولمة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة الجزائر، 2004/2003، ص: 11.

² عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 59، 60.

خلال توسيع الأسواق، ومن هذا المدخل وبهذا المفهوم تطور حجم التجارة الالكترونية تطور هائل وسريع منذ منتصف تسعينيات القرن العشرين، وها ما تعكسه الأرقام والبيانات الموضحة في الجدول المقدم أدناه، حيث ارتفعت معدلات نمو التجارة الالكترونية خلال سبع سنوات فقط (1995 - 2002) بما قيمته 1233.9 مليار \$.

جدول رقم (03): تطور حجم التجارة الالكترونية خلال الفترة 1995-2002

مليار \$

السنوات	حجم التجارة الالكترونية	معدل النمو السنوي
1995	0.1	--
1996	3	2900
1997	22	633.3
1998	74	236.40
1999	180	143.20
2000	377	109.40
2001	717	90.20
2002	1234	26.80

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 61.

• تكامل الأسواق المالية الدولية¹: تعتبر الحركة الدولية لرأس المال مظهرا أساسيا من مظاهر التكامل المالي الدولي، كما أن صورة هذه الحركة ودرجاتها ترتبط ارتباطا وثيقا بغرض كفاءة الأسواق المالية الدولية، حيث تعد هذه الأسواق هي القناة التي تتدفق من خلالها الأدوات المالية المختلفة عبر مختلف دول العالم، وتأتي هذه التدفقات بين الدول أو من خلال الأسواق المالية استجابة للاختلاف في معدلات الفائدة على الأدوات، وفيما بين الأسواق المختلفة بالإضافة إلى الاختلافات في درجات وأشكال الرقابة المفروضة على تحركات رؤوس الأموال.

ثالثا: مؤسسات العولمة الاقتصادية

¹ عمر الصقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2001/2000، ص: 13.

لقد لعبت الأمم المتحدة ومنظماتها التابعة دورا رئيسيا في تأكيد أهمية وحدة العالم، وأن ما مارسه كل من المجلس الاقتصادي والاجتماعي التابع للأمم المتحدة والوكالات التابعة لها، قد ساعد على الإحساس بأهمية هذه الوحدة ومعالجة التفاوت الشديد القائم بين الدول المتقدمة والمتخلفة، وعليه تشرف على عملية العولمة ثلاث مؤسسات وهيئات دولية، وهذه المؤسسات هي كالتالي:

1 منظمة التجارة العالمية (OMC): تعتبر منظمة التجارة العالمية أحد أهم الركائز الأساسية لظاهرة العولمة، فهي تمارس دورا رئيسيا في تحقيقها وتحويل الاقتصاديات المحلية المغلقة إلى اقتصاديات مفتوحة مدمجة في الاقتصاد العالمي، وقد ساهمت منظمة التجارة العالمية في تعميق ظاهرة العولمة والدخول في توحيد الأسواق العالمية وعولمتها من خلال القواعد والإجراءات التي أفضت إليها والساعية إلى تحرير التجارة وإلغاء كافة القيود المفروضة عليها وهذا ما أدى إلى قيام الشركات متعددة الجنسيات بإعادة هيكلة هيكلها الإنتاجية والتسويقية والتمويلية وكوارها البشرية بما يتماشى مع احتياجات التيار الجديد للعولمة، وعملت منظمة التجارة العالمية على إزالة كافة الحواجز الجمركية التي تعوق حركة انسياب السلع والخدمات أو الأفكار في الوقت الذي تحت فيه الشركات والدول على ابتكار مزايا تنافسية تكسبها درجة من التفوق على الآخرين، كما أن هدف هذه المنظمة هو زيادة ودفع فاعلية الاقتصاديات المتقدمة لتصبح أكثر تقدما، فضلا على أنها تعطي للاقتصاديات المتخلفة فترة سماح مناسبة لاستكمال إجراءات فتح أسواقها المحلية واندماجها مع العالم الخارجي.

2 صندوق النقد الدولي (FMI): انشأ هذا الصندوق بموجب اتفاقية بريتن وودز عام 1944 والتي أصبحت نصوصها نافذة في ديسمبر 1945 وعقدت الجلسة الافتتاحية لمجلس محافظي الصندوق في مارس 1946¹ ، وتتمثل أهم أهداف الصندوق في²:

• دعم التعاون النقدي.

• تسهيل النمو والتوسع في التجارة الدولية.

¹ محسن احمد الخضير، العولمة الاقتصادية، مجموعة النيل العربية، مصر، 2001 ، ص ص : 102 ، 103 .

² Louis Sabourin, Organismes économiques internationaux, la documentation française, paris, 1994, p p : 71 , 72.

• العمل على دعم استقرار الصرف وإيجاد ترتيبات بين الدول الأعضاء فيما يخص أسعار

الصرف وتفاذي المنافسة المؤدية إلى تدهور قيمة العملات .

• العمل على وضع نظام متعدد التسويات للعمليات الجارية ما بين الدول الأعضاء والقضاء

على القيود المتعلقة بالصرف التي من شأنها عرقلة تطور التجارة العالمية.

• وضع الموارد العامة للصندوق تحت تصرف الدول الأعضاء بصفة مؤقتة، وبواسطة

ضمانات ملائمة من أجل تصحيح الاختلالات في موازين مدفوعاتها.

وبالتالي فقد ساهم الصندوق في تأكيد العولمة وتدعيم التعاون النقدي الدولي، وتحقيق المزيد

من الدوافع والتسهيلات لتحقيق عولمة الاقتصاد العالمي من خلال الوظائف التي يقدمها، كما كانت

له مساهمة في تسهيل التوسع والنمو المتوازن للتجارة العالمية.

3 البنك الدولي: هو أحد المؤسسات المنبثقة عن اتفاقية بريتن وودز، انشأ عام 1945 وقد تم

إنشاءه بغرض تسهيل عمليات الاعمار وإعادة بناء وتعمير ما دمرته الحرب العالمية الثانية، وإعادة

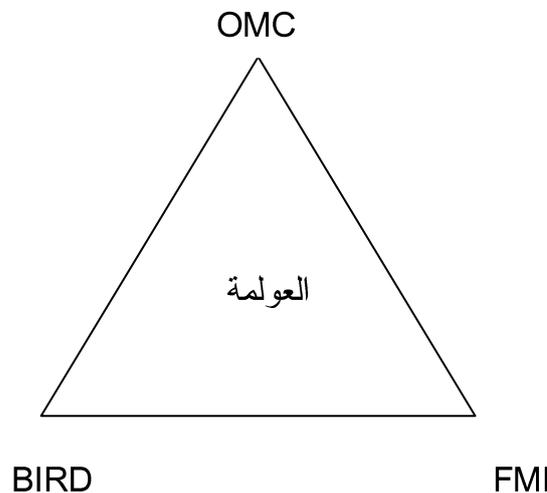
اقتصاديات البلدان الأعضاء إلى وضعها السابق، فبدأ البنك الدولي بتقديم قروض بشروط ميسرة

ومساعدات للدول الأقل تقدماً لتنمية اقتصادياتها تبعاً للشروط الموضوعية، ويعتمد في منحه

القروض بالإضافة إلى رأس المال المدفوع من قبل الدول الأعضاء على ما يستطيع جذبها من

رؤوس الأموال من الأسواق المالية الدولية.

شكل رقم (08): المؤسسات الدولية للعولمة الاقتصادية



المصدر: محسن احمد الخضيرى، العولمة الاجتياحية، مجموعة النيل العربية، مصر، 2001 ، ص: 99.

يتضح من خلال الشكل السابق أن هناك ثلاث مؤسسات كبرى تعمل على تكريس ظاهرة العولمة في مجالات اقتصادية رئيسية وهي : عولمة التجارة من خلال منظمة التجارة العالمية، عولمة التمويل والمعاملات المالية من خلال صندوق النقد الدولي وعولمة الاستثمارات طويلة الأجل من خلال البنك الدولي للإنشاء والتعمير.

المطلب الثاني: معالم عولمة النظام المالي

لقد تطرقنا في المطلب السابق إلى مفهوم العولمة الاقتصادية والعوامل التي ساعدت على ظهورها، متدرجين في ذلك للوصول إلى تحديد مفهوم العولمة المالية ومظاهرها كأحد أهم أنواع العولمة الاقتصادية لما لهذه الأخيرة من تأثير كبير على نشاط وعمل أسواق الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم العولمة المالية

إن النمو السريع للمعاملات المالية الدولية وتزايد حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي بفعل ما تتضمنه عمليات التحرير المالي وتكامل الأسواق المالية الدولية من خلال ما تنتجه ثورة المعلومات والتكنولوجي، كلها متغيرات وتطورات تكشف وتعبّر عن مفهوم وآلية العولمة المالية.

1 تعريف العولمة المالية

تعني العولمة المالية فتح الأسواق المالية المحلية وربطها بالأسواق العالمية من خلال إلغاء القيود على رؤوس الأموال والتي أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية والتي أصبحت أكثر ارتباطا وتكاملا¹.

إن تحول العالم بفضل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية وتزايد وتيرة الاعتماد المتبادل بواسطة التجارة والاستثمار بين الفاعلين في الاقتصاد العالمي، وانخفاض تكاليف النقل وتزايد حدة المنافسة واتساع نطاقها ورفع القيود وتحرير العمليات النقدية والمالية تعتبر كل هذه العمليات جوهر العولمة المالية.

العولمة المالية في الحقيقة تقوم على التكامل والاندماج المالي، وذلك بظهور سوق شبه محدودة لرؤوس الأموال الدولية مما يساعد على تدفق رأس المال بسهولة، وبدون قيود أو حواجز وارتفاع حجم المعاملات الدولية، ومن الصعب التأريخ لبداية العولمة المالية فحركات رؤوس الأموال هي ظاهرة ليست بالجديدة فيكفي التذكير هنا إلى عمليات البنكين الايطاليين في أوروبا في عصر النهضة في الإقراض والاقتراض، وتدفقات رؤوس الأموال الفرنسية والانجليزية في العالم، وخاصة في المستعمرات في القرن 19 وما أحدثته أزمة عام 1929 من حركات لرؤوس الأموال الأمريكية².

ويمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما³:

➤ **المؤشر الأول:** هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل اقل من 10 % من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980، بينما وصلت إلى ما يزيد على 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وعلى ما يزيد عن 200 % في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام.

¹ زيدان محمد، النظام الجزائري وتحديات العولمة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول النظام المصرفي الجزائري " واقع وآفاق"، مرجع سابق، ص: 30.

² بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 47.

³ مفتاح صالح، مرجع سابق، ص ص: 216، 217.

➤ **المؤشر الثاني:** هو تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، فإن الإحصائيات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي من أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار \$ في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 ترليون دولار عام 1995، وهو ما يزيد عن 84 % من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام.

وتفصيلاً فإن العولمة المالية تتضمن تحرير المعاملات التالية:¹

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات.
- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية " أي المعاملات الخاصة بشراء وبيع العقارات التي تتم محلياً أو خارجياً.
- المعاملات المتعلقة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية.
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية.
- المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية وتشمل " الودائع والقروض، الهدايا، تسوية الديون... الخ ".
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي " إلغاء القيود، تصفية الاستثمار وتحويل الأرباح عبر الحدود".

2 - العوامل المؤدية للعولمة المالية

إن أهم العوامل المفسرة لظاهرة العولمة المالية هي كالتالي:²

- **تنامي الرأسمالية العالمية:** ونقصد به الأهمية المتزايدة لرأس المال التي أعطت قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية وتتجسد هذه الأهمية في صناعة الخدمات المالية " قروض، استثمارات مالية"، ونتج عن ذلك ما يعرف بالاقتصاد الرمزي وهو الاقتصاد الذي تحركه رموز ومؤشرات البورصات العالمية وهو ما يساعد على نقل الثروة العينية من مستثمر إلى آخر محلياً ودولياً دون قيود.

¹ سعيد غزلان، مرجع سابق، ص : 10.

² حباية عبد الله، بوقرة رابح، الوقائع الاقتصادية - العولمة الاقتصادية، التنمية المستدامة - مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009، ص: 201، 202.

- عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية: حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية الناتجة عن أحجام ضخمة من المدخرات والفوائض المالية التي ضاقت الأسواق الوطنية عن استيعابها فاتجهت نحو الخارج بحثا عن فرص استثمار أفضل ومعدلات عائد أعلى.
- ظهور الابتكارات المالية: ارتبطت العولمة المالية بظهور أدوات مالية جديدة التي استقطبت الكثير من المستثمرين وهي المشتقات المالية " مبادلات، الخيارات..."، إلى جانب تداول الأدوات التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية " الأسهم، السندات".
- التقدم التكنولوجي: ساهم هذا العنصر في مجالات الاتصالات والمعلومات مساهمة فعالة في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية، وهو الأمر الذي كان له أثر بالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق إلى آخر.
- التحرير المالي والدولي: لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي والدولي، وقد زادت سرعة معدلات النمو للتدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي نتيجة السماح للأفراد بحرية تحويل العملة المحلية إلى عملات أجنبية واستخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية والرأسمالية.
- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية: حدثت تغييرات هائلة في صناعة الخدمات المالية وإعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين، حيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية مثل دخول مؤسسات مالية غير مصرفية تنافس البنوك التجارية من خلال ما تقدمه من خدمات، والتحديث في الصناعة المصرفية وإدخال خدمات متطورة في أعمال البنوك.

3 - مظاهر العولمة المالية

- تعددت مظاهر العولمة المالية، لكن يمكن إجمالها في ثلاث مظاهر رئيسية وهي:
- تراجع دور الوساطة المالية: أدت أزمة الاستدانة التي بدأت عام 1982 إلى تحجيم ملموس في نشاط البنوك التجارية، وتفسر هذه الوضعية جزئيا تقلص عدد المقترضين القادرين على الوفاء بالدين وبتقلص عدد البنوك المستعدة للاشتراك بهذا النوع من الوساطة.¹ " حيث أن التخلي

¹ فرنسوا لروا، ترجمة: الضيقة حسن، الأسواق الدولية للراسميل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، لبنان، 1991، ص: 237.

التدريجي عن الوساطة المالية هو نتيجة زيادة أهمية رؤوس الأموال الخاصة في تمويل المؤسسات التي أصبحت لا تلجأ كثيرا للبنوك والمؤسسات المصرفية لتمويل نشاطاتها عن طريق القروض، الشيء الذي قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة، من خلال إصدار المؤسسات أوراق مالية " أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية " لتغطية احتياجاتها بدلا من اللجوء إلى البنوك ووساطتها، وانتقلت العلاقة من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر، كما أن عملية تمويل الاقتصاد عن طريق الأوراق المالية أو ما يسمى " بالتوريق " ^{*} قللت هي الأخرى من دور البنوك والمؤسسات في تمويل الاقتصاد ¹.

- **التخفيف من القيود والحوجز التنظيمية:** وهي عملية تعديل وتفعيل التنظيمات والقوانين بحيث تصبح أكثر موائمة لمتطلبات التحرير الاقتصادي واقتصاد السوق، هذا من أجل زيادة المنافسة بين المؤسسات المالية العالمية في الأسواق المالية.

- **إزالة الحواجز الفاصلة بين الأسواق - تكامل الأسواق -** : يعتبر هذا المظهر من أهم المظاهر الرئيسية للعولمة المالية، حيث تسعى هذه الأخيرة لإلغاء وإزالة الحدود والحوجز المكانية والزمانية، وهذا يتطلب اندماج الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية في إطار متطلبات التحرير المالي هذا من جهة، ومن جهة أخرى العمل على تكامل الأسواق الوطنية ذاتها - أسواق نقدية، مالية وأسواق الصرف الأجنبي - لأن عمليات الانفتاح المالي على الأسواق العالمية تتيح للمستثمرين فرصة الحصول على موارد مالية من السوق وبأي طريقة شرط أن تكون بدون قيود، وعليه فإن عملية الربط وإزالة الحواجز البينية بين الأسواق الوطنية أو الأجنبية ومع تسارع وتيرة عمليات التحرير المالي تعتبر عوامل ضرورية لعولمة العمليات المالية وذلك لجلب المزيد من المستثمرين وانسياب رؤوس الأموال من أي مكان ومن أي سوق.

ثانيا: التحرير المالي

1- مفهوم التحرير المالي

^{*} التوريق: سوف نتعرض إلى مفهوم التوريق في المبحث الموالي.

¹ محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، لم تذكر دار النشر وبلد النشر، 2002، ص 35، 28.

يعد التحرير المالي أحد أهم معالم النظام المالي الجديد وأهم ملامح التطورات الاقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، وقد ارتبطت سياسات التحرير المالي بموجة التوجه نحو الاندماجات في الاقتصاد العالمي التي تشهدها غالبية الدول، ويشمل التحرير المالي كل ما يتعلق بتحرير أسواق صرف العملات، قطاع التأمين والبنوك وتحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير البورصات، إلا أننا سوف نركز على تحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير سوق رأس المال.¹ وذلك حسب ما تتطلبه هذه الدراسة."

ويتم تحرير الأسواق المالية بواسطة إزالة القيود والعراقيل المفروضة ضد حيازة وامتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت والمؤسسات المحلية المسعرة في بورصة القيم المنقولة والحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد وقد تفاوت الاتجاه نحو إزالة القيود والإجراءات المعوقة بحركة تدفق رؤوس الأموال واستثمارها، وإلغاء الرقابة على عمليات التمويل الخارجي وإزالة القيود المفروضة على أسعار الفائدة الدائنة والمدينة وتلك المفروضة على العملات وتسعير الخدمات المصرفية وإلغاء السقوف الائتمانية ورفع القيود على عمليات الصرف الأجنبي.²

إن جوهر عملية التحرير المالي والتي تقوم عليها عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال، والمقصود بذلك هو إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون والأسهم، والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية، وعليه فإن تحرير حساب رأس المال يرتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات...، وإن هذا لا يعني انعدام الضوابط على هذه الحركة حيث ثمة دائما وفي أي بلد

¹ شذا جمال الخطيب، صفاق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 2008، ص: 27.

² بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص ص: 30، 38.

إجراءات وقيود تنظم الحركة سواء تكون على نطاق واسع وتشمل كافة المعاملات، وأخرى تقتصر على تحرير بعض مكونات حساب رأس المال وتفرض القيود على بعضها الآخر.¹

لقد كان التحرير المالي بمثابة الاستجابة الطبيعية لمجمل التحديات التي واجهتها الدول والمؤسسات والنظم المالية على حد سواء وبغية تفعيل آليات المنافسة في ظل عمليات الانفتاح الاقتصادي والمالي وتكامل الأسواق، ولغرض الوقوف على نطاق التحرير المالي واتجاهاته يمكن القول بأن نطاق الخدمات المالية التي تقدمها الأسواق والمؤسسات المالية وإن تخفيف القيود وصيغة التحرير سوف تؤدي إلى تشغيل المؤسسات والأسواق المالية وفق آليات السوق.²

فتعددت الفوائد المترتبة عن عملية التحرير المالي والتي تتمثل في:³

- يمكن للتحرير المالي أن يجعل من قطاعات الخدمات المالية أكثر كفاءة واستقرار، كما أن المنافسة تدفع الشركات إلى تخفيض التكاليف وتحسين إدارتها فضلاً عن التحسين من جودة الخدمة.

- إن القطاع المالي المفتوح يزيد من الدافع إلى إتباع سياسات أفضل للاقتصاد الكلي والتنظيمات الحكومية، إذ توجد علاقة بين الأسواق المفتوحة والاستقرار الاقتصادي من خلال تبني الحكومة لسياسات مقبولة مالية ونقدية وأخرى متعلقة بسعر الصرف.

- يمكن أن يؤدي التحرير المالي إلى تحسين تخصيص الموارد المؤقتة المتبادلة والدولية لأن الأسواق المالية المفتوحة والأكثر كفاءة تؤثر على المدخرات والاستثمارات وتؤدي إلى تحسين تخصيص المؤقت المتبادل للموارد، ويؤدي التنافس بين المؤسسات المالية وتحرير معدلات الفائدة وظهور أدوات الادخار الجديدة إلى زيادة العائد على الاستثمار.

- كما يسهل التحرير المالي تدفق رأس المال من الدول ذات الفائض إلى الدول التي لديها نقص في رأس المال، على أن يخفف ذلك من تكلفة فوائد الاستثمار للدول التي تعاني نقصاً،

¹ شذا جمال الخطيب، صغفق الركيبي، مرجع سابق، ص : 31.

² عبد الرزاق الرحاحلة، زاهد محمد ديرى، دراسة متعمقة في إدارة الأعمال الدولية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2010، ص: 40.

³ طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص ص : 29 ، 30.

كما يدفع من عوائد الاستثمار بالنسبة للدول لديها مدخرات مرتفعة وعوائد منخفضة نسبيا للاستثمار، وبالتالي يساهم في تساوي معدلات الفائدة بين الدول.

2 - مخاطر التحرير المالي والعولمة المالية¹:

يمكن أن نرصد أهم المخاطر التي تنجم عن عولمة الأسواق المالية في العناصر التالية:

- **المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال " الاستثمارات الأجنبية":** إن الحركة الواسعة والمفاجئة لرؤوس الأموال الأجنبية دخولا وخروجا عبر الحدود الوطنية تخلف العديد من الآثار السلبية على الاقتصاد الوطني نذكرها فيما يلي:

أ - **حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل:** يترتب عن تدفق الاستثمارات قصيرة الأجل للداخل وبكميات كبيرة وبشكل مفاجئ عدم الاستقرار الكلي، مما يحدث ارتفاع في سعر صرف العملة المحلية الأمر الذي يضر بالصادرات ويزيد من الواردات، فيزداد العجز في الميزان التجاري و يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم.

ب- **حالة خروج تدفقات رؤوس الأموال إلى الخارج:** يتسبب الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال سواء الأموال الساخنة أو نتيجة لصدمة سلبية مثل " تطور سياسي مفاجئ غير متوقع، انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية يتسبب في انخفاض سعر صرف العملة المحلية وتدهور في أسعار الاوراق المالية والأصول العقارية.

- **مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج:** هي من أخطر ما نجم عن عولمة الأسواق المالية في البلدان النامية هو تسرب أموالها للاستثمار في الخارج، إذ أن هناك دول تزيد فيها نسبة الأموال الوطنية الهاربة للخارج إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عن 100 % كحالة فنزويلا , وهناك دول تمثل فيها الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج نسبة تتراوح ما بين 50 % - 95 % من إجمالي ديونها الخارجية، كما أن الدول النامية تساهم بما نسبته 14.4 % من جملة الاستثمارات الأجنبية المنسابة إلى الخارج عام 1997 وهو ما يعادل 61 مليار \$ أمريكي.

¹ محمد زميت، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير قسم العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص ص: 180، 183.

- مخاطر دخول الأموال القذرة " غسيل الأموال": هو ما حدث من جراء إلغاء الرقابة على الصرف وحرية دخول وخروج الأموال عبر الحدود الوطنية، وانفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب وفتح قنوات عديدة لغسيل الأموال القذرة المتأتية من الاتجار بالمدخرات والأسلحة وسرقة البنوك... الخ، ويستخدم أصحابها هذه القنوات لغسيل الأموال وإخفاء مصدرها عن طريق إدخالها للنظام المصرفي والسوق المالي من خلال استثمارها مؤقتاً في بعض الأدوات المالية - أسهم وسندات- . " وبسبب عولمة الاقتصاد وتخفيف الرقابة على الحدود والتطورات المتلاحقة في تقنيات المعلومات والاتصال ووسائل النقل ظهرت أقاليم تعرف " بالجنات الضريبية" تضم مختلف النشاطات والمشاريع الأجنبية بتكلفة ضريبية منخفضة أو معدومة، كما برزت مراكز مالية يصطلح عليها بالمراكز المالية خارج الحدود * تتواجد فيها مؤسسات مالية ونقدية بعيدة عن القيود الإدارية والرقابة المالية، وانتشرت في هذه الأقاليم فروع البنوك الكبرى الدولية لاستقبال رؤوس الأموال الأجنبية التي تضم وبأحجام كبيرة الأموال القذرة سعياً من أصحابها لاستغلال تلك الأقاليم بأساليب متطورة ومعقدة لنقل وتحويل هذه الأموال ومن ثم إكسابها صفة الشرعية.¹

- إضعاف السيادة الوطنية في مجال السياسة النقدية والمالية: إن تزايد درجة العولمة المالية تخرج مسألة تحديد سعر الفائدة من سلطة البنك المركزي، وارتباط أسعار الفائدة المحلية قصيرة الأجل بأسعار الفائدة الخارجية قصيرة الأجل نتيجة زيادة حركة رؤوس الأموال، كما أن تحرير حساب رأس المال يصبح بإمكان المستثمرين المحليين استثمار أموالهم في أماكن ترتفع فيها معدلات العائد على الاستثمار والاتجاه نحو المناطق التي تنخفض فيها معدلات الضرائب على الأرباح والدخول.

* الجنات الضريبية: عبارة عن أقاليم وبلدان تمنح للأشخاص الطبيعيين أو المعنويين فيها نظاماً جباتياً تفضيلياً مقارنة بالبلدان المجاورة أو بالمعدل العام عبر العالم، يستفيدون بموجبه بمزايا ضريبية، وغالباً ما تكون هذه الدول عبارة عن جزر مثل جزر البهاماس، جزر الكوك .

* المراكز المالية خارج الحدود : هي مراكز مالية بعيدة يقرر تشريعها إعفاء كلي أو جزئي لرؤوس الأموال الأجنبية من القيود التي تتعرض لها في موطنها الأصلي.

¹ المهدي ناصر، المراكز المالية خارج الحدود وظاهرة غسيل الأموال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية بنوك، جامعة بليدة، 2005، ص: 10.

- ظهور أزمات مالية: أثبتت العديد من الدراسات العلاقة بين التحرير المالية والأزمات المالية ومن بين هذه الدراسات، دراسة KAMINSKI et REINHART عام 1996 والتي أجريت على 20 دولة آسيوية وفي أوروبا من سنوات السبعينات إلى منتصف التسعينات، وتوصل الباحثان من خلالها إلى أن زيادة الحركة العامة لتحرير تؤدي في الغالب إلى حدوث أزمات بنكية، وكذلك دراسة KUND et DETRAGIACHE DEMIRGUC وتوصلت إلى أن عمليات التحرير المالي يتبعها وقوع أزمات على مستوى القطاع المالي.¹

إن أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997 التي جاءت كنتيجة لعمليات التحرير المالي، حيث بدأت بوادر الأزمة في تايلندا على اثر انخفاض في سعر صرف عملتها نتيجة عمليات المضاربة على العملة وبفعل عولمة الأسواق المالية انتقلت الأزمة إلى دول المنطقة "ماليزيا، سنغافورة..."، فتوالت الانخفاضات في أسعار صرف العملات متنوعة في أسعار الأسهم إلى 50% من أسعارها السوقية. وهذا ما سوف يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم(04): تأثير الأزمة على أسعار الصرف والأسهم لعملات الدول المعنية عام1997

اندونيسيا	تايلاندا	ماليزيا	الفلبين	كوريا الجنوبية	تاوان	سنغافورة	هونج كونج	
83.3 %	40.1 %	39.8 %	36.2 %	35 %	19.22 %	15.4 %	1 %	انحيار أسعار صرف العملات —
29.8 %	46 %	55.5 %	5.9 %	57.2 %	—	40 %	30.2 %	تدهور مؤشرات أسعار الأسهم —

المصدر: محمد زميت، مرجع سابق، ص: 183.

¹ رجال فواد، تأثير تحرير تجارة الخدمات المصرفية على تنافسية البنوك التجارية- وأثرها على القطاع المصرفي الجزائري -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2006/ 2005، ص ص :

المطلب الثالث: مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية

أفرزت عولمة أسواق الأوراق المالية العديد من المظاهر مثل الابتكارات المالية، والتي تعتبر نتيجة لعمليات ترابط هذه الأسواق والتأثير الكبير الذي أبرزته تكنولوجيا المعلومات.

أولاً: نماذج - آليات - الربط بين أسواق الأوراق المالية

- تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك ويتم ربط البورصات بعضها البعض بأساليب مختلفة من أهمها:
- الربط الحاسوبي للبورصات: ويقصد به وجود شبكة بين الحواسيب الإلكترونية في البورصات يتم الربط بينها عن طريق الإنترنت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أغلب أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة حيث يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية، فمثلاً توجد 35 شبكة معلومات في أمريكا منها شبكة المعلومات البريطانية British Telecom يمكن الربط من خلالها بين بورصة لندن وباريس وفرانكفورت.
 - الربط البريدي العاجل: يمكن استخدام البريد السريع في الربط بين البورصات وخاصة إذا كانت هناك حاجة ماسة لتبادل صكوك مالية وأوراق عقود رسمية.
 - الربط بالوسطاء الماليين: يمكن ربط البورصات بالوسطاء الماليين في حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية يسمح لهم بالتعامل في البورصات ومسجلين بها ، سواء كان هؤلاء الوسطاء الماليين يعملون بالوكالة أو بالأجر، وهم يلعبون دوراً هاماً في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين بورصتين أو أكثر.
 - الربط بين الشركات المالية العالمية : ويكون الربط بين البورصات الدولية بطريقة غير مباشرة عن طريق الشركات المالية العالمية ذات المكاتب والفروع في الدول والمراكز المالية.

¹ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004 ، ص ص : 171 ، 174 .

- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية : يتم الربط بين البورصات العالمية عندما يتم بناء محفظة الاستثمار الدولية ذات الأوراق مالية والعملات متعددة الجنسيات ، وتعتمد الشركات متعددة الجنسيات وشركات الاستثمار الدولية على هذا النموذج لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية وأسعار الصرف والمخاطر وتغيير مكونات محفظة الاستثمار لضمانات أعلى عائداً و أقل مخاطر مشرقة.
- الربط بالسياسات المالية : عن طريق بتوحيد السياسات المالية يمكن الربط بين البورصات من حيث سياسات الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين الشركات المساهمة وشروط التسجيل الأوراق المالية في البورصة.
- الربط التنظيمي : تقوم بعض البورصات باستخدام هيكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معهما ، ويعني أن جميع الأدوات والآليات سوف تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية في تلك الأسواق.
- الربط التشريعي : تكفي بعض البورصات الراغبة في الربط بتطبيق التشريعات الاقتصادية والاستثمارية والمالية حيث يسهل ذلك التداول في الأوراق المالية المختلفة.
- الربط بالشركات المشتركة: يؤدي إنشاء شركات مشتركة بفروع في المناطق الجغرافية المختلفة إلى سهولة تسجيل أسهم وسندات الشركة المشتركة في أكثر من بورصة.
- الربط المتكامل تحقق الدول في الإتحاد الأوربي ربطا للبورصات في أوروبا الغربية بأكثر من طريقة وآلية من آليات المذكورة أعلاه، حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب الالكترونية والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح...التي تستخدم الأقمار الصناعية (الاستقبال والتوجيه) في الاتصالات واستقبال المعلومات عن أسواق المال بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.
- ويتم ربط البورصات في البلاد الواحد ببعضها البعض، أو ربط البورصات بين بلدين أو أكثر داخل كتلة اقتصادي واحد، أو ربط البورصات بين عدة دول حيث يصبح ربط عالمي على مدى 24 ساعة للاستفادة من اختلاف التوقيت الزمني بين القارات والدول.

إن العولمة زادت من التشابك المتبادل بين مختلف دول العالم، وذلك ينسحب بالضرورة على عولمة الأسواق المالية، حيث يتم من خلالها تبادل وتداول وتصفية الأصول النقدية والمالية خارج الحدود السيادة الوطنية، كما أصبحت الأسواق المالية العالمية هي الأداة الأكثر ربطاً للعديد من دول العالم بما تشمله من عمليات سوق العملات والأسهم والسندات والقروض والأوراق المالية الأخرى، كما أن عولمة الأسواق المالية تزايدت مؤخراً بشكل شديد، وقد عكست ثورة مالية حقيقية من حيث حجم الأسواق وتأثيرها وعلاقتها وأدواتها المالية الجديدة وأن هذه الثورة أحدثت ترابطاً عضوياً بين هذه الأسواق.¹

إن عملية ترابط وتشابك الأسواق المالية العالمية في إطار عولمة الأسواق المالية بفعل التقدم التكنولوجي والمعلوماتي الذي ساهم في هذه العملية إلى حد كبير، فأصبح بإمكان أي شركة أو مؤسسة في أي دولة من العالم أن تصدر الأوراق المالية وتطرحها للتداول في بورصات مختلفة من العالم، حيث تتيح للمستثمرين الذين يتوفر لديهم فوائض مالية واستثمارها عن طريق البورصات. " إن زاد التقدم التكنولوجي من تكامل الأسواق المالية وكفاءتها، وتبلور ذلك من خلال تكنولوجيا الاتصال والمعلومات التي ساهمت في ربط عموم المشاركين في السوق بشبكة اتصالات تمكنهم من تنفيذ الصفقات في لحظات، هذا إلى جانب السرعة بنقل المعلومات الأمر الذي ساعدها بالمتابعة والمراقبة لأسعار الأصول المالية عن بعد.²

كما تعتبر العولمة المالية ومظاهرها سبب في عالمية الأزمات وانتشارها في جميع أنحاء العالم، بفعل ترابط معظم الاقتصاديات العالمية واندماج أسواقها، فتظهر أزمة في اقتصاد دولة معينة سرعان ما تنتقل إلى اقتصاديات دول أخرى، وتعتبر الأزمة المالية العالمية لعام 2008 أفضل مثال على ذلك، إذ ظهرت هذه الأخيرة في سوق العقارات الأمريكي ليمتد تأثيرها ويمس القطاع المصرفي والمالي في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة التداخل بين القطاعات الاقتصادية

¹ احمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثارها على تنمية الدول النامية، مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع " استراتيجيات الأعمال في ظل العولمة"، جامعة فيلا دلفيا، الأردن، 15، 16 مارس 2005، ص ص: 5-6.

² أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري، الأردن، 2010، ص: 31.

والمؤسسات المالية وغير المالية - المصرفية - العاملة بها، فأفلست العديد من البنوك ومؤسسات التأمين وغيرها. كما أن لأزمة سوق العقارات تداعيات وأثار كبيرة على الاقتصاد العالمي، " فقد انتشرت هذه الأزمة إلى الأسواق المالية - البورصات - العالمية منها البورصات الأوروبية، الآسيوية والعربية وألحقت أضرار كبيرة بالقيم المنقولة المتداولة في السوق، كما أثرت بشكل سلبي على الاقتصاد الحقيقي وأدت إلى انكماش النشاط الاقتصادي في اغلب دول العالم"¹. بالإضافة إلى أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997، فبمجرد ظهور الأزمة في تايلندا وعمدت إلى تخفيض قيمة عملتها حتى انتشرت الأزمة بسرعة في الأسواق المالية الآسيوية.

ثانيا: الأسواق العالمية لرؤوس الأموال

عولمة الأسواق يعني تكاملها في جميع أنحاء العالم لتكون أسواق مالية دولية، وقد ساهمت عملية العولمة للأسواق في زيادة حركة الأموال وعدم التقيد بالأسواق المحلية، كما وسعت من قاعدة الخيارات أمام المستثمرين وعدم حصرها في ظل حدود الأسواق المحلية، لأن أهم ما يميز الأصول المالية في الأسواق الدولية هو أن عملية إصدارها متزامنة في عرضها لعموم المستثمرين وفي مختلف البلدان وعادة ما تكون عملية العرض خارج السلطات القانونية للدولة الواحدة.²

تكمن الوظيفة الأولى للأسواق العالمية لرؤوس الأموال في إقامة علاقة مباشرة أو غير مباشرة، بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها، ولكن العمليات تتخطى حدود الدولة وتشارك فيها عناصر اقتصادية تنتمي إلى قوميات مختلفة، وعلى الرغم من التكاليف والمخاطر التي تتطوي عليها هذه العمليات إلا أن هذه الأسواق تقدم الكثير من الإغراءات وهذا ما يبرر نموها، وهذه الإغراءات هي³:

- بالنسبة لمالكي الأموال:

¹ عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub prime, 2009, Regende, ص ص: 63، 66.

² ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص : 30.

³ فرنسوا لورو، مرجع سابق، ص ص: 13، 14.

- بعض البلدان تتمتع بفائض مالي بشكل طبيعي، واقتصادياتها تستطيع امتصاص المدخرات المملوكة أو المحدثه ويجد المالكون لهذه الفوائض في الخارج إمكانيات جديدة للتوظيف.
- إن الفوائد والأرباح المحصلة من توظيف هذه الأموال في أسواق خارجية تتجاوز مقدار ما لو تم توظيفها في أسواق محلية.
- يتمكن المستثمرين من الحصول على الأرباح إضافية بفعل تنويع المحفظة المالية.

- بالنسبة لطالبي الأموال:

- يستطيع طالبوا الأموال تقليص تبعيتهم لسوق واحدة من خلال تنويع التمويل.
- بإمكان مصدرى الأوراق المالية إيجاد فرص جيدة في الأسواق المالية الدولية تساهم في انخفاض تكاليف التمويل.

تعد هذه الأسواق إحدى التطورات النقدية التي شهدتها الأسواق المالية الدولية الراهنة وتتجزأ إلى¹:

1. السندات الدولية: لما كانت الفوارق غير واضحة تماماً، بين اليورو سندات والإصدارات

الدولية، فقد تم دمج هذين النموذجين من الأوراق المالية ضمن ما يعرف بالسندات الدولية.

أ - سوق اليورو - سندات: اليورو سند هو ورقة مالية، تستفيد من وضع ضريبي مميز،

وتصدر باليورو عملة بواسطة مجموعة دولية من المصارف، وتوظف خارج البلد الذي

استخدمت عملته في تحرير القرض، إن وجود مجموعة دولية Syndicat يسمح بنشر

الأوراق المالية عبر العالم.

ب - أسواق الإصدارات الأجنبية: يقتضي عدم المزج بين أسواق الإصدارات الأجنبية وأسواق

اليورو - سندات فالإصدارات الأجنبية هي كناية عن إصدارات يقوم بها غير المقيم بواسطة

مجموعة من المصارف، على أن تحرر عادة بعملة البلد الذي حصل فيه الإصدار، وتوظف

¹ وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل، مكتبة رأس المنبع، لبنان، 2003، الجزء 2، ص ص: 158، 165.

- بشكل أساسي في البلد المذكور، ويجب على من يلجأ إلى هذا النوع من الإصدارات أن يتقيد بالإجراءات المتبعة في بلد الإصدار، خاضعا في نفس الوقت للنظم القانونية المطبقة.
2. سوق الإصدارات الدولية للأسهم: الإجراءات المتبعة في سوق الإصدارات للأسهم هي قريبة جدا من الإجراءات الخاصة باليورو - سندات والفارق يتأتى أساسا من طبيعة الأصول المالية المصدرة، كما هناك مجموعة مصرفية دولية تضمن التوظيف والنشر الدولي للأسهم الجديدة المصدرة من قبل مشروعات خاصة، هذا النموذج من العمليات المرتبط غالبا بعمليات الخوصصة، يجرى بالتوازي مع إصدارات للأسهم التقليدية الحاصلة في السوق المحلي، وما تجدر الإشارة إليه هو أن سوق الأسهم لم يشهد انطلاقا حقيقيا إلا في العقد السابق.
3. سوق القروض المصرفية الدولية أو اليورو - قروض: هذا السوق هو إطار لقروض مالية، متوسطة وطويلة الأجل غير مضمونة عادة وممنوحة مباشرة من قبل مجموعة من المصارف الدولية المجتمعة في Syndicat هذه القروض في الغالب محررة بالدولار.
4. سوق إصدارات الأوراق المالية قصيرة الأجل: تشتمل كافة الأسواق السابقة على خاصية واحدة وهي إتاحة التمويل المتوسط وطويل الأجل عبر مجموعة مصرفية، هذا المفهوم للتمويل المتوسط وطويل الأجل هو في تطور دائم وما ظهور وتطور أسواق اليورو - ورقة واليورو ورقة تجارية إلا استمرار مطلقا لأسواق اليورو قروض.
5. عولمة الأسواق الثانوية الدولية لتداول الأسهم والسندات:
- إن وجود سوق ثانوي منظم لرؤوس الأموال، متكامل مع الأسواق المحلية الأخرى، يعتبر عامل أساسي لأسواق السندات الدولية، وإذا ما نظرنا إلى النمو المتواصل الذي شهدته الأسواق الثانوية خلال خمسة عشر عاما الأخيرة، وهذا ما يظهر على سبيل المثال في بلوغ سوق اليورو سندات في نهاية عام 1994 مقومة بعملة الدولار الأمريكي 783 مليار \$ وهو ما يعادل نسبة 36.8، ونلاحظ سيطرة الدولار الأمريكي على هذه الأسواق.

¹ المرجع سابق، ص ص : 205، 218.

إن مجموع العمليات المنجزة عبر " Euro clear و cedel " * ارتفع إلى 29000 مليار \$ عام 1994، وهذا المجموع وصل إلى 23000 مليار \$ في 1993، والى حوالي 3500 مليار \$ عام 1986، لقد كان نمو الأسواق الثانوية متواصلا عبر الزمن، وضخامة هذه الظاهرة توضح التركيز المؤكد أكثر فأكثر للسوق المالي الدولي، يشار أيضا إلى أن حجم السوق الثانوي لليورو - سندات واليورو أوراق كان قد بلغ 10800 مليار \$ عام 1994 أي حوالي 40 مليار \$ يوميا، وهذا النشاط الهام يتعلق بكافة فئات الاوراق المالية سواء المحررة بالدولار أو بباقي العملات الأخرى، أما فيما يخص حجم أسواق الأسهم الدولية يشار إلى أن المصدرين الدوليين كانوا قد جمعوا حوالي 24 مليار \$ من رؤوس أموال إضافية في عام 1985 هذا المبلغ ازداد بما يقارب العشرين ضعفا في عام 1994. وتجدر الإشارة إلى أن طبيعة الأسهم تجعل هذا السوق شديد الحساسية على التغيرات الحاصلة في الوسط الاقتصادي والمالي، وخير دليل على ذلك التقلص في حجم الإصدارات الجديدة الذي عقب الأزمة البورصية في عام 1987 وغياب المصدرين أثناء الأزمة الميكسيكية عام 1997. ويعتبر حجم الإصدارات شديد الانقلاب، لكن يميل نحو الارتفاع ويمكن ربط هذه الظاهرة بزيادة الطلب من ناحية وبتضاعف عمليات الخصخصة في العديد من الدول من ناحية أخرى، فعمليات خصخصة مشاريع الطاقة والنقل والاتصالات، ونظرا لضخامة هذه التوظيفات كان من الطبيعي اللجوء إلى السوق الدولي، إلا أن هناك بعض الصعوبات التي تواجه هذا السوق في العملية الواحدة.

ثالثة: التقدم التكنولوجي ودوره في أسواق الاوراق المالية¹

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات في نقاط عديدة من العالم، وأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات وتنويع محفظة الاستثمار ولقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تجديد

* " Euro clear و cedel " : هما مؤسستان متخصصتان ذات طابع قانوني تعاواني تقدم خدمات للمتدخلين المتخصصين والمستثمرين، حيث يقوم هذان المركزان بمقاصة جزء من العمليات الدولية على القيم المتحركة بكافة فئاتها، ولا ينحصر دورهما في فرز العمليات الواقعة على اليورو - سندات، فيقع الاول في بروكسل والثاني في لوكسمبورغ.
¹ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص ص : 160، 169.

الأدوات المالية وزيادة حجم التداول، كما ترتب على ذلك زيادة شركات الوساطة المالية وسماسرة الأوراق المالية ذو الطابع الدولي في أسواق الأسهم والسندات وأسواق العملات، واستفادت البورصات من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات الوطنية والدولية كما أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في دول العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين البورصات الدولية نظرا لتشابك المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية، وتستطيع الحواسيب الالكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك عن طريق تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية وموصلات الكمبيوتر، فتستخدم البورصات حاليا نظم الأسواق الاتوماتيكية AMS وتزداد استخدامات الموصلات الالكترونية وتقل تكاليفها مما يساعد أعضاء البورصة على الاستفادة من الحواسيب الالكترونية بالأسواق المالية ويتم ربط البورصات بالهاتف والفاكس والحواسيب الالكترونية وشبكات المعلومات المالية ومراكز المعلومات Satellites والتي تستطيع الحصول على المعلومات على مدار 24 ساعة، ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في أسواق المال مايلي:

- النظام الالكتروني للتحويلات المالية للبنوك.
- النظام الاتوماتيكي للمقاصة.
- نظام الاتصالات عبر البنوك العالمية ونظام التلكس.

المطلب الرابع: تجديد وترابط اسواق الاوراق المالية

إن العولمة أفرزت العديد من المظاهر المتعلقة بأسواق الأوراق المالية، حيث زادت من عالمية هذه الأسواق وأضافت لها الكثير من الابتكارات في الأدوات المتداولة فيها وهي أكثر موائمة لمتطلبات عمليات التجديد في هذه الأسواق.

أولا: تجديد الأسواق

إذا كان الاقتصاد العالمي قد اتجه نحو آليات جديدة ومترابطة بالتنسيق المتكامل في البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومنظمة التجارة العالمية، فقامت أيضا البورصات العالمية وأسواق المال

بالتنسيق من خلال تكنولوجيا الاتصالات ومنظومة المعلومات لخدمة القرارات والتقليل من المخاطر، وتختلف الدول من حيث قدرتها على جذب الاستثمارات لاختلاف مخاطر الاستثمار والمخاطر السياسية والاختلاف في قوة أسواق المال وتاريخ إنشاء أسواق المال والتداول وحجم المعاملات، وتتأثر أسواق الأوراق المالية بالضغط والقوى العالمية عند تكوين محافظ الاستثمار الدولية التي تتكون من عدة أوراق مالية وعدد كبير من المستثمرين من دول مختلفة، وتوجد اتجاهات عالمية الآن نحو توحيد قوانين أسواق المال والمعدلات النمطية للبورصات ونظم المحاسبة، ويؤدي ذلك إلى زيادة الاتصالات المالية والروابط بين أسواق الأوراق المالية...، ومن الاتجاهات العالمية في البورصات الاهتمام بتوحيد معايير التداول والاتصالات الفورية بين البورصات والمنافسة على أساس العائد والمخاطر المحسوبة، ومن بين الجوانب التي شملتها عمليات التجديد المالي في أسواق الأوراق المالية المتقدمة نذكر أهمها¹:

- تطوير صناعة الأوراق المالية.

- تطوير وسائل الاتصالات.

- بناء شبكات المعلومات المالية.

- توحيد المعايير النمطية في البورصات.

- التنسيق في السياسات النقدية والمالية.

- تشجيع الشركات تجاه الاستثمارات الدولية.

بدأ في أواخر السبعينات الوسطاء والبنوك إلى اختراع وسائل وتقنيات جديدة لتسهيل توظيف

الأوراق المالية، واستمرت هذه العمليات إلى أعوام الثمانينات، وجاء ابتكار وسائل جديدة لتأمين

الحماية الفعالة في مواجهة المخاطر والتقلبات كما لعب التطور التكنولوجي دورا خاصا في انبثاق

¹ المرجع السابق، ص ص: 111، 112 .

وسائل جديدة، حيث كان في البداية لتعميم أجهزة محاسبة فعالة أثرا كبيرا في التوصل إلى تقديرات سريعة جدا ومتواصلة للقيمة النقدية لبعض هذه المبتكرات، كذلك تسمح بالتقريب بين مختلف المتعاملين والوسطاء العالميين، في الوقت الذي تقدم فيه خدمات ضرورية من أجل تحويل الأوراق المالية والأرصدة.¹

أمام توسع ظاهرة العولمة المالية وما أفرزته من ابتكارات مالية، تجد المؤسسات المالية بصفة خاصة نفسها مرغمة على مواكبة هذه التطورات بالسعي للاستجابة للطلبات الدقيقة للزبائن بتحسين خدماتها وتنويع منتجاتها، كما أن التطور الذي تشهده الصناعة المالية من شأنه أن يضاعف من متطلبات الابتكار " التجديد" المالي حتى وإن تميز المحيط العام بنوع من الاستقرار النسبي من حين لآخر.²

وساهمت المشتقات المالية في تضخيم الفقاعة المالية " حيث زادت قيمة المعاملات في المشتقات المالية من 100 مليار دولار عام 2000 إلى 61000 مليار دولار عام 2007"³، فهي عامل مساعد على زيادة المديونية التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار لأنها تنشئ طلبا وهميا لا يتناسب مع حقيقة النشاط الاقتصادي وارتفاع الأسعار يفرض على المستثمرين تأمين أصولهم مما يعني التوسع في الاقتراض، ومن هنا ظهرت آلية التوريق وذلك تزامنا مع استفحال ظاهرة العولمة المالية، حيث ساعد انفتاح واندماج الأسواق المالية الدولية على توسع سوق المشتقات المالية في معظم الأسواق مما سهل انتشار العدوى لدى بقية الدول في العالم.⁴

ثانيا: ترابط أسواق الأوراق المالية الدولية

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات في نقاط عديدة في العالم، وأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات وتنويع محفظة الاستثمار ولقد أدى التدويل إلى تغييرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تجديد

¹ فرنسوا لورو، ترجمة: حسن ضيقة، مرجع سابق، ص: 241 ، 242 .

² محمد بوجلال، مقاربة إسلامية للازمة المالية الراهنة ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 6 ، ص: 13 .

³ فؤاد حمدي بسيسو، محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية، اتحاد المصارف العربية، 2010، ص: 178 .

⁴ محمد بوجلال، مرجع سابق، ص: 10 .

الأدوات المالية وزيادة حجم التداول، كما ترتب على ذلك زيادة عدد شركات الوساطة المالية وسماسرة الأوراق المالية ذو الطابع الدولي في أسواق الأسهم وأسواق السندات وأسواق العملات والعقود الآجلة واستفادت البورصات من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات الوطنية والدولية، كما أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في دول العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين البورصات الدولية نظراً لتشابه المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية، ولعبت الوطاء في سوق الأوراق المالية " البنوك، شركات التأمين وصناديق الادخار، بنوك الاستثمار" دوراً هاماً في الربط الدولي للبورصات واتجاهاتها العالمية بسبب¹:

-التوسع في فروع الشركات متعددة الجنسيات أكثر من 75 % من حجم الاستثمار الدولي.

-التوسع في نشاط البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.

-التوسع في أسواق القروض الدولية (سوق السندات الدولية).

-انتشار القاعدة الدولارية.

-انتشار الاستثمار الأجنبي المباشر.

-التوسع في الاستثمار الأجنبي مباشر في الأوراق المالية.

-دعوة جولة الأورجواي للجات إلى تحرير تجارة الخدمات المالية والتأمينية والمصرفية

وتجارة الأوراق المالية بالبورصات.

وبفعل استعمال المعلوماتية ' L informatisation' في الأسواق المالية تم اختزال كل

الحواجز الجغرافية التي تفصل بين الدول والأسواق، أصبحت الدول تعمل على مدار 24 / 24،

ووجد المستثمرون على شاشات العرض الآلية كل المعلومات التي يحتاجونها في الأسواق

الأخرى².

¹ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 160 ، 161.

² بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 155.

وتستخدم أسواق الأوراق المالية الدولية في عمليات الربط مجموعة من البرمجيات والأنظمة التي تساعدها على ذلك، ومن بينها نظام NASDAQ وهو يسمح بالتداول بين البورصات العالمية على مدى 24 ساعة، ونظام SEAG يتم من خلاله ربط الوسطاء الماليين وشركات الاستثمار وشركات الأوراق المالية بشبكة من الاتصالات لإتمام الصفقات على تقوم بالمعاملات 24 ساعة بالبورصات العالمية، وتأخذ عالمية أسواق الأوراق المالية ثلاث نماذج وهي " نموذج عالمية البورصة، نموذج عالمية المحفظة المالية ونموذج تدويل المؤسسات المالية"، وشهد العالم في العقود الأخيرة تغيرا كبيرا في أنماط التمويل الدولي من خلال العديد من الأسواق أهمها أسواق الأورو- دولار، كما أن هناك عددا من الأسهم الدولية التي تم تداولها عبر البورصات الدولية، أما عالمية محفظة الاستثمار فقد تم ربط البورصات العالمية من خلال ما يقوم به المديرين الماليين الدوليين من بناء محفظة استثمار بعملات مختلفة بغرض التنويع لخفض المخاطر، وتنص قرارات جولة أوجواي في اتفاقية الجات على تحرير الخدمات المالية والمصرفية وتجارة الأوراق المالية بالبورصات وهذا ما ساعد على عالمية أسواق الأوراق المالية والبورصات، وسوف يؤدي ذلك إلى¹:

- الاتجاه نحو عالمية البورصات.
- الاتجاه نحو عالمية الأوراق المالية.
- الاتجاه نحو عالمية الوسطاء الماليين والشركات المالية الدولية.
- التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية والتداول.
- حتمية الإفصاح المالي والاتصالات الدولية.

المبحث الثاني: التجديد المالي وأثره على أسواق الأوراق المالية

إن الأوراق المالية التي تم التعرض لها سابقا ليست هي الأدوات الوحيدة المتداولة في أسواق الأوراق المالية، إذ توجب على الصناعة المالية أن تستجيب للتطورات الحاصلة في بيئة

¹فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص ص: 127 ، 162.

النشاط الاقتصادي والتي تزاوّل عملها على مستوى هذه البيئة نظرا لما شهدته هذه الأخيرة من تغيرات في أساليب وصيغ التعامل، وكذلك الأدوات المتداولة فيها، وهذا ما عرف بالتجديد المالي*.

المطلب الأول: مفهوم التجديد المالي ودوافعه

شهدت الأسواق المالية صورا إبداعية لمنتجاتها، وكانت ولا زالت حدة المنافسة بين المؤسسات المالية الدور الرئيسي لإنتاج الإبداع المالي وتطوير آلية السوق، واستراتيجيات الاستثمار بالأدوات المالية، كما أن الإبداع المالي ساهم بفاعلية في نقل الثروات المالية من السوق المحلي إلى الأسواق الدولية مما يساعد على ذلك هو تخفيض القيود على حركة رأس المال والتطورات الحاصلة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات.¹

أولا: مفهوم التجديد المالي

يعد تحديث أدوات السوق المالي أمرا موازيا للتحديث في المؤسسات المالية، وبالتالي فالصناعة المالية لا تختلف عن الصناعات الأخرى كونها تستهدف تحقيق الربح وتعزيز القيمة المضافة، لذلك فتغيرات البيئة الاقتصادية تحفز البحث عن تحديث أكثر فاعلية² وبالتالي أن يترتب على تغيرات التكنولوجيا حفز التجديد والابتكار المالي من خلال تخفيض تكلفة تقديم الخدمات والأدوات المالية ويجعل من المربح تقديمها إلى الجمهور، فلقد ترتب على تكنولوجيا الكمبيوتر تخفيض في أداء المعاملات ومن ثم فكرت المؤسسات المالية في تقديم خدمات وأدوات مالية جديدة.³

ويقسم البعض حركة الابتكار المالي " التجديد " إلى قسمين رئيسيين هما: اختراع منتج مالي واختراع إجراء مالي، فاختراع منتج يتم بإيجاد ورقة مالية مثلا غير موجودة من قبل أما اختراع إجراء فيتم عن طريق تغيير طريقة معينة في التعامل نتيجة الاستعمال المكثف للوسائل

* يمكن الإشارة إلى أن من أهم منتجات التجديد المالي هي منتجات وأدوات الابتكار أو الإبداع المالي، لذلك نقصد بالتجديد المالي الابتكار والإبداع.

¹ ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص : 24.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص : 99.

³ احمد ابو الفتوح الناقه، مرجع سابق، ص : 41.

الإلكتروني والإعلام الآلي، ويبقى القاسم المشترك للاختراعات المالية هو مساهمتها في زيادة كفاءة السوق وتنشيطها من الناحية العملية، ولم تقف حركة الاختراعات المالية عند الأوراق المالية، فقد امتدت إلى ميدان المؤسسات والهيكل، حيث أنشأت أسواق خاصة ببعض من تلك الأصول لتوفير السيولة لها، وإتاحة الفرصة للشركات التي لم تتمكن من الدخول إلى الأسواق الرسمية مثلاً إنشاء السوق الثالثة والرابعة في الولايات المتحدة وأسواق الخيارات وأسواق العقود المستقبلية وغيرها¹. وصنف الإبداع المالي في ثلاث اتجاهات²:

- أدوات لتوسيع السوق وهي أدوات تؤدي إلى زيادة سيولة السوق، وتوفير الأموال من خلال عرض الفرص الجديدة من قبل المصدرين إلى المستثمرين.
 - أدوات لإدارة المخاطر فهذه الأدوات تستخدم لتحويل المخاطر المالية إلى الذين أقل تجنباً لتحمل المخاطر.
 - أدوات المراجعة فهي أدوات تمكن المستثمرين والمقترضين من الاستفادة من فروق التكلفة واختلاف العائد بين الأسواق المالية.
- ومن أهم تلك الأدوات المالية المبتكرة التي دخلت إلى أسواق الأوراق المالية هي الأدوات المالية المشتقة التي تولدت عن الهندسة المالية والتي تعتبر وسيلة لتنفيذ الابتكار - التجديد المالي - ، وهي منهج أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها، وإن الهندسة المالية والابتكار المالي ليس شيئاً واحد وإنما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل منهما على الأخرى، فالحاجة تدفع إلى الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية والتي توفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع الابتكارات موضع التنفيذ، ليتم طرحها في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على أن يكون لها أفضل السبق في تقديمها للعملاء³.

¹ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص : 125، 126.

² ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص : 24.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص : 83.

ثانيا: دوافع - مبررات- التجديد المالي

إن الابتكارات المالية تعد أهم مظاهر التجديد المالي وساعد على ظهورها العديد من العوامل نذكر أهمها في مايلي:¹

-الأنظمة الضريبية المطبقة: إن التغييرات في القوانين والأنظمة الضريبية وكذا تغير النسب المفروضة على مختلف الدخل يجعل الخاضعين لتلك الضريبة والمستثمرين يغيرون الأداة المالية واستبدالها بأخرى أقل من حيث العبء الضريبي وهذا ما ساعد على إيجاد أدوات مالية جديدة وسهل

4-الابتكارات المالية: مثلا تغيير النسبتين المفروضتين على كل من الأرباح الرأسمالية وعلى الفوائد المحصلة من الاستثمار في السندات وأرباح المساهمين العاديين.

-القوانين الحكومية السارية المفعول: إن تغير هذه القوانين كإلغاء الحواجز والفروق فيما بين المؤسسات المالية مثلا توسيع المؤسسات من سلسلة إصداراتها من الأوراق المالية وبذلك زاد التنافس في اختراع أصول مالية.

-تغييرات نسب التضخم وأسعار الفائدة: إذ يؤثر تغير معدل التضخم مباشرة على أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية وبصورة مباشرة على دخول الحقيقية، وفي هذا الإطار تم اللجوء إلى أدوات مالية أقل مخاطرة من هذه الناحية كالاستثمار في السندات بأسعار فائدة متغيرة، ويسهل للباحثين عن مصادر تمويل وتقديم أدوات قادرة على التكيف مع الظروف التضخمية السائدة.

-التقدم التكنولوجي: ساهم التقدم التكنولوجي في تغيير الكثير من التقنيات والإجراءات التي تقوم البورصات والأسواق المالية في كافة أنحاء العالم، حيث أثر على كيفية إتمام الصفقات بين المستثمرين في أسواق محلية أو أسواق عالمية، وألغى بذلك الفواصل الزمانية والمكانية فضلا عن تخفيض تكاليف المعاملات والسرعة في تسليم الأدوات المالية محل التعاقد وتسديدها.

¹ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص ص : 127، 131.

مستوى النشاط الاقتصادي السائد: إذا كان الاقتصاد يتمتع بفترة استقرار ورواج زادت الحاجة إلى مصادر تمويل مختلفة وتم اختراع أدوات مالية جديدة تستجيب لمتطلبات الفترة عكس فترات الكساد وعدم الاستقرار فيبقى التركيز على الأدوات والوسائل التي تقلل المخاطرة وتوفر السيولة للمنتجات المتوفرة لديهم.

-البحوث والدراسات الأكاديمية المتعلقة بكفاءة السوق: إن نتائج البحوث كفيلة بضمان الأرضية لاختراع أدوات مالية جديدة على مستوى البورصات وأسواق الأوراق المالية، حيث يتم التطرق إلى المنتجات المالية التي تمكن من زيادة كفاءة السوق وتكون مصدر إقبال من طرف المخترعين والمستثمرين.

المطلب الثاني: الهندسة المالية مظهر من مظاهر التجديد المالي

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الهندسة المالية وما نتج عن هذه العملية من ابتكارات مالية على مستوى الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية تسمى المشتقات المالية.

أولاً: تعريف الهندسة المالية

تعد الهندسة المالية عملية تطويرية انطلاقاً من الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المنشآت الاستثمارية فضلاً عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية، وأن الغرض الأساسي لها هو التحوط ونقل المخاطرة إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة ليشمل أغراض المضاربة والاستثمار، ولازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالها مستمرة واستعمالاتها مستمرة ومتزايدة...، وتعرف الهندسة المالية على " أنها عمليات تصميم وتطوير والتزود بتقنيات مالية مبتكرة وصياغة حلول عملية للمشاكل المالية "¹.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007 ، ص ص: 15، 22.

وتسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية " البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار والإدارات المالية " برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة واستراتيجيات مالية تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية " أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أسعار الأسهم، حجم التداول..."، ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية، ومن أمثلة التجديد في الأدوات المالية ما يطلق عليه بالمشنقات المالية التي تعتمد على عدد من الأوراق المالية وتغطي الهندسة المالية مجالات الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض، وتخطيط الخدمات المالية للأفراد إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية " الخاصة والعامة " و " المحلية والدولية " لغرض الربح أو لغير ذلك، وتقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التأمين بالإضافة إلى نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي والقانوني¹.

وقد شهد العقدان الأخيران من القرن الواحد والعشرين نمو متصاعد للهندسة المالية، وكان ذلك بفعل مجموعة من العوامل المتفاعلة والتي أدت في الأخير إلى تشكيل بيئة مناسبة لها، وقد تم تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين : **الأولى** عوامل بيئية داخلية تتعلق بالمنشأة نفسها والتي تمتلك بعض السيطرة عليها كاحتياجات السيولة وتدني المخاطر، أما **الثانية** فهي عوامل بيئية خارجية والتي لا تمتلك المنشأة السيطرة المباشرة على إدارتها إلا أنها في الوقت ذاته لها ارتباط كبير بها وتشمل التغيرات الكبيرة التي طرأت على الأسعار في أسواق السلع والمال منذ منتصف السبعينات وزيادة حدة المنافسة بين المنشأة المالية والمصرفية فضلا عن التطورات التكنولوجية المتسارعة في المعلوماتية والاتصالية وكذا التطورات في مجال التمويل للمنشآت².

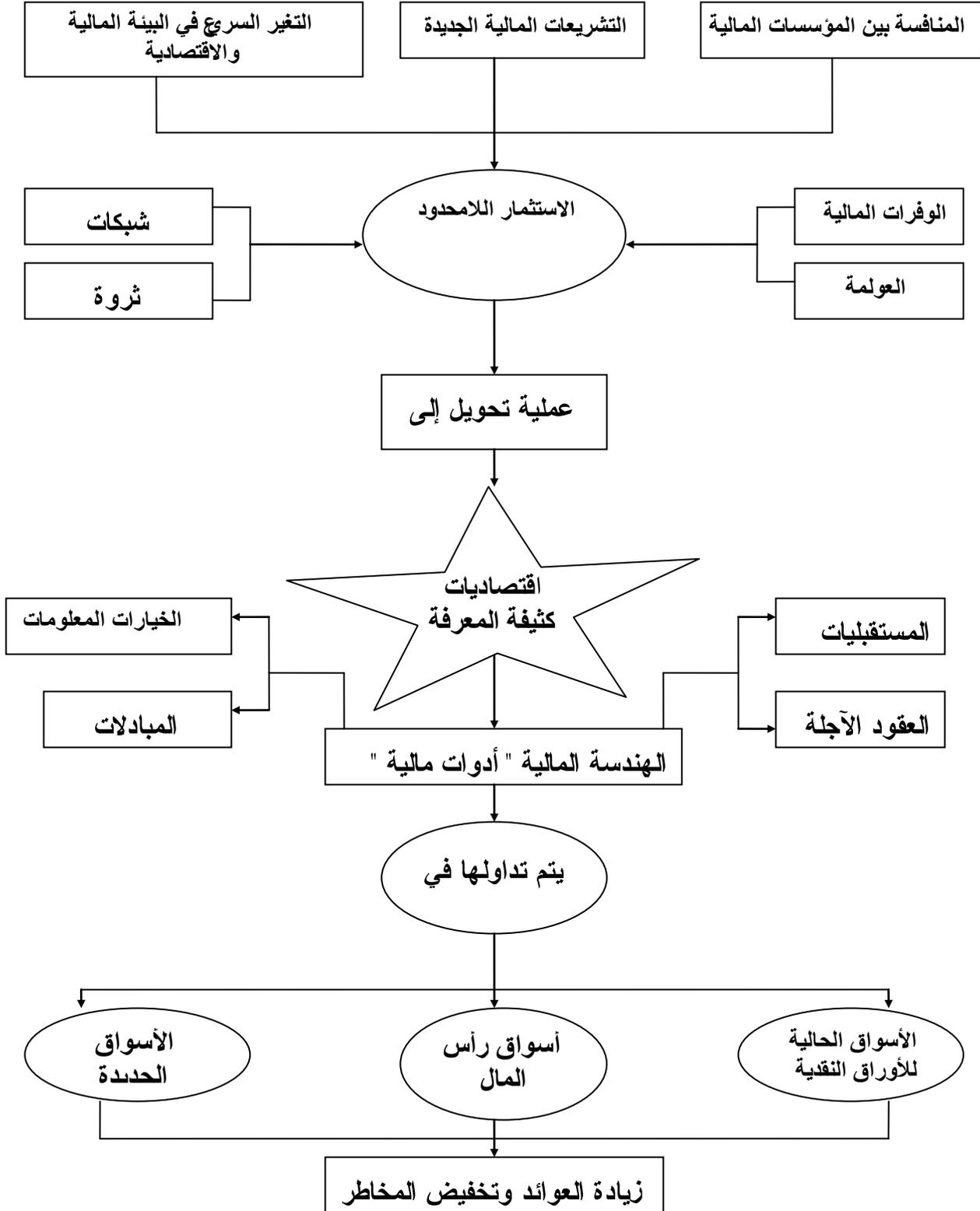
ويوضح الشكل التالي كيفية ظهور الهندسة المالية وتداولها في الأسواق المالية، حيث يظهر جليا الدور الذي تلعبه ثورة المعلومات والشبكات في زيادة تدفقات الاستثمارات المالية بفعل العولمة

¹ فريد النجار، المشنقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص ص : 123، 125.

² هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص : 33، 34.

وبالتالي التحول نحو اقتصاديات كثيفة المعرفة الأمر الذي ساعد على نمو هذه العملية والتي تتداول في أسواق المال بهدف التخفيض من درجة المخاطرة وزيادة العوائد. إن التغيير في أسواق الأوراق المالية يغير احد العوامل التي ساعدت على وجود الهندسة المالية، فالتقلبات في حركة أسعار في الأسواق المالية وعدم الاستقرار فيها أوجد بيئة مالية غير مستقرة تزيد من درجة المخاطر وتدني الأرباح ومن هذا المنطلق تطورت الهندسة المالية لتشمل وسائل وأدوات لإدارة وتغطية المخاطر المالية وزيادة الأرباح للمستثمرين في الأوراق المالية، كما أن التطورات التكنولوجية والمعلوماتية كان لها اثر كبير في تطوير الهندسة المالية.

شكل رقم (09): ابتكار الهندسة المالية وأدواتها في أسواق الأوراق المالية



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص:

ثانيا: أدوات الهندسة المالية

إن التغيير المستمر والمتلاحق في النشاط والبيئة الاقتصادية العالمية وتحديدًا المالية، استوجبت البحث عن أدوات مالية جديدة يساهم التعامل بها تخفيض التكاليف وتدني المخاطر ورفع العوائد وجاء هذا ضمن الهندسة المالية التي تشمل العديد من الأدوات التي من شأنها تحقيق ما تقدم ذكره، ويطلق على هذه الأدوات اسم المشتقات المالية.

تعرف المشتقات المالية على أنها " عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسلع والعملات الأجنبية...الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادًا على أداء الأصل موضوع العقد.¹

وتتضمن عقود المشتقات مايلي:

- تحديد سعر التنفيذ " الممارسة" في المستقبل.
- تحديد الكمية " عدد الاوراق المالية محل التعاقد".
- تحديد تاريخ انتهاء صلاحية العقد " مدة سريان العقد".
- تحديد الأصل محل التعاقد.

وبالتالي فإن المشتقات المالية هي اتفاق " تعاقد" للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر ممارسة محدد مسبقًا، حيث تعتمد قيمتها (المكاسب، الخسائر) على الأصل محل التعاقد. ويتنوع المتعاملون في عقود المشتقات بين:²

1 - المتحفظون: يهتم المتحفظون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات المالية

تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

2 - المضاربون: ويراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات المالية

لمحاولة تحقيق المكسب.

¹ طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 5.

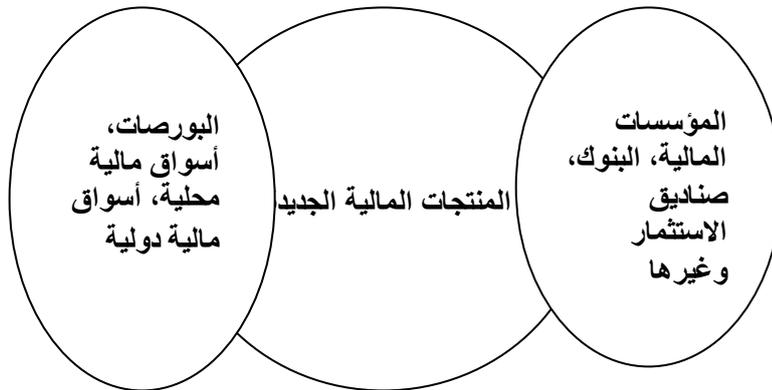
² المرجع السابق، ص: 8.

3- المراجعون: ويدخلون عندما يكون هناك فروق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

شكلت المشتقات المالية جوهر الهندسة المالية حيث تمكن من تلبية حاجات المنشآت المالية

والمصرفية والمستثمرين عموماً من مصادر التمويل المتنوعة، فضلاً عن زيادة السيولة في الأسواق المالية وتعزيز فرص هذه المنشآت في إدارة مخاطرها، ولقد تجلت أهمية هذه الأدوات في الأسواق المشتقة في أسواق الأوراق المالية العالمية من خلال زيادة حجم عدد عقودها والتي بلغت 774 مليون عقد خلال عام 1993 كما شهد حجم التداول بالمشتقات على اختلاف أنواعها زيادة مضطردة خلال السنوات الأخيرة إلى نحو 45 ترليون \$. وقد نمت بسرعة فائقة استخدام هذه الأدوات المشتقة في أسواق البلدان المتقدمة من خلال السنوات العشر الماضية، فمنذ أن بدأت مقايضات أسعار الفائدة والعملات في أوائل الثمانينات، نمت سوق هذه الأدوات نمواً هائلاً ليبلغ حجمها الإجمالي القائم أكثر من 90 ترليون \$ منذ عام 2000 حيث تضم المشتقات مجموعة من العقود المالية وهي " عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة والعقود المبادلة" أو اثنين من هذه العقود وهو ما يصطلح عليه بمشتقات المشتقات مثل عقود المبادلة الخيرية¹.

شكل رقم (10): توسيع قاعدة الأسواق المالية



المصدر: فريد النجار، مرجع سابق، ص: 136.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 59، 67.

نظرا للأهمية التي تلعبها المشتقات المالية بالنسبة للأسواق المالية والحركية التي تظهر على مستوى هذه السوق من خلال التعامل بالمشتقات المالية والسرعة بالإضافة إلى متطلبات خفض المخاطر والتكاليف والرفع من العوائد فإن عملية الهندسة المالية تعمل على زيادة من هذه المنتجات وخلق منتجات أخرى جديدة للتوسع من قاعدة الأسواق المالية، وهذا ما يوضحه الشكل السابق.

المطلب الثالث: جوانب التجديد المالي في أسواق الأوراق المالية

ظهرت في السنوات الأخيرة اتجاهات حديثة في الأوراق المالية التقليدية في الأسهم العادية والممتازة والسندات، المتداولة في أسواق الأوراق المالية، ونحاول في هذا المطلب التعرض إلى الاتجاهات الجديدة لهذه الأوراق.

أولا: الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم العادية

بالإضافة إلى الأسهم العادية التقليدية التي تصدرها المؤسسات والمتداولة في أسواق الأوراق المالية والتي تم التعرض لها في الفصل الأول، توجد عدة أنواع جديدة ظهرت في السنوات الأخيرة نذكر من أهمها¹:

1. الأسهم العادية لأقسام إنتاجية: حامل هذا السهم مالك لقسم معين من أقسام الشركة حيث أن لهذا القسم أسهما خاصة بأشخاص معينين، ولحامل هذا السهم المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، بغض النظر عن المركز المالي لبقية الأقسام في الشركة. وإن نجاح هذا القسم في أداءه يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة ومن مخاطر هذا السهم أنه قد يحدث نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين، وقد ظهر في الثمانينات حيث أصدرت شركة جنرال موتورز مجموعتين من الأسهم الفئة الأولى أطلق عليها فئة E وربطت بقسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية، والفئة الثانية هي فئة H وربطت هذه الفئة بقسم إنتاج أجزاء الطائرات.

¹ ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزت سلام، مرجع سابق، ص ص : 43، 44.

2. **الأسهم العادية بوفرات ضريبية:** الأرباح الموزعة على هذه الأسهم تستقطع من الربح قبل الضريبة، أي أنها جزء من إيرادات الشركة وتنخفض الأرباح الخاضعة للضريبة، هذه الأسهم تخصص للعاملين في المنشأة مما يجعل أرباح هذه الأسهم تشبه الرواتب التي يتقاضاها العاملون ومن آثار منح العاملين أسهم في الشركة هو تحفيزهم على زيادة الإنتاج، وكان أول إصدار لهذا النوع من الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية.

3. **الأسهم العادية المضمونة:** إصدار هذه الأسهم يكون مضمون بقيمة معينة " أي يحق لحامله الرجوع للشركة المصدرة عند انخفاض قيمته السوقية وذلك خلال فترة محددة ". فعند شراء سهم ما بـ 10 ون، تضمن المنشأة المصدرة لهذا السهم ألا تقل قيمته السوقية عن 8 ون ولو انخفض إلى 9 ون فلا تتحمل الشركة أي تعويض، أما لو انخفض إلى 6 ون فتعوض الشركة حامل السهم بالفرق وهو 2 ون لتصل للقيمة المضمونة، (ويتم تعويض المستثمر عن الانخفاض في القيمة السوقية للسهم من خلال إصدار أسهم عادية إضافية بقيمة الانخفاض وتوزيعها على المستثمرين إلا أن هذا قد يؤدي إلى انخفاض كبير من القيمة السوقية للأسهم وزيادة حصة المستثمر في ملكية الشركة، فاستخدمت بعض المنشآت آليات أخرى للتعويض في صورة نقدية أو أسهم ممتازة... الخ) ¹. وفي الغالب يباع هذا النوع من الأسهم بعلاوة كتأمين، وللمستثمر الحق في الشراء بعلاوة إذا رغب بالضمان بأن لا يقل السهم عن قيمة معينة أو بدون علاوة إذا لم يرغب في الضمان.

ثانيا: الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة

إضافة إلى الأسهم الممتازة ظهرت أنواع أخرى من الأسهم الممتازة من بينها الأسهم ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.²

1. **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة ومحددة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم، وفي عام 1982 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص ص: 48، 49.

² المرجع السابق، ص ص: 50، 55.

نوع من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزانة على أن يجري تعديل نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم للطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل التوزيعات على نسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم.

2. **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** وهي الأسهم التي تصدر للتعويض عن الانخفاض في القيمة الاسمية للأسهم العادية المضمونة، فضلا أن لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس وأن القيمة الاسمية لا بد أن تساوي القيمة الاسمية للسهم العادي، فإن لحامل تلك الأسهم الحق في توزيعات تعادل تماما ما يحصل عليه حامل السهم العادي، كما أن له الحق في التصويت في الجمعية العامة.

ثالثا: الاتجاهات الحديثة بشأن السندات

استحدثت العديد من أنواع السندات التي تختلف عن السندات التقليدية، ونحاول استعراض أهمها في مايلي:¹

1. **سندات لا تحمل معدل كوبون:** ويطلق عليها بالسندات صفرية الكوبون، فالمؤسسة لا تدفع عليها فوائد، حيث تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق. أما سمة الصفرية فتظهر في كون أن تلك السندات تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية بينما يحصل حاملها على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق مقدار الفوائد التي يحصل عليها حامل السند².

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص: 285، 286.

² منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مصادر التمويل، مرجع سابق، ص: 387.

2. **سندات ذات معدل فائدة متحرك - متغير -**: وهو نوع من السندات استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات.

وعادة يحدد سعر الفائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

3. **السندات ذات الدخل**: لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

4. **السندات الرديئة**: استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالشركة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفاً بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض تلك المخاطر.

5. **سندات المشاركة**: تعطي الحق للمستثمر ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من أرباح الشركة.

و قد ظهرت سندات بأنواع أخرى من أهمها:¹

1. **السندات القابلة للاستبدال**: استحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1986 فهي لا تختلف عن النوع السابق، إلا أن السهم محل الاستبدال بالسند هو لشركة أخرى غير الشركة المصدرة للسند، عادة ما يكون معدل الكوبون على هذه السندات منخفضاً بالمقارنة بالسند غير قابل للاستبدال وذلك نظراً لاختيار ميزة الاستبدال لحامله وميزة التنويع للشركة التي تتمتع بالمركز المالي القوي.

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، مصر، لم تذكر سنة النشر، الجزء الأول، ص ص: 356، 362.

2. السندات التي تعطي حق شراء أسهم الشركة: وتدعى صكوك الشراء اللاحقة، فهي السندات التي يصاحبها صكوك تعطي لحاملها الحق في شراء عدد من أسهم الشركة مستقبلا بسعر محدد عند إصدار السند، وقد تمتد فترة تنفيذ الصك لبضع سنوات.

رابعاً: الأوراق المالية القابلة للتحويل¹:

يقصد بها تلك السندات والأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا ما رغب حاملها في ذلك، وعادة ما تكون تلك الأوراق " قابلة للاستدعاء " * وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، عندما يكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء، وقيمة التحويل هي القيمة السوقية للسهم مضمونة في معدل الكوبون أي مضمونة في عدد الأسهم العادية مقابل كل سند أو سهم ممتاز قابل للتحويل، وقيمة التحويل تختلف عن سعر التحويل، إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز القابل للتحويل مقسوماً على معدل التحول، حيث أن معدل التحويل هو ناتج قسمة القيمة الاسمية للسند على سعر التحويل وأن حق التحويل يشجع على الاكتتاب فيها وخاصة بالنسبة للمستثمرين الذين يتجنبون المخاطر.

خامساً: التوريق²:

يعتبر نشاط التوريق من الأنشطة التي ارتبطت بنشاط سوق الأوراق المالية والتي يتوقع أن تنتشر مع الانتشار في الأنشطة المرتبطة بها وخصوصاً لكل من نشاط التمويل وتداول السندات. والتوريق هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ووضعها في صورة دين واحد معد اثنتاناً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر وضماناً للتدفق المستمر للسيولة

¹ محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص ص : 121، 122.

* الأوراق قابلة للاستدعاء: وهي سندات يجوز للجهة المصدرة استدعاءها، وذلك في أي وقت بعد مرور فترة زمنية معينة على إصدار السند وذلك عند انخفاض أسعار الفائدة على السندات في السوق، حيث تحل السندات الجديدة بسعر فائدة منخفض محل السندات القائمة التي تحمل سعر فائدة مرتفع.

² محمد احمد غانم، التوريق" الماهية، المزاي، الإجراءات والعناصر" ، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009 ، ص ص : 29، 97.

النقدية للبنك، ويتمثل مصطلح التوريق (التسديد) في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين أي تنتقل القروض من صيغة القرض المصرفي إلى صيغة الأوراق المالية. ويقوم التوريق على العناصر التالية:

■ **المقترض:** سواء كان شخص طبيعي أو اعتباري وقد يكون الغرض من الاقتراض عبر

مواجهة التعثر المالي أو إعادة الهيكلة أو الاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل

تاريخ استحقاقها وإحلال دين القرض طويل الأجل محل هذه الديون.

■ **الأصول محل التوريق:** يتجسد الدين في صورة سندات مديونية والأصول الضامنة للدين

محل التوريق دائما ما تكون أصولا ذات قيمة مرتفعة لذلك غالبا ما تكون حقوق رهن رسمي

للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذي يدين البنك.

■ **الخطوات السابقة لعملية التوريق:** تسمى خطوات تمهيدية حيث يقوم البنك أو المؤسسة

باستطلاع رأي عملائه المدينين فيما ينوي عمله في شأن توريق ديونهم وفي حالة موافقتهم

فإن على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدائن الجديد، بالإضافة إلى ذلك

يقوم البنك بالتقييم الواقعي للأصول وتحديد السعر اللازم للأوراق المالية المزمع طرحها

للاكتتاب.

■ **إدارة الأصول:** على الرغم من انتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية

المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد، فإن الممارسة العلمية إثبات له

في معظم الصفقات يناط بهذا البنك مهام إدارة واستثمار محفظة هذه الأصول وضماناتها أثناء

إنجاز وتنفيذ عمليات التوريق.

ويمكن تصنيف التوريق في نوعين أساسيين هما:

1 - تصنيف التوريق وفقا لنوع الضمان

- التوريق بضمان أصول ثابتة.

- التوريق بضمان متحصلات نقدية.

2- تصنيف التوريق وفقا لطبيعته

- انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل لنقل الملكية لإعادة بيعها، وتوزيع التدفقات المالية وفقا لحصص محددة.
- انتقال الأصول بكفاءة في صورة مديونية وإصدار أوراق مالية وسندات عديدة تختلف فيما بينها وفقا لدرجة التصنيف وسرعة الدفع وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة. وقد شهدت أسواق التمويل الدولي خلال السنوات الأخيرة نموا ملحوظا كما ونوعا في النم المدينة أو الديون القابلة للتوريق التي طرحتها مؤسسات مالية أو غير مالية لاسيما البنوك منها، وقد أصبح التوريق وسيلة أساسية لدى هذه المؤسسات لزيادة حجم سيولتها المالية من خلال تحويل الأصول غير سائلة إلى أصول سائلة، وقد تطورت أسواق التوريق الدولية مع تطور أنواع الأصول المورقة، ولعل عملية التوريق ظهرت مع تفجر أزمة المديونية الخارجية العالمية عام 1982 وجاءت اقتراح تحويل الديون الخارجية إلى سندات للخروج من الأزمة، كما تعود جذور التوريق إلى مسابقة التبادل الجذري الحاصل منذ الثمانينات في أسلوب التمويل الدولي، حيث تم التحويل وبشكل متسارع من صيغة القرض المصرفي إلى الأوراق المالية وكانت بداية انطلاق هذه العملية من الأسواق الأمريكية من أجل تمكين المصارف من التخلص من القروض الإسكانية غير السائلة، ثم تطورت في دول أوروبا خاصة بريطانيا، كما انتشرت عمليات التوريق في أسواق دول أخرى مثل كندا، السويد واستراليا.

المطلب الرابع: دور مظاهر التجديد في أحداث ازيمات مالية

- توجد العديد من العوامل والجوانب التي تجعل من سوق الأوراق المالية سببا في حدوث ازيمات، حيث أن هذه العوامل تسبب في ظهور الكثير من الأعراض التي تؤدي إلى فقدان ثقة المستثمرين في السوق، والتأثير لتفاقم الأزمة وسرعة انتشارها، ومن هذه العوامل نذكر:
- 1. عولمة الأسواق المالية:** أدت العولمة إلى مضاعفة حجم وسرعة تدفقات الأصول المالية إضافة إلى تدفق السلع والخدمات وعوامل الإنتاج بين دول العالم إلى مستويات غير مسبوقة فاقت سرعة

التطورات في التشريعات والأنظمة اللازمة لتنظيم هذه التدفقات، كل ذلك أدى إلى زيادة التشابك والتداخل بين الدول وأقاليم العالم وجعله كقرية صغيرة إذا ما وقع في أي جزء منه أثر بشكل مباشر وفوري أثر على كافة أجزائه الأخرى، ونلاحظ التدفقات الهائلة للاستثمارات المالية الدولية واتسامها بالتركيز مع نمو ظاهرة المؤسسات المالية الضخمة عابرة الحدود والنقص في وسائل الرقابة والتنظيم قد ساهم في ظهور اختلالات غير متوقعة في أسواق المال سرعان ما تنتشر آثارها لمعظم أجزاء العالم، وعلى وجه التحديد فإن أي خلل مالي أو اقتصادي في أحد الأسواق الدولية الرئيسية كالسوق الأمريكي حيث يشكل هذا الأخير حوالي ثلث حجم الاقتصاد العالمي سيؤدي إلى اختلالات موازية في الأسواق العالمية الأخرى، هذا ما تعبر عنه الأزمة المالية العالمية 2008 والتي سوف نتطرق لها بالتفصيل في المباحث التالية، فعلى إثر هبوط قيم الأسهم في وول ستريت انخفض المؤشر العام لقيم الأسهم في باريس ولندن وطوكيو وغيرها من أسواق الأوراق المالية الدولية وهكذا انتقلت عدوى الأزمة إلى بقية دول العالم ولم تقتصر فقط على الأسواق المالية، بل امتدت إلى شركات في مختلف النشاطات الاقتصادية وإلى قطاعات اقتصادية أخرى.¹ كما أن الأحداث المتعلقة بالأزمة الآسيوية والأحداث التي تلتها في مواجهة صدمات لدى الأسواق المالية العالمية والمنظمات الدولية، وترجع هذه الأسباب إلى العولمة، وعلى الربط الدولي شبه الآلي للأسواق المالية وإلى التقلبات المتعلقة بتدفقات رأس المال في الأسواق الناشئة².

2. الابتكارات المالية: إن التعامل بأدوات الابتكار المالي التي تسمى بالمشتقات المالية يتضمن العديد من المخاطر نظرا للاختلاف الكبير في طرق وأساليب التعامل بين هذه الأدوات المبتكرة أو المستخدمة على مستوى أسواقها وبين الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق خاصة وأن الممارسة الخاطئة لهذه الأدوات من شأنه خلق العديد من الآثار غير المرغوب فيها مما ينتج عنه اضطرابات في الأسواق المال وإفلاس المؤسسات المالية والشركات. " كما يؤدي غياب الحيطنة

¹ طالب عوض، اثر التقلبات المالية على أسواق الدول النامية، الموقع الالكتروني:

<http://www.ju.edu.jo/Resources/EconomicObservatory/Research%20Output%20Files/> , le : 08/ 08/2011, 23 :50.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 177 .

والحذر في إدارة الخيارات المالية إلى خسائر كبيرة، وإن أدوات الهندسة المالية وضعت أدوات عالية المخاطرة وتقلب وتعقيد شديدين وليس على سوء الاستعمال فقط، ويعتقد الكثير من المتعاملين أن أسواق المستقبلية أدت إلى حدوث أزمة 1987 وكما ذكرنا أن أسواق الأوراق المالية أصبحت مترابطة فإن أي تغير أو اضطراب يحدث في سوق معين يمتد أثره إلى الأسواق الأخرى وبالتالي يؤثر هذا قيمة المشتقات ويزيد من مخاطرها.¹

إن هذه الأدوات إنما استحدثت أساساً لإدارة المخاطر وتغطيتها ولحل المشاكل والاضطرابات التي يتعرض لها المستثمرون سواء أفراد أو مؤسسات مالية أو شركات فهي تقدم لهم الكثير من الحلول والبدائل المالية لتوسيع استثمارهم، إلا أنها تخلق العديد من المخاطر والتي تمتد إلى أن تحدث أزمة مالية.

3. كفاءة سوق الأوراق المالية وعدم تماثل المعلومات: على مستوى سوق الأوراق المالية يتم معالجة لدور المعلومات في تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية، فهي ترى بأن جميع المعلومات متاحة في السوق من الأسهم والسندات وأسعار الأصول عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، فالمعلومات توفر القدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة أو محفظة استثمارية، أما إذا كانت المعلومات المطلوبة حول قيمة الأصول المالية غير متيسرة في السوق بسهولة وبدون تكلفة، أو أن بعض المعلومات المهمة والمرتبطة باتخاذ القرارات الاستثمارية موزعة بشكل لامتنق (غير متماثل) بين المتعاملين، إن هذه الحالة تؤثر بوجود حالات غير متجانسة من توافر المعلومات تنعكس على عدم تجانس التوقعات للبالغين والمستثمرين في الأصول، ومن حالة تؤدي إلى اختلاف تقديرات المخاطرة والعائد، ويقود الاتساق في المعلومات إلى آثار كبيرة على السوق وقد تؤدي إلى انهيار السوق.² " إن أحد وأهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي تعبير عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة،

¹ هاشم فوزي الديباس، مرجع سابق، ص: 115، 119.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 276، 286.

كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفء للنظام المالي والمصرفي¹

المبحث الثالث: المشتقات المالية في أسواق الأوراق المالية

إن الهندسة المالية توفر العديد من الأدوات المالية المشتقة وتعرضها لتكون أمام المؤسسات المالية والمصرفية وكذلك المستثمرين، إذ تضم المشتقات المالية مجموعة من العقود المالية المتنوعة سواء من حيث طبيعتها أو آجال التعامل بها. وسوف نتناول في هذا المبحث الأنواع الرئيسية للمشتقات وتقييم هذه الأدوات.

المطلب الأول: عقود الخيار وعقود المبادلة

سوف نعمل على توضيح كل من عقود الخيار وعقود المبادلة كأدوات استثمارية تستخدم لتقليل المخاطر التي تحدث عند تغير أسعار الأوراق المالية من جهة، والرغبة في زيادة الأرباح من جهة أخرى.

أولاً: عقود الخيار

تنامت أسواق الخيارات بشكل خاص بعد عام 1983 وأصبحت تؤلف جزء مهم من عمليات سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر، ويرجع بدايات التعامل بها إلى عام 1970 في أسواق المال الأمريكية، ثم بدأت عملها كسوق ثانوية منظمة عام 1973 في سوق شيكاغو (C.O.B.C).²

¹ عرابة رابح، بن عوالي حنان، ماهية الأزمات المالية والأزمة المالية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، ماي 2009، ص: 7.

² ارشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 71.

تعريف: عقد الخيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل وتتوفر رغبة مشتري العقد في التعامل إذا كانت التحركات السعرية المستقبلية للأصل محل التعاقد في صالحه.¹

فالخيار على الأصل (أ) هو حق وليس الالتزام لشراء أو بيع كمية معينة من الأصول بسعر معين سواء في تاريخ معين أو خلال فترة معينة. ويسمى السعر الذي صاحب الخيار " الحق في شراء أو بيع الأصل" بسعر ممارسة الخيار، وللحصول على حق ممارسة الخيار فإن المشتري يدفع قسط المكافأة إلى بائع الخيار.²

يتضح من مفهوم عقد الخيار أنه يمكن تصنيفها وفق الحق الممنوح للمستثمر من قبل محرر الخيار على أنها خيار شراء وخيار بيع، ولذلك طبيعة عقود الخيار تتضمن منح حق وليس التزام لحملتها حرية التنفيذ من عدمه اعتمادا على توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية للأسهم محل العقد.³ فيدفع مبلغ لمحرر العقد يسمى المكافأة " العلاوة " وهو غير قابل للرد. ويمكن توضيح بعض المصطلحات المتعلقة بعقود الخيار وهي:

- **سعر الممارسة:** هو السعر التي تم تحديده مسبقا في عقود الخيار وغالبا ما يكون هو السعر الجاري في السوق المالي، وهذا السعر يسمح لحامل عقد الخيار بتنفيذه بيعا أو شراء.
- **المكافأة " العلاوة":** هي المبلغ الذي يدفع إلى محرر حق الخيار من مشتري الخيار لقاء الحصول على هذا الحق ويعبر عن سعر الخيار وهو مبلغ غير قابل للرد سواء تم تنفيذ العقد أو لم ينفذ.

- **تاريخ انتهاء صلاحية العقد:** وهو التاريخ الذي يقوم حامل حق الخيار بتنفيذ هذا الحق، ويحدد هذا التاريخ مسبقا عند إبرام العقد وهو آخر موعد للتنفيذ.

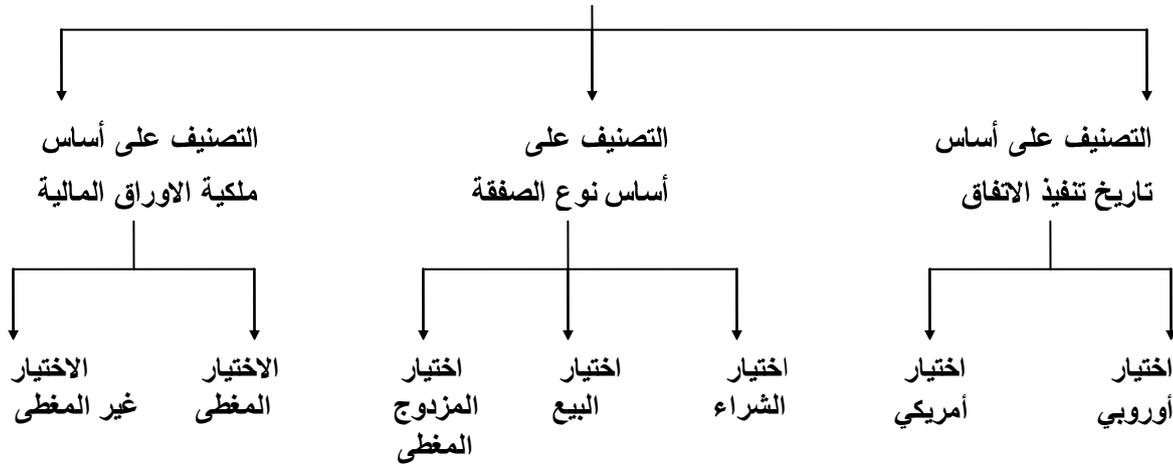
2 - الأنواع: ويمكن تقسيم حقوق الخيار كمايلي:

شكل رقم (11): أنواع حقوق الخيار

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سابق، ص: 39.

² J.-p. gourlaouen, *les nouveaux instruments financiers*, libraire Vuibert, Paris, 1988, P: 152.

³ ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 350.



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص: 259.

وفيما يلي تفصيل لهذه الأنواع¹:

- **حق الخيار الأوروبي:** هو حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا، غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد.

- **حق الخيار الأمريكي:** هو حق خيار تتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنتضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهاءه.

- **حق خيار الشراء:** يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار الشراء) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار.

- **حق خيار البيع:** يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق خيار البيع) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين لقاء مكافأة تدفع لمحرر الخيار.

- **الاختيار المزدوج:** ويمنح هذا العقد لحامله الحق في اختبار شراء وبيع لنفس الأصل محل التعاقد، حيث يكون تاريخ التنفيذ تاريخ واحد.

- **الخيار المغطي:** هو حق اختيار شراء يكون فيه احد طرفي العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

- **الخيار غير المغطي:** هو حق خيار شراء أو بيع أو كلاهما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص ص: 260، 261.

ويلخص الجدول الموالي كل من الحقوق والالتزامات لمشتري وبائع خيار الشراء و خيار البيع، فمشتري خيار الشراء ينفذ الخيار إذا ارتفع سعر السوق عن سعر التنفيذ فهو ينفذ حق الخيار ويحقق أرباح غير محدودة ويتكبد خسارة العلاوة المدفوعة، كذلك هو الحال لحامل خيار البيع إذا ارتفع سعر السوق عن سعر التنفيذ هنا لا ينفذ العقد ويحقق خسارة بمقدار العلاوة فقط.

جدول رقم (05): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع

أنواع العقد		محرر العقد (البائع)		مشتري العقد (المالك)	
		الالتزام	الحقوق	الالتزام	الحقوق
خيار الشراء		بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في موعد أو قبل انتهاء من الصلاحية.	تسليم العلاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار.	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.	ينفذ أو لا ينفذ الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في موعد أو قبل انتهاء من الصلاحية.
خيار البيع		شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق إذا قرر التنفيذ وبسعر التنفيذ.	يتسلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع العلاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.	ينفذ (أو لا ينفذ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ.

المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 129.

مثال توضيحي لآلية عمل عقود الخيار:¹

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص : 129، 132.

1 - خيار الشراء: اشترى المستثمر حق شراء 100 سهم لشركة معينة مدة 6 أشهر (خيار أمريكي) مقابل علاوة 4 ون للسهم بسعر ممارسة 50 ون، إن احتمالات تغير السعر السوقي خلال مدة 6 أشهر تكون كآتي:

الحالة (1): السعر السوقي أقل من سعر الممارسة (أقل من 50 ون)، هنا المستثمر لا ينفذ الخيار لأنه لا يمكن له أن يشتري سهم بـ 50 ون في حين أن سعره في السوق أقل من ذلك نفرض انه يساوي 40 ون، وتتنحصر خسارته هنا في قيمة العلاوة وهي 4 ون \times 100 سهم = 400 ون وأنه لو قام بتنفيذ العقد لخسر 10 ون للسهم كفرق بين السعرين مضافا إليها 4 ون العلاوة.

الحالة (2): السعر السوقي أكبر من سعر الممارسة أكبر من 54 ون (4+50) هنا على المستثمر تنفيذ العقد بهذا السعر لأن سعر السوق مرتفع وهو 70 ون، وهو يحقق ربح مقداره 20 ون كفرق بين السعرين، ويخسر العلاوة المقدرة بـ 4 ون أما الربح الصافي 20 - 4 = 16 ون.

الحالة (3): سعر السوق أكبر من سعر الممارسة (52) ينفذ العقد ويخسر مقدار العلاوة، لكنه يحقق ربح كفارق بين السعرين هو 2 ون. إذن الربح الصافي هو 2-4 = 2 ون.

الحالة (4): سعر السوق = سعر الممارسة = 54 ون. إذن يستطيع تنفيذ حقه أو عدمه لأن الخسارة القصوى هي 4 ون في حين سعر السوق = 54 ولا يوجد ربح ولا خسارة " خيار متكافئ".

أما بالنسبة للبائع: إذا كان سعر السهم السوقي أقل من سعر الممارسة فإنه يحصل على العلاوة فقط في شكل ربح " ربح محدد ". أما إذا كان سعر السوق أكبر من سعر الممارسة فإنه سوف يخسر 16 ون للسهم وخسارة غير محددة كلما ارتفع سعر السوق. أما حالة التكافؤ لا ربح ولا خسارة.

2- خيار البيع: اشترى مستثمر حق خيار بيع 100 سهم لمدة 6 أشهر (خيار أمريكي) مقابل علاوة 4 ون بسعر ممارسة 50 ون.

الحالة (1): السعر السوقي أدنى من سعر الممارسة ينفذ المستثمر حقه في الخيار ويحقق ربح غير محدود مرتبط باستمرار انخفاض السعر، لأنه سوف يبيع بـ 50 ون في حين يستطيع شراء السهم من السوق مثلاً بـ 40 ون، هنا يحقق ربح بفرق السعريين هو 10 ون والربح الصافي هو 6 ون للسهم.

الحالة (2): السعر السوقي أكبر من سعر الممارسة فإن المستثمر لا ينفذ حقه في الخيار وخسارته محدودة وهي مقدار العلاوة 4 ون للسهم.

الحالة (3): السعر السوقي = 48 ون المستثمر ينفذ الخيار لأنه سوف يبيع بـ 50 ون بدلاً من 48 ون، والربح هو الفرق بين السعريين 2 ون. إذن الخسارة محددة بـ 2 ون للسهم.

الحالة (4): السعر السوقي عند 46 ون ينفذ الخيار وهو خيار متكافئ لا ربح ولا خسارة. أما بالنسبة لمحرر خيار البيع (البائع):

حالة (1): خسارة غير محدودة مرتبطة باستمرار الانخفاض في السعر.

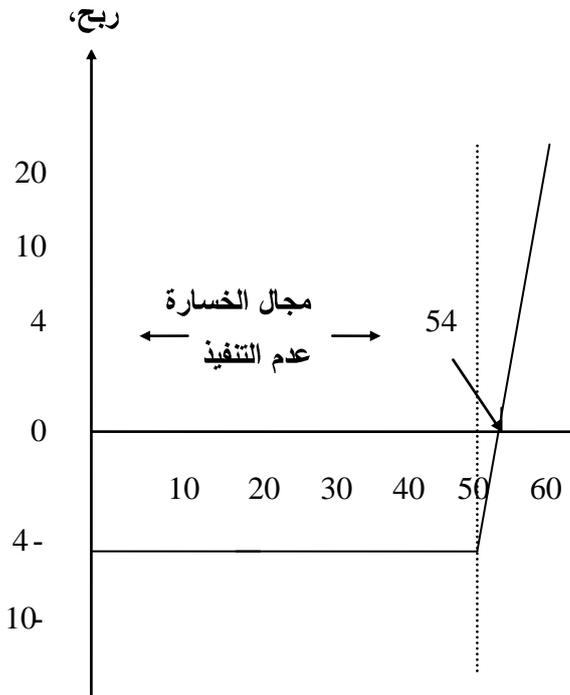
حالة (2): ربح مقدر بالعلوة 4 ون للسهم.

حالة (3): خيار متكافئ.

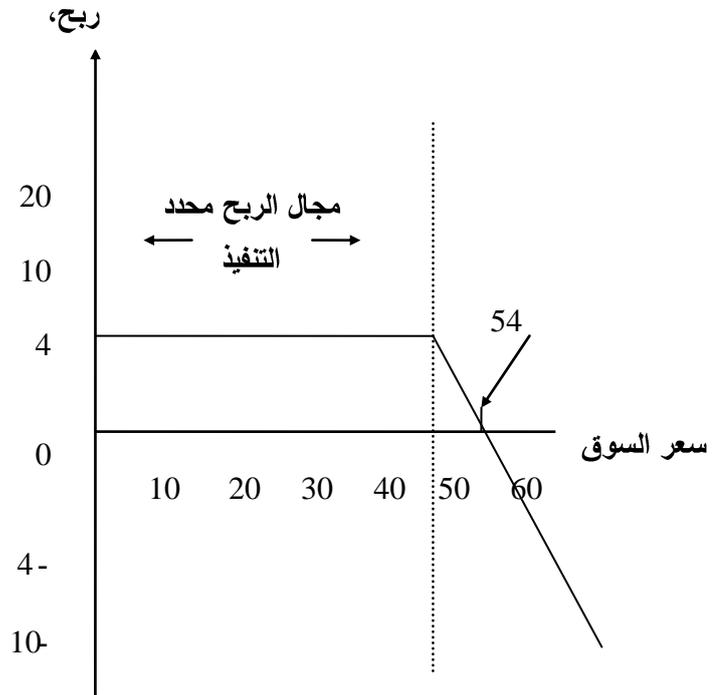
ويمكن توضيح الحالات السابقة لكل من خيار الشراء وخيار البيع بيانياً من خلال:

شكل رقم(12): طبيعة التعامل في عقود الخيار

1- عقد خيار الشراء

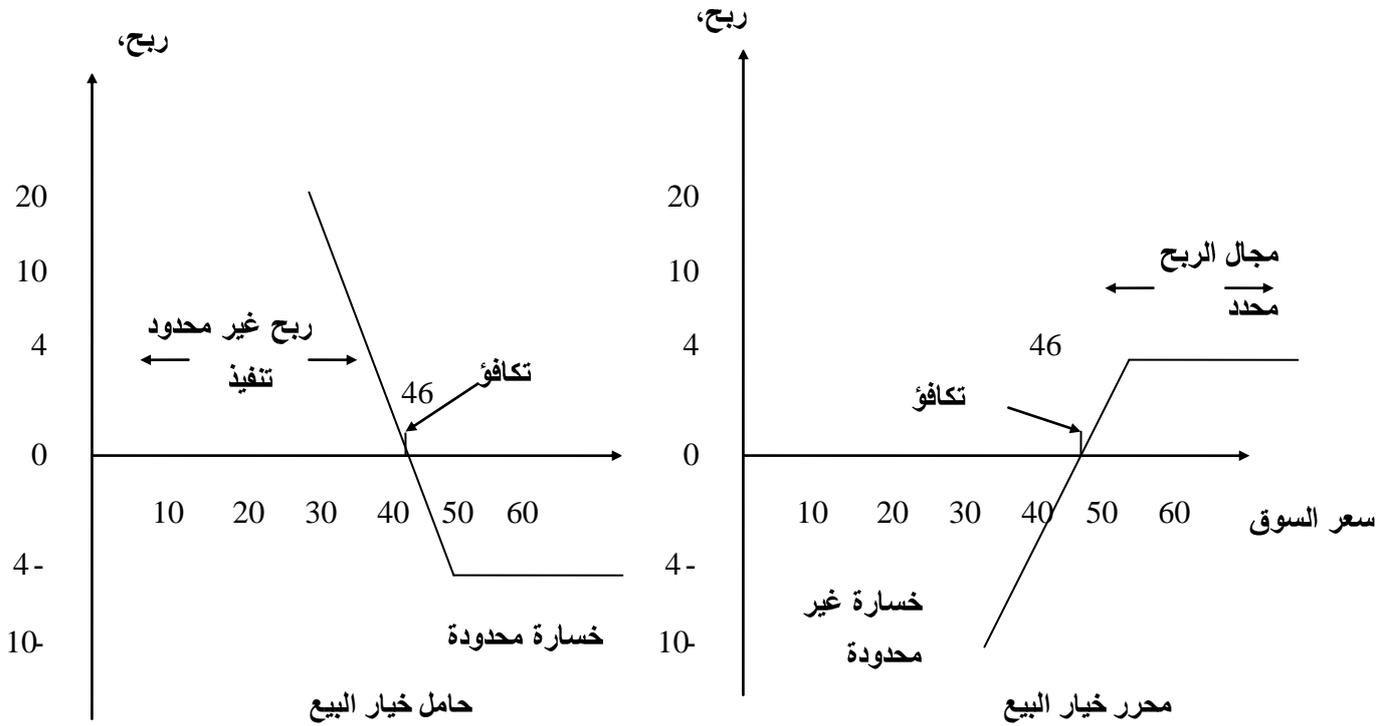


حامل خيار الشراء



محرر خيار الشراء

2 - عقد خيار البيع



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص: 129 ، 132.

ثانيا: عقود المبادلة

مبادلات العملة ظهرت في سنوات السبعينات حيث أنها تشترك في بعض الخصائص من عقود الصرف على المدى الطويل مما يفسر بأنها قد تكون وسائل جيدة للتحوط من مخاطر العملة على المدى الطويل، وتكون المعاملة بين اثنين من الكلاء، المؤسسات، بنكين، أو مؤسسة وبنك.¹

1 تعريف: هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات

دورية (شهرية، نصف سنوية،...الخ).²

¹ J.-p. gourlaouen, op cit , P: 104.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص : 137.

وعقود المبادلة هي عقود ملزمة التنفيذ للطرفي العقد على عكس عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات "الأرباح، الخسائر" لا يتم تسويتها يوميا كذلك لا يتم تسويتها مرة واحدة.¹

2 أنواع عقود المبادلة:

• **مبادلة سعر الفائدة**: تعتبر مبادلة سعر الفائدة عبارة عن صفقة يستطيع عن طريقها أن يتبادل تدفقات الفائدة من نوعية مختلفة، ومحسوبة على قاعدة المبلغ الرئيسي نفسه ويتم التعبير عن هذا المبلغ بالعملة ذاتها أي أن المبادلة تغطي السداد أن تتعرض لمبادلة الديون.

"وتتعلق مبادلة سعر الفائدة بمبادلات بين التدفقات ذات سعر الفائدة ثابت وبين تدفقات ذات سعر فائدة متغير، دون أن يعني ذلك غياب المبادلات التي تتم بين تدفقات سعر فائدة متغير وتدفقات سعر متغير آخر"². "وبالتالي هي عملية بين طرفين يحددان مبادلة فائدة محسوبة بتطبيق معدل الفائدة الثابت أو المتغير بفائدة محدد مسبقا."³

ويتفرع هذا النوع إلى عدة أنواع أهمها:⁴

- عقود مبادلة سعر فائدة ثابتة بالمتغير: بموجب هذا العقد يلتزم أحد الأطراف بدفع تدفقات الفائدة الثابتة، وفي المقابل يستلم تدفقات معدل الفائدة المتغيرة.

- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد: هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا. وهو ما يعرف بـ "كاب".

- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد: هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بسقف أو حد معين ويصطلح عليه بـ "فلور".

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص : 317.

² فرنسوا لرو، ترجمة حسن ضيقة، مرجع سابق، ص : 270.

³ Robert Ferrandier, Vincent Koen, op cit, P 418.

⁴ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص ص : 319، 318.

- عقود المبادلة المختلطة: تنطوي على اتخاذ موقف طويل الأجل، ولكن بشراء عقد مبادلة

كاب، وفي نفس الوقت اتخاذ موقف قصير الأجل ببيع عقد مبادلة فلور.

مثال: نفترض أن عقد المبادلة يغطي 5 سنوات ويتضمن سلسلة من المدفوعات السنوية على

مبلغ 1 مليون \$ وهذا المبلغ يعتبر أصل اعتباري- وهمي - وذلك لحساب الفوائد فقط. ونفترض

أن أحد أطراف العقد (A) يدفع فائدة ثابتة سنوية على المبلغ تقدر بـ 8 % يدفعها للطرف الآخر،

وفي المقابل فإن الطرف (B) يدفع فائدة متغيرة للطرف (A) وفقا لمعدل Libor * ويتسلم الفائدة

الثابتة. وليكن مساوي لـ 7.5 % يوم إبرام العقد.

أي أن الطرف (A) سوف يدفع سنويا 80000 \$ للطرف (B) ولمدة 5 سنوات.

كما أن الطرف (B) يدفع 1 مليون \$ \times Libor_t للطرف (A).

السنة الأولى يدفع الطرف (B) 1 مليون \$ \times 7.5 % = 75000 \$. ويمكن أن نوضح ذلك من

خلال الجدول التالي.

جدول رقم (06): التدفقات الثابتة والمتغيرة المدفوعة من أطراف العقد

الفترة	معدل الفائدة المتغير لكل فترة Libor _t	التزام الفائدة المتغيرة الذي يدفعه (B) إلى (A)	التزام لفائدة الثابتة الذي يدفعه (A) إلى (B)
0	7.5 %		
1	Libor ₁	\$75000 = 7.5% × 1000000	\$80000
2	Libor ₂	Libor ₁ × 1000000	\$80000
3	Libor ₃	Libor ₂ × 1000000	\$80000
4	Libor ₄	Libor ₃ × 1000000	\$80000
5	Libor ₅	Libor ₄ × 1000000	\$80000

المصدر: من إعداد الطالبة.

* Libor: ويعبر عن سعر الفائدة المتغير في الأسواق المالية الدولية.

وتجدر الإشارة إلى أن المبادلة تجري فقط على معدلات الفائدة ولا تكون على المبلغ ذاته،

كما أن تحديد معدل Libor للتدفقات في الزمن t يعتمد على Libor في الزمن $t-1$.

• **مبادلة العملات:** وتتضمن عملية مبادلة بين عمليتين في شراء أحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل)، والذي يتم تحديده وفق الفرق بين أسعار الفائدة السائدة في ذلك الوقت على الإقراض والإيداع لكل من العمليتين.¹

مثال: نفترض أن هناك مستثمر (A) أمريكي يرغب في الحصول على تمويل بالدينار

الجزائري يقدر بـ 20 مليون دج وسعر الفائدة على هذا القرض 6% - كما أن هناك مستثمر آخر (B) جزائري يرغب هو كذلك في الحصول على قرض بالدولار يقدر بـ 1 مليون \$ بسعر فائدة 4%. مع العلم أن مدة التمويل 5 سنوات. وعند اتفاق الطرفين على عقد مبادلة كل منهما للالتزامات للطرف الآخر، حيث يفترض المستثمرين المبلغ الذي يحتاجه الطرف الآخر من سوقه المحلية وبالعملة المحلية له لقاء سعر الفائدة الممنوح من قبل البنوك في تلك الدولة، في الوقت الذي يستطيع المستثمر (A) الحصول على المبلغ المطلوب بسعر فائدة 3,5% أما المستثمر (B) فيحصل على 20 مليون دج بسعر فائدة 5.75% على أن تتم مبادلة الالتزامات لمدة 5 سنوات.

المستثمر (A) يقترض 1 مليون \$ بسعر فائدة 3.5%، والمستثمر (B) يقترض مبلغ 20 مليون دج بسعر فائدة 5.75%. إذن يتم مبادلة تدفقات أسعار الفائدة، بحيث المستثمر (A) عليه التزام بالدولار مقابل أصول مقومة بالدينار، والمستثمر (B) يحمل التزام بالدينار مقابل أصول مقومة بالدولار.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 88.

جدول رقم (07): عملية مبادلة العملات

السنة	التزام المستثمر (B) نحو المستثمر (A)	التزام المستثمر (A) نحو المستثمر (B)
1	$\$ 35000 = \% 3.5 \times 1000000$	$1150000 = \% 5.75 \times 2000000$ دج
2	$\$ 35000 = \% 3.5 \times 1000000$	$1150000 = \% 5.75 \times 2000000$ دج
3	$\$ 35000 = \% 3.5 \times 1000000$	$1150000 = \% 5.75 \times 2000000$ دج
4	$\$ 35000 = \% 3.5 \times 1000000$	$1150000 = \% 5.75 \times 2000000$ دج
5	$= 1000000 + \% 3.5 \times 1000000$ $\$ 1035000$	$= 2000000 + 5.75 \times 2000000$ دج 21150000

المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الثاني: العقود الآجلة والعقود المستقبلية

نحاول من خلال هذا المطلب توضيح كل من العقود الآجلة والعقود المستقبلية كأحد أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية مع تبيان أوجه الاختلاف والتشابه بينهما.

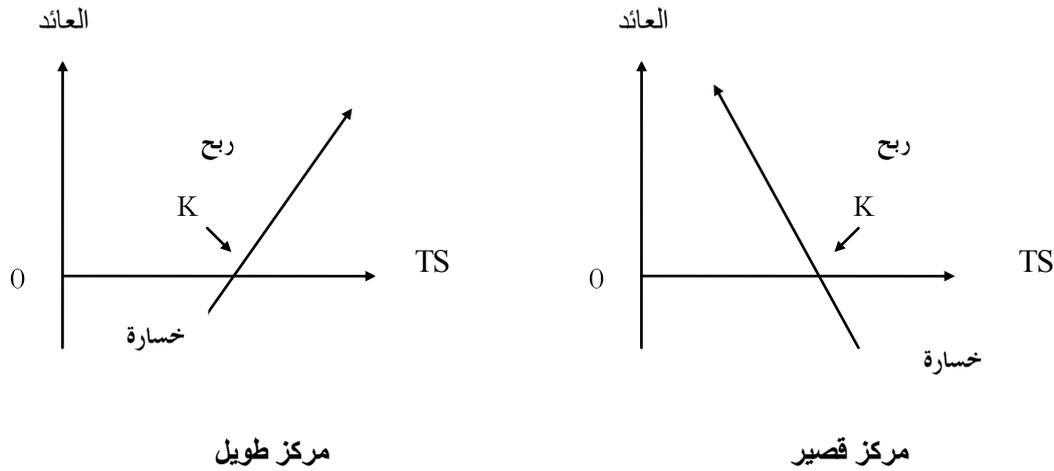
أولاً: العقود الآجلة

1 - تعريف: هو اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق، ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركز طويل ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر متفق عليه يدعى بسعر التسليم، أما الطرف الثاني فيتخذ مركز

قصير ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه.¹ وفي الغالب فإن هذه العقود هي غير قابلة للتداول في البورصات.

إذا كانت التغيرات السعرية السائدة في السوق في صالح المشتري - صاحب المركز الطويل- وارتفع السعر في السوق عن سعر التنفيذ فإن هذا الأخير يحقق مكسب وهي القيمة التي يخسرها البائع - صاحب المركز القصير- أما إذا انخفض سعر الأصل في السوق عن سعر التنفيذ فإن المشتري يخسر قيمة الفرق بين السعرين وهي تمثل مكسب بالنسبة للبائع. ويمكن توضيح ذلك بيانيا من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (13): عوائد العقود الآجلة لطرفي العقد



المصدر: من إعداد الطالبة: اعتمادا على: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص : 134.

حيث أن: K سعر التسليم " التنفيذ"

ST سعر الأصل السائد عند الاستحقاق

وتجدر الإشارة إلى العقود الآجلة تفتقر إلى النمطية وإلى شروط محددة، حيث يضع كل عقد

في شروطه للاتفاق بين الطرفين.²

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص : 133.

² محمد صالح الحناوي، نهال صطفي، جلال العبد، مرجع سابق، ص : 350.

ثانيا: العقود المستقبلية

1- تعريف: هي التزام تعاقدي نمطي إما لبيع أو شراء موجود مالي معين بسعر محدد وبتاريخ معين في المستقبل وتتضمن هذه العقود القانونية نوع السلعة، تاريخ التسليم، الأسعار والخصائص النوعية...¹.

فالعقد المستقبلي كذلك هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد ويحدد هذا العقد: نوع الأصل، كمية الأصل، تاريخ التبادل، السعر الواجب دفعه للأصل.²

لكي لا يتعرض أي طرف في العقد المستقبلي إلى ضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف المقابل لالتزاماته فقد فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه، وهناك متغيرين يحكمان القيمة الكلية للهامش هما " حجم العقد، ودرجة تقلب قيمته في السوق" وتتراوح نسبة الهامش المبدئي ما بين 5% - 15% من قيمة العقد، وتقوم بإدارته غرفة المقاصة التي يتم التعاقد من خلالها، وأن الغرض من دفع الهامش المبدئي هو إجراء المقاصة، إذ يتم الإضافة أو الخصم من الهامش لكل طرف حسب موقعه - بائع أو مشتري - مركز طويل أو قصير، وطبيعة السعر في السوق، وبذلك يتم ضمان تنفيذ الطرفين للعقد، فضلا عن تحديد هامش إضافي آخر يسمى "هامش الصيانة" تتراوح نسبته بين 75%- 80% من قيمة الهامش المبدئي الذي يعني أن رصيد حساب الموجود في غرفة المقاصة يجب أن لا يقل عن الهامش الصيانة وإلا يتم مطالبة الطرف الذي انخفض الهامش لديه بدفع مبالغ إضافية إلى حسابه بحيث تصل مجموعها إلى الهامش المطلوب، كما يمكن أن يسترد الهامش المبدئي بالكامل عند تنفيذ العقد المستقبلي على وفق تاريخ استحقاقه.³

وتتلخص مهمة غرفة - بيت - المقاصة والتسوية في تسهيل التعامل في العقود المستقبلية، وكذلك المهام التي تتعلق بنظام الهامش وما يصاحبه من تسوية يومية، ويقف بيت السمسرة بين طرفي العقد ليبدووا كأنه البائع بالنسبة للمشتري وكأنه مشتري بالنسبة للبائع، ومن ثم تصبح العلاقة

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص : 69.

² خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، الأردن، 1999، ص: 298.

³ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص : 75.

بين طرفي العقد علاقة غير شخصية. ومركز غرفة التسوية يجعلها ضامنا للمشتري في مواجهة البائع، وضامنا للبائع في مواجهة المشتري، وعكس العقود الأجلة يكون ضرورة توفر الثقة لكل طرف اتجاه الآخر هي الطريقة لمواجهة مخاطر عدم الوفاء، فإن العقود المستقبلية تنقل مخاطر عدم الوفاء إلى غرفة المقاصة.¹

مثال²: تم إبرام عقد في مارس بين مستثمر (A) ومستثمر (B) على 10000 سهم من أسهم إحدى الشركات على أن يقوم المستثمر (A) في أول أكتوبر بشراء الأسهم مقابل 100 ون للسهم، ويقوم المستثمر (B) ببيع الأسهم مقابل 100 ون للسهم. كما أن الهامش المبدئي يمثل 10% من قيمة العقد. فعلى المستثمرين إيداع مبلغ 100000 ون لدى غرفة المقاصة - السمسرة - أو ما يقابلها من أوراق نقدية. أما هامش الصيانة " الوقاية " فتم تحديده من طرف غرفة المقاصة بـ 75% من الهامش المبدئي ويجب أن لا ينخفض رصيد حساب كل من المستثمرين عن هذا الهامش وهو: $75000 = 0.75 \times 100000$ ون

إذا افترضنا أنه في اليوم التالي لإبرام العقد انخفض السعر بحيث أصبح سعر التسليم 98 ون، يترتب على ذلك أن تحقق المستثمر (A) خسارة إجمالية قدرها $(100 - 98) \times 10000 = 20000$ ون مما يؤدي إلى انخفاض الهامش المبدئي لمستثمر (A) ليعكس الخسارة وحساب المستثمر (B) ليعكس أرباحه.

إن الهامش المبدئي للمستثمر انخفض إلى 80000 ون فهو أعلى من مبلغ هامش الصيانة، ومنه لن تقوم غرفة المقاصة بإضافة مبلغ إلى رصيده، فإذا انخفض سعر هذه العقود في اليوم الثالث إلى 96 ون للسهم في هذه الحالة يصبح رصيد المستثمر (A) كالتالي: مقدار الخسارة $(96 - 98) \times 10000 = 20000$ ون إذن أصبح رصيد المستثمر (A)

¹ منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص: 531.

² محمد صالح الحناوي، نهال مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص ص: 360، 362.

80000 - 20000 = 60000 ون، ومنه أصبح رصيد أقل من هامش الوقاية في هذه الحالة يطلب بيت السمسرة منه إيداع مبلغ نقدي قدره 40000 ون حتى يصل رصيده إلى الهامش المبدئي ويطلق على الأموال الإضافية هذه "بالهامش الإضافي أو المتغير".

إذا فشل المستثمر (A) في تغطية حسابه فإن بيت السمسرة يقوم بإقفال حسابه عن طريق إبرام "الصفقة العكسية"، فنقوم بالشراء باسم المستثمر (A) عقد بنفس الكمية وقدرها 10000 سهم من نفس الشركة في مقابل 960000 ون (10000 سهم × 96 ون)، إذا قام هذا المستثمر بتسليم كمية الأوراق المالية محل الصفقة كان سيحصل على 1000000 ون. إذن خسائره تقدر بـ:

1000000 ون - 960000 ون = 40000 ون.

ورصيده الصافي: 60000 ون - 40000 ون = 20000 ون.

3 - المقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

يوجد العديد من أوجه الاختلاف والتشابه في العقود الآجلة والعقود المستقبلية عند التعامل

بها، ويمكن إبراز أهمها في الجدول التالي:

جدول رقم (08): اختلافات بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد	نمطية وتتداول في سوق منظمة وهي البورصة
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابت خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، مما يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب التغيرات المستقبلية للسعر لأصل محل العقد.
تسليم الأصل محل التعاقد	يتم إنهاء العقد بالتسليم في الغالب.	لا يتم إنهاء العقد بتسليم الأصل محل العقد، وفي حقيقة الأمر فإن 2 % من العقود المتداولة يتم إنهاؤها بالتسليم.
تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	لا يتم مراقبة التحركات السوقية بصورة يومية وذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات هامش مبدئي	يتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ويتطلب الأمر إلى إيداع هامش للطرفين، ومع تغير السعر يحقق احد

الأطراف مكسب يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الأخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.		
غرفة المقاصة تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد تكون غرفة المقاصة هي البائع له وأيضا كل بائع تكون هي المشتري منه.	نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. عادة ما تبرم هذه العقود ما بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية. وأحد عملاتها (شركة، جهة...) لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتها.	ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد
تتطوي على المخاطرة ائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة. تكون أكثر سيولة من العقود الآجلة، فأى طرف إذا رغب في تصفية موقفه في أي يوم يستطيع إن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي.	مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد، وسهولة الاستخدام.	المزايا
بواسطة البورصة، لذلك لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد.	يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر ائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة احد طرفي على الوفاء بالتزاماته. أقل سيولة حيث لا يمكن أي من طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.	العيوب

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة "، مرجع سابق، ص ص: 112،114.

المطلب الثالث: مشتقات المشتقات

توجد أنواع أخرى من المشتقات تحتوي على عقدين أو أكثر من عقود الأنواع السابقة، فهي عقود مركبة من المشتقات تسمى " مشتقات المشتقات " والهدف الأساسي منها حماية المستثمرين من المخاطر وتعظيم أرباحهم، وفيما يلي أهم هذه الأنواع¹:

أولاً: الخيار المستقبلي: وهو عقد يتضمن الحق في بيع أو شراء عقد مستقبلي محدد بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، وعليه سوف يتضمن هذا العقد توليفات مختلفة مثل شراء خيار عقد

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص : 100، 103.

مستقبلي أو بيع خيار بيع عقد مستقبلي، ويحق لمشتري هذا العقد تنفيذ العقد من عدمه مقابل دفع علاوة لمحرره.

ثانياً: خيار العقد الآجل: هو خيار شراء أو بيع عقد اجل بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، ويتم تداوله في الأسواق الموازية.

ثالثاً: المبادلة الاختيارية: وهي عبارة عن خيار للمشتري للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل.

رابعاً: مشتقات رأس المال المخاطر: يرتبط هذا النوع بشراء المنشآت فيتم من خلاله الدخول في شراء منشآت تعاني من التعثر أو خلل إداري أو عدم القدرة على التوافق مع متغيرات السوق، فبموجبه يستطيع مشتريها أن يدخل في مخاطرة مع الذي يتولى عمليات شراء المنشآت الأصلي الذي يقوم بمعالجتها، حيث يكون الارتباط التعاقدى ما بين مشتري المشتقات ومشتري المنشأة المخاطر يحقق نوعاً من الحوافز على تحسين الأداء العملياتي والتسويقي للمنشأة المتعثرة.

خامساً: القواعد أو الأرضيات: إذ أن بائع القاعدة يتسلم علاوة محددة مقابل موافقته على تعويض المشتري عن الفروقات بين أسعار الفائدة الفعلية وتلك المتفق عليها إذا ما انخفضت أسعار الفائدة دون مستوى معين. وتؤمن هذه العقود الحماية من مخاطر انخفاض العوائد نتيجة انخفاض أسعار الفائدة المستقبلية.

المطلب الرابع: تقييم التعامل في أدوات الهندسة المالية - فوائدها ومخاطرها-

إن التعامل بأدوات الهندسة المالية - المشتقات المالية - في سوق الأوراق المالية سوف يساعد على تنشيطها كونها أدوات تستخدم لتغطية وتقليل المخاطر وتحقيق مكاسب بالنسبة للمتعاملين بها، كما لا تخلو هذه الأدوات من المخاطر الكبيرة نتيجة التعامل الخاطئ بها.

أولاً: فوائد التعامل بأدوات الهندسة المالية¹

¹ المرجع سابق، ص ص : 109، 112.

إن هذه الأدوات أصبحت تعد نشاطا ماليا أساسيا في الأسواق المالية وأنها أصبحت تكتسب أهمية كونها تبتدع طرقا جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر، كما أنها تحقق العديد من المزايا مثل تقليل التكلفة بالنسبة لمصدريها وحاملها، وتوسيع بدائل الاستثمار والتمويل كما أن الاستعمال الجيد لهذه الأدوات سوف يبرز العديد من الفوائد أهمها:

-إدارة المخاطر: يمكن من خلال عقود أدوات الهندسة المالية ابتداع طرق جديدة لإدارة المخاطر، إذ يمكن من خلالها تجزئة المخاطر المجمع في الأدوات المالية التقليدية مثل مخاطر تقلب الأسعار ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية، إدارة كل نوع من هذه المخاطر على حدى من خلال التحوط، إذ يمكن استعمال العقود الآجلة والمستقبلية وعقود الخيار للتحوط من مخاطر تقلب الأسعار وأسعار الفائدة والصرف واستعمال المبادلات للتحوط لإدارة مخاطر تقلب أسعار الفائدة.

- الاستثمار: يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرص الاستثمار وتنويع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول المتعاملين في صناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية، فضلا عن تنويع الخدمات التي تقدم للمتعاملين.

- التكلفة: يمكن من خلال التعامل بهذه الأدوات تقليل تكاليف المعاملات التقليدية إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلا من دفع المبلغ كاملا منذ البداية، كما يمكن من خلال تحديد الحدود العليا لتكاليف الاقتراض أو تحديد الحدود الدنيا للعوائد المتحققة من الاستثمارات في الودائع أو القروض، كما يمكن استعمالها في عمليات المراجعة للحصول على هيكل تكاليف مناسب للمتعاملين وتنويع مصادر التمويل والدخول في أسواق جديدة.

- السيولة: تتمتع أغلب الأدوات بسيولة عالية مما يمكن المتعاملين بها من تحسين سيولتهم، إذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغائها من خلال الدخول في مراكز مضادة في نفس السوق أو أسواق أخرى.

- الاقتصاد العام: لقد أدى تعدد هذه الأدوات إلى إيجاد الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بها، مما أدى إلى التوسع الكبير لهذا التعامل، حيث وصل ثلثي تجارة العالم بالسلع وأوراق

المالية التي تشكل مبالغ ضخمة وهو ما يحقق فرص عمل واسعة، وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة في الرسوم والعمولات وغيرها.

كما يمكن اعتبار الأدوات المالية المشتقة وسيلة للقيام بثلاث عمليات نسبية تتمثل في¹:

▪ **عمليات التغطية:** بمعنى التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار الأوراق المالية أو

غيرها، دون أو يكون لهذه الإستراتيجية أثر كبير على العوائد المتوقعة.

▪ **عمليات المضاربة:** وهذا من خلال المراهنه على تقلبات الأسعار بين الأسواق الحاضرة

والأسواق الآجلة، وبناء أيضا على توقعات المستثمرين بخصوص هذه الأسعار، بحيث

يدخلون كبائعين أو مشتريين لجني الأرباح.

▪ **عمليات التحكيم:** وتتضمن اقتناء أرباح فوارق الأسعار الموجودة في سوقين أو أكثر، هذه

العملية الأخيرة أصبح احتمال إجرائها ضئيلا نظرا للتطور الهائل في نظم الاتصال

والمعلومات التي تربط تعاملات مختلف أسواق المالية العالمية.

ثانيا: مخاطر أدوات الهندسة المالية

إن التعامل بأدوات المشتقات المالية يمكن أن يحدث العديد من المخاطر ذلك لكون أسعار

التعامل تكون مبنية على أساس مستقبلي، كما أن الإفراط في استعمالها وبالشكل غير الصحيح

واتساع

عمليات المضاربة في هذه العقود يجعلها مصدر الكثير من التقلبات، ويمكن تقسيم المخاطر التي

يتعرض لها المتعاملون في هذه الأدوات إلى²:

- **المخاطر الائتمانية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي تتحقق إذا اخفق الطرف الآخر

في العقد " الطرف المقابل" في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد، وتخفف عمليات

تسوية التغيرات في قيمة المراكز المالية اليومية من هذه المخاطر كما هو الحال في " العقود

المستقبلية" وتتم التسوية وفقا لقواعد محددة ومن خلال بورصة منظمة.

¹ طارق خاطر، مرجع سابق، ص : 103 .

² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، مرجع سابق، ص ص : 265، 267.

- **مخاطر السوق:** ترتبط هذه المخاطر التي تحدث نتيجة تغيرات غير مواتية في القيمة السوقية للأدوات المشتقة وتشمل هذه المخاطر "مخاطر السعر التي تصل بالتغيرات الحادثة في أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات أو عوامل أخرى متصلة بالتقلب السوقي في المعدل أو المؤشر أو السعر الذي تركز عليه الأداة المشتقة، أما مخاطر الأساس فتتعلق بالتأثير لقوى السوق على الأداة أو قيمة الأداة، أما مخاطر السيولة فترتبط بالتغيرات في القدرة على بيع أو التصرف في الأداة المشتقة أو تصفية المركز ومن ثم التأثير على قيمتها، كما يعود إلى عدم وجود عقود كافية أو أطراف مقابلة راغبة في الدخول في العقد محل التعاقد وأخيراً نجد مخاطر التقييم أو النموذج فترتبط بعدم اكتمال وذاتية النماذج والافتراضات ذات الصلة المستخدمة في تقدير قيمة الأدوات المشتقة".

- **المخاطر القانونية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر المتحققة نتيجة لتصرف قانوني أو تنظيمي

يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل وفقاً لشروط العقد

وحصوله على حقوقه عند ترتيبات التصفية، كما تنشأ عند إدخال تغيرات عكسية في قوانين

الضرائب، أو وجود قوانين تحضر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية.

- **المخاطر الرقابية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناتجة عن فشل أو غياب ضوابط الرقابة

الداخلية في منع أو اكتشاف المشكلات مثل الخطأ أو التزوير، الغش وهو ما يؤدي إلى إعاقة

مستخدم المشتقات عن تحقيق أهدافه التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية والالتزام بها،

كما أن انعدام الرقابة الكافية يمكن أن تؤثر على صحة المعلومات المالية المنشورة عن المشتقات.

قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم

التأكد بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل . والدليل على ذلك ما تعرضت له

بعض المنشآت المالية والمصرفية لحالات الخسائر والإفلاس كخسارة مصرف بارنجز فرغ

سنغافورة عام 1995 بما يقارب 1.5 مليار دولار وذلك بسبب الإفراط الكبير في التعامل

بالمشتقات حيث حقق أرباح طائلة في العقود الآجلة بسنغافورة وصلت إلى 30 مليون دولار في 7

أشهر بالإضافة إلى التعامل بالخيارات والعقود المستقبلية للأوراق المالية والعملات الأجنبية. ويمثل

استعمال هذه الأدوات العامل الأكثر تأثيراً في الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة فهذه

الابتكارات مكنت من تغيير سلوك الأسواق المالية في السنوات الماضية، فهي بذلك دفعت إلى تزايد القلق لدى مديري البنوك بدرجة كبيرة للمخاطر التي تصاحبها كما أن ترابط أسواق الأوراق المالية الدولية يؤثر على قيمة المشتقات ويزيد من مخاطرها لأن ما يحدث في أي سوق يمتد أثره إلى الأسواق الأخرى وتتأثر خصوصا أسعار المشتقات، إن أبرز الهيئات الدولية قد حذرت من التوسع في استعمال أدوات الهندسة المالية، ففي دراسة لبنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي وهيئة ضمان الودائع الفيدرالية دائرة النقود الأمريكية ثم تحذير المصارف من استعمال أدوات الهندسة المالية، كما أكد تقرير لجنة بازل لعامي 1986 و1994 على الحذر الشديد من استعمال المشتقات بصورة واسعة من قبل المصارف وبينت أنه من الضروري قيام المصارف بوضع نظم شاملة لمراقبة أنشطتها في هذا المجال بالإضافة إلى تقديم الإرشادات للمشرفين للإدارة السليمة للمخاطر المتعلقة بهذه الأدوات.¹

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص ص 112، 119.

خلاصة الفصل:

تعرضنا في هذا الفصل إلى العوامل التي أدت إلى اندماج وترابط أسواق الأوراق المالية وسبل تحديث هذه الأسواق وزيادة نشاطاتها، إلى جانب الدور الذي تلعبه العولمة خاصة العولمة المالية وما تعرضه من تحديات ساهمت في تغيير بيئة الصناعة المالية ومن ثم أسواق الأوراق المالية ، وفرضت عليها التعامل بأدوات ووسائل مبتكرة وحديثة تتماشى مع هذه التغيرات. ويمكن أن نلخص ما تم التوصل إليه في هذا الفصل في الآتي:

- العولمة تعتبر السمة الرئيسية التي يتميز بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد، والذي يعتمد بدرجة كبيرة على الاعتماد المتبادل بين الدول، وذلك نتيجة التحول إلى آليات السوق، وحرية التجارة العالمية وتحرير رؤوس الأموال عبر العالم بالإضافة إلى الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، كل هذه العوامل أفضت بالضرورة إلى تحول العالم إلى سوق عالمية موحدة تنتهي عندها الحدود المكانية والزمانية، ويتفق من خلالها المتعاملون فيها من شركات متعددة الجنسيات ومنظمات وهيئات دولية، التكتلات الاقتصادية الدولية والدول على إيجاد أساليب وطرق جديدة للتعامل الاقتصادي الدولي، كل هذه المظاهر وغيرها تعمل على تعميق وتأكيد هذه الظاهرة.

- تعتبر العولمة المالية أحد أهم معالم النظام المالي وأهم ملامح التغييرات التي طرأت عليه في العقد الأخير من القرن العشرين، فالعولمة المالية تمثل الناتج الأساسي لعمليات التحرير والاندماج الماليين، حيث تهدف هذه العمليات إلى زيادة الترابط بين الأسواق المالية المحلية والأسواق المالية الدولية بفعل إلغاء الحدود والحوجز الجغرافية بين دول العالم، بالإضافة إلى تحرير حساب رأس المال الذي يعتبر جوهر عملية عولمة الأسواق المالية، فضلا عن تخلي العديد من الدول عن دور البنوك في التمويل وبالتالي تراجع دور الوساطة المالية.
- إن عمليات التحرير المالي وما تدفق عنها من إلغاء القيود والحوجز على تحركات رؤوس الأموال أنتج العديد من الفوائد التي تميزت أساسا في زيادة الترابط والتكامل العالمي ونمو حركة تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلا أنه افرز في نفس الوقت العديد من المخاطر نتيجة الحركة الواسعة والمتزايدة لدخول وخروج الأموال من وإلى الدول، والتي تتسبب في ظهور أزمات مالية وانتشار عمليات غسيل الأموال من خلال المراكز خارج الحدود أو البنوك.
- إن التغييرات التكنولوجية والتغير في إجراءات التعامل في أسواق الأوراق المالية خلقت العديد من الفرص للمتعاملين لتنويع محافظهم الاستثمارية وزيادة عوائدهم من خلال تحديث وتجديد في الأوراق المالية وتعد أهم مظاهر التجديد المالي.

-تساهم أسواق الأوراق المالية الدولية إلى حد كبير في حدوث أزمات على مستوى النظام المالي، كما يمكن أن تكون هي سببا في انتشار هذه الأزمات وتزايد حدة أثرها خاصة عندما تكون هذه الأسواق تتميز بضعف مستوى الكفاءة المطلوب أو تتزايد فيها المضاربات كما أن متطلبات عولمة هذه الأسواق واندماجها، وظهور الابتكارات المالية ساعدت كلها على خلق العديد من المخاطر والاضطرابات.

-إن التغييرات التي طرأت على بيئة أسواق الأوراق المالية، والصناعة المالية عموما، في إطار مفهوم الهندسة المالية وما تعكسه من أدوات مالية وأسالي ب تعامل جديدة أدت إلى ظهور ما يسمى "بالمشتقات المالية" ومن ابرز أشكالها عقود الخيار وعقود المبادلة والعقود الآجلة والمستقبلية، وأن الغرض الأساسي من استخدامها هو محاولة التقليل من المخاطر

وحسن إدارتها وتحقيق أرباح وعوائد، إلا أن العديد من المتعاملين جعل من هذه الأدوات اتجاهاً إلى عمليات المضاربة مما يؤدي إلى التوسع فيها مخاطر عديدة وقد يخلق فيما بعد أزمات مالية ومصرفية.

-بفعل ظاهرة العولمة أصبحت أسواق الأوراق المالية هي أداة أكثر ترابطاً واندماجاً في العالم، ويظهر من خلال ترابط هذه الأسواق بأساليب مختلفة، والنمو المتسارع لأسواق العالمية لرؤوس الأموال وتنوع أدواتها ومتعاملاتها، إضافة إلى الدور الذي تلعبه تكنولوجيا المعلومات في تحقيق هذا الترابط وتزايد اعتماد أسواق الأوراق المالية على التقنية في معاملاتها المختلفة.

تمهيد

أدى تراجع الاعتماد على السوق النقدية لتمويل العمليات الاستثمارية والتمويلية في الاقتصاد إلى التوجه مباشرة إلى أسواق الأوراق المالية وبطريقة مباشرة لسد هذه الاحتياجات، ونظرا لتسارع عمليات الابتكار المالي في أدوات وطرق التمويل والتحول إلى عولمة الأسواق المالية واندماجها ساعد على ضخامة حركة رؤوس الأموال وسرعة تدفقها من بلد إلى آخر، إلا أن التعامل في هذه الأسواق وفي ظل متغيرات البيئة الجديدة زاد من المخاطر المصاحبة لهذه المتغيرات التي تتحول إلى أزمات مالية على مستوى أسواق الأوراق المالية بل أحيانا تمتد لتشمل النظام المالي بكامله.

ونظرا لعمليات الاندماج المالي أصبح نقل عدوى الأزمات يسيرا عبر الأسواق العالمية وبالتالي التأثير على الاقتصاد العالمي، وتعتبر تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على المستوى العالمي من أهم ما نتج عن عمليات عولمة أسواق الأوراق المالية.

ونحاول في هذا الفصل التعرف على أسباب وجذور الأزمة المالية العالمية 2008 بصفتها أحد أهم أزمات عولمة الأسواق المالية، وسوف يختص بدراسة أسواق الأوراق المالية الدولية والتي تتركز معظمها في الدول المتقدمة وتجربتها في ظل الأزمة، حيث تعتبر هذه الأسواق هي مسار انطلاق أي ابتكار أو تجديد يتعلق بتلك الأسواق، وفي نفس الوقت نقطة انتشار للآزمات والاضطرابات المالية إلى دول العالم الأخرى، وفي هذا الإطار تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث حيث جاء المبحث الأول ليتناول ماهية الأزمات المالية أما المبحث الثاني تطرق إلى الأزمة المالية العالمية 2008، كما تم التعرف على أهم أسواق الأوراق المالية الدولية في المبحث الثالث أما تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق الأوراق المالية الدولية خصص لها المبحث الرابع.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

إن ظاهرة تكرار وانتشار عدوى الأزمات المالية في مختلف الاقتصاديات العالمية، يشكل ظاهرة مثيرة للاهتمام وذلك لما ينتج عنها من آثار حادة وخطيرة تشكل تهديدا على النظم السياسية والاجتماعية والاقتصادية خاصة، وبفعل سياسات الانفتاح المالي على الخارج الذي اتخذته معظم الدول ساعد على نقل عدوى هذه الأزمات بين دول العالم، ونظرا لطبيعة الأزمات المالية وارتباطها بكافة الأنشطة المالية والنقدية وغيرها، خصصنا هذا المبحث لتحديد مفاهيم الأزمات المالية وأنواعها وأسباب نشوؤها.

المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية

أصبح مفهوم الأزمة المالية مصطلح واسع الانتشار وكثير التداول، إذ أنها ليست ظاهرة حديثة لكن هي مزاولة للنظام الرأسمالي منذ ظهوره، غير أن هناك الكثير من العوامل والمتغيرات التي ظهرت حديثة وهي من أهم مسببات الأزمات المالية ومن بينها الابتكارات المالية، والاندماج الاقتصادي العالمي.

أولاً: تعريف الأزمة المالية

ظهر مصطلح الأزمة في علم الطب الإغريقي حيث استخدم للدلالة على وجود نقطة تحول مهمة في تطور المرضى يتوقف عليها شفاء المريض أو هلاكه، وفي القرن السابع عشر استخدم مصطلح الأزمة للدلالة على ارتفاع درجة التوتر في العلاقات بين الدولة والكنيسة، وفي القرن التاسع عشر استخدم للدلالة على ظهور مشاكل خطيرة في تطور العلاقات السياسية والاقتصادية

والاجتماعية، وفي القرن العشرين أصبحت الأزمة تعبر عن حدوث خلل خطير ومفاجئ في العلاقة بين العرض والطلب.¹

توجد العديد من التعاريف المتعلقة بالأزمة ومن أهمها نذكر:

إن الأزمة هي عبارة عن التغيير المفاجئ الحاد الأثر الذي يحدث بسبب متغيرات متصلة في القوى، ويكون من نتائجها انهيار التوازن.²

كما عرفت دائرة معارف العلوم الاجتماعية عام 1937 الأزمة بأنها حدوث خلل خطير ومفاجئ في العلاقة بين العرض والطلب في السلع والخدمات ورؤوس الأموال.³

الأزمة هي لحظة حرجة وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها، مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة.⁴

ويمكن القول أن الأزمة هي وقوع حدث مفاجئ وله آثار سلبية وحادة على الأصل موضوع الأزمة سواء كان " دولة، مؤسسة، مشروع أو قطاع اقتصادي معين " يحدث بسبب عدة متغيرات دون وجود وقت كافي للتعامل مع هذه المتغيرات والظروف المسببة للأزمة.

إن مفهوم الأزمة يتضمن ثلاث عناصر أساسية، والتي يوضحها الشكل الموالي مجتمعة، وهي⁵:

- عنصر المفاجأة: حيث تتصاعد الأحداث على نحو مفاجئ " متخذ القرار".
- عنصر ضيق الوقت أو ضغط الوقت: يعني أن الوقت المتاح يقيد التصرف.
- عنصر التهديد للقيم والمصالح الأساسية والأهداف التي تحتل أولوية بالغة بالنسبة لمتخذ القرار.

الشكل رقم (14): العناصر الأساسية للأزمة

ضيق الوقت

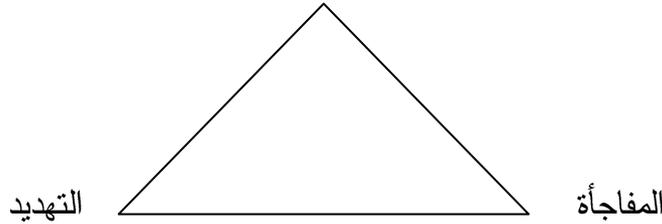
¹ مراد ناصر، الأزمة المالية العالمية " الأسباب، الأثار وسياسات المواجهة"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009، ص: 52.

² عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة ابوظبي للطباعة والنشر والتوزيع، ابوظبي، 2002، ص: 21.

³ محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة، الأردن، 2008، ص: 8.

⁴ محسن احمد الخضيري، إدارة الأزمات، مكتبة مديولي، لم تذكر بلد النشر و سنة النشر، ص: 53.

⁵ عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص: 23.



المصدر: عماد صالح سلام، مرجع سابق، ص: 23.

ثانيا: خصائص الأزمات المالية

مهما اختلف نوع وطبيعة الأزمات إلا أنها تشترك في الخصائص التالية:

- المفاجأة العنيفة عند انفجارها واستقطابها بكل اهتمام من المؤسسات والأفراد.
- التعقيد والتشابك والتداخل والتعدد في عناصرها وعواملها وأسبابها والقوى المؤيدة والمعارضة لها.

- نقص المعلومات وعدم وضوح الرؤيا لدى متخذ القرار وما يؤدي به هذا إلى الاتجاه مجهول أخطار الأزمة أو حجمها.

- سيادة حالة من الخوف من المجاهيل التي يضمها إطار الأزمة.

وبعد التعرف على مفهوم الأزمة يمكن التوصل إلى معرفة الأزمة الاقتصادية ومن ثم

المالية، حيث عرفت الأزمة الاقتصادية على أنها " اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان، وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك²."

أما الأزمة المالية هي حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة

من البلدان، وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة بدورها أزمة الاقتصاد ثم انكماش

اقتصادي عادة ما يصاحبها انحصار القروض وأزمات السيولة والنقدية وانخفاض في الاستثمار

وحالة من الذعر والحذر في أسواق المال.³

¹ محسن احمد الخضير، مرجع سابق، ص: 54 ، 55.

² على فلاح المنصير، وصفي عبد الكريم، الأزمة المالية حقيقتها، أسبابها، تداعياتها وسبل العلاج - الموقع الإلكتروني:

<http://boulemkahel.yolasite.com/resources>, le : 18/ 08/ 2011, 15 :30.

³ الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13 و 14 مارس 2009 ، ص: 3.

كما تعرف الأزمة المالية على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية ومعدل الصرف، وهذا الاختلاف في تقدير الظواهر الخاصة بالارتفاع والانخفاض يستلزم فترة طويلة لتفسيرها.¹

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي سببها الرئيسي هو تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، وعندما يحدث انخفاض في قيمة العملة، مؤدياً إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج.²

فالأزمة المالية هي انهيار مفاجئ في سوق الأسهم وفي عملة دولة ما، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار " فقاعة سعريّة " مثلاً، والفقاعة المالية أو السعريّة، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوت أسعارها الطبيعية أو الحقيقية.³ إن أزمة البورصة تعرف على أنها سقوط حاد للمؤشرات غير أن هذا السقوط يمكن أن يكون اقل قوة ولكن يدوم لفترة طويلة.⁴

إن الأزمات المالية التي تصيب النظام الرأسمالي تحديداً في شقه المالي تعتبر إلى حد كبير أزمة ثقة فعند توفر فوائض مالية تقوم البنوك والمؤسسات المصرفية بالإفراط في تقديم قروض وعند عدم قدرتها على استرجاعها يبدأ الخلل يصيب هذه المؤسسات والتي تؤدي إلى انتقال هذا الأثر السلبي إلى الأسواق المالية، والذعر الذي يصيب المتعاملين إلى البورصات باعتبار أن البنوك

¹ حروفش سهام، إيمان صحراوي، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحالية ، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، مرجع سابق، ص: 589، 590 .

² أسماء دردور، نسرين بن الزاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية ، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، مرجع سابق، ص: 168 .

³ فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، الموقع الإلكتروني :

<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/kourtel.pdf> le 18/ 08 / 2011, 15 : 53.

⁴ Philippe Spieser, *la Bourse*, Vuibr, paris, 2004 , 2^{em} édition, P 348.

تعد احد أهم المتدخلين في البورصة بصفة وسطاء ماليين كمؤسسات تطرح أسهمها للتداول، ومن هنا يمتد أثر إفلاس هذه البنوك على أسعار الأصول المالية المتداولة في البورصة كما يمتد إلى باقي المؤسسات المالية الأخرى وحتى القطاعات الباقية في الاقتصاد.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية وأسبابها.

نظرا لاختلاف وتعدد أنواع الأزمات المالية والاقتصادية يمكن التمييز بين عدة أنواع كما تتعدد الأسباب التي ينتج عنها أزمات مالية، وهو ما سوف نتطرق إليه في هذا المطلب.

أولا: أنواع الأزمات المالية: وهي كما يلي:¹

1- أزمة عملة: أو ما يسمى بأزمات سعر الصرف أو أزمات النقد الأجنبي، يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتعرض عملة بلد ما إلى إحدى هجمات المضاربة مما يؤدي إلى انخفاض كبير، أو إلى إكراه السلطات الحكومية لهذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق إنفاق جانب كبير من احتياطياتها الدولية أو عن طريق رفع أسعار الفائدة عليها بشكل حاد. ويميز المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع القديم، وهي التي تبلغ ذروتها بعد فترة الإفراط في الإنفاق والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق الضوابط المتزايدة على رأس المال، مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما الأزمات المالية ذات الطابع الجديد فتركز على القلق الذي ينتاب المستثمرين في مناخ الأسواق المالية الأكثر تحررا وتكاملا على الضغط السريع على سعر الصرف.

2- أزمات مصرفية (انتمانية): وهي نوع من الأزمات يتعرض فيه البنك أو عدد من البنوك إلى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعهم مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب، مما

¹ حروفش سهام، إيمان صحراوي، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الانتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحال، ص: 590، 591. مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، مرجع سابق، ص ص : 590، 591.

يرغم الحكومة على التدخل بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة، وتستخدم المعايير التالية للتعرف على الأزمة المصرفية والمتمثلة في:

- نسبة القروض المعدومة إلى مجموعة القروض تتجاوز 10 % .
 - إذا تجاوز حجم الإصلاح أو عملية الإنقاذ 2 % من الناتج المحلي الإجمالي.
 - إذا نتج عن الأزمة تأمين بعض البنوك.
 - هناك حالة هستيرية بنكية متمثلة في تسيير كبير للودائع من قبل المودعين مما يستدعي تدخل السلطات من خلال تجميد الودائع وإغلاق البنوك أو تعميم تأمين القروض.
- 3- أزمات مديونية خارجية: تعني عدم قدرة بلد ما أو مجموعة من البلدان على خدمة ديونها الخارجية.

4- أزمات مالية شاملة: وهي أزمات تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية تضعف من قدرتها على أن تعمل بكفاءة، وتؤدي إلى آثار غير مواتية بالنسبة للاقتصاد الحقيقي، ويتضمن هذا النوع من الأزمات المالية الشاملة صور مختلفة من الأزمات أهمها:

أ- أزمة سيولة: هي غالباً ما تنتج عن الاندفاع نحو سحب الودائع من البنوك ويمكن التغلب عليها إذا كانت تتعلق ببنك واحد، حيث يستطيع في هذه الحالة بيع بعض أصوله للبنوك الأخرى للحصول على السيولة اللازمة، أما إذا كان التزام على سحب الودائع مثل ظاهرة عامة تتعلق بكل النظام المصرفي، فإن تنافس البنوك على التصرف في أصولها ومحاولة تسييلها يؤدي إلى انهيار قيمتها، ومن ثم تتحول مشكلة السيولة إلى مشكلة عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات .

ب- أزمة التوقف عن الوفاء بالالتزامات : وتنتج عن اختلال الهياكل

التمويلية للمشروعات وعدم توافق هيكل الاستحقاق بين أصول وخصوم البنوك، ومحدودية رؤوس أموالها، وحينما تتعرض المشروعات والبنوك للتعثر وتصبح على وشك التوقف عن الوفاء بالالتزاماتها، فإنها تميل إلى

الدخول في مجالات استثمار تتسم بالمغامرة وارتفاع درجة المخاطر على أمل الحصول على عوائد مرتفعة بدلا من الدخول في مجالات استثمار آمنة منخفضة العوائد، وفي معظم الأحيان ينتهي بها هذا السلوك للإفلاس.

ج- أزمة انفجار فقاقيع الأصول: "أزمة أسواق المال" : تكون نتيجة

ارتفاع أسعار الأصول ارتفاعا شديدا بسبب هجوم مضاربي عنيف لاعتماد المضاربين أنهم بعيدين عن مخاطر انهيار السوق لتحقيقهم مكاسب رأسمالية كبيرة تؤمنهم ضد هذه المخاطر، لكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار " وتحدث الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة (الفقاعة) والتي تحدث عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمته العادلة نتيجة شدة المضاربة، ويكون الهدف من شراء هذا الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بقدرة الأصل على توليد الدخل، ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار وتصل إلى ادني مستوياتها يرافق ذلك حالات من الذعر والخوف فيمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو قطاعات أخرى¹.

5- أزمة استراتيجيات وقف الخسائر: ينتج هذا النوع من الأزمات عن استخدام ممارسات معينة من جانب التجار والمضاربين لتنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، حيث يصرون أوامرهم للسماسة

بالبيع أو بالشراء عند أسعار معينة فإذا ما انتشرت هذه الممارسات، فإن انخفاض الأسعار قد يتفاقم بشكل ضخم نتيجة هذه الممارسات.

¹ فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، مرجع سابق.

ويمكن التمييز بين عدة خصائص تميز كل نوع من الأنواع السابقة وتعتبر كمعايير يمكن من خلالها التعرف على الأزمات وخاصة أزمات العملة والأزمات المصرفية، وهذه الخصائص هي¹:

أزمة العملة هي انخفاض شديد في القيمة الاسمية للعملة، إن هذا المعيار أو لا يتضمن الحالات التي تتعرض فيها العملة لضغوط شديدة، لكن تتدخل السلطات الحكومية للدفاع عنها عن طريق تدخلها المكثف في سوق الصرف الأجنبي، أو عن طريق رفع أسعار الفائدة أو أي وسيلة أخرى، وقد تم تطوير معيار آخر عبارة عن مؤشر على الضغوط المضاربية يأخذ في اعتباره تغيرات سعر الصرف، تحركات الاحتياطات الدولية وتحركات أسعار الفائدة التي يمكن أن تمتص أو تلتطف الضغوط التي تتعرض لها العملة.

أما الأزمات المصرفية فهي أكثر صعوبة في التعرف عليها عمليا، إما بسبب طبيعة المشكلات المصرفية ذاتها أو بسبب نقص المعلومات المتاحة بشأنها فالاندفاع نحو البنوك لسحب الودائع غالبا ما يكون نتيجة للمشكلات المصرفية لا سبب لها، كما أن هذه المشكلات وما ينتج عنها من أزمات غالبا ما تكون ناتجة عن ممارسات تتعلق بجانب أصول البنوك (الاستخدامات) وليس بجانب الخصوم (الموارد).

ثانيا: أسباب الأزمات المالية:

رغم اختلاف الأزمات المالية وتعددتها واختلاف مداها الزمني وتأثيراتها إلا أن هناك جملة من العوامل والأسباب التي تجتمع لتؤدي إلى حدوث أزمة مالية على مستوى البورصة من أهمها؟

- المتغيرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الاقتصادية والحروب التجارية.

¹ أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001، ص ص: 16، 17.

² فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 207.

- المتغيرات المحلية في معدلات التضخم " أسواق السندات " وأسعار الصرف " أسواق العملات الحرة " وأسعار الأسهم وتغيرات أسعار الفائدة.

- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهاكل محفظة الاستثمار.

- الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة وغير الحقيقية .

- المضاربات الغير المحسوبة.

كما تعددت النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية باختلاف أنواعها، فميزت الدراسات

الاقتصادية بين عدة نظريات أهمها¹: نظرية مينسكي، الذي يلقي المسؤولية على النظام الرأسمالي لأن القطاع المالي فيه عامة يتسم بالهشاشة وتختلف درجة الهشاشة باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل، وتفسر هذه النظرية الأزمات المالية أنه بعد مرور الاقتصاد بمرحلة الكساد، وتفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى " بالتمويل المتحوط "، وعند مرحلة النمو تبدأ الشركات تتفاعل وتتوقع ارتفاع الأرباح ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض على قدرتها على سداد مستقبلا دون مشاكل، وتنتقل بذلك التوقعات التفاؤلية على القطاع المالي ويبدأ المقرضون في التوسع في الإقراض دون تحوط كاف أو التأكد من قابلية استرداد هذه القروض مجددا وهذا بناء على الأرباح المتوقع تحقيقها من الشركات المقترضة، ومن هنا يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطر بشكل معنوي في نظام الائتمان، وفي حالة تعرض أي شركة لمشكلة أو أزمة يبدأ القطاع المالي يتأثر بالخطر مما يؤثر على قابليته على الإقراض هذا ما يؤثر على معظم الشركات الأخرى على سداد التزاماتها، فتبدأ أزمة مالية والتي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها.

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات تحت ما يعرف "

مباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية " إذ تؤكد أدوات التحليل الاقتصادي على وجود

¹ عبد الله شحاتة، الأزمة المالية " المفهوم والأسباب "، الموقع الإلكتروني:

<http://www.pidegypt.org/download/forum-papers/14.pdf>, le : 17/09/2011, 22 :50.

علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها المتعاملين الاقتصاديين " المضاربون المستثمرون... " فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذوه، بمعنى قد يكون قرار شراء أصل ما، بناء على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع، بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظرا لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين باتخاذ ذات القرار¹.

المطلب الثالث: مؤشرات الحيطة والحذر من الأزمات المالية

هناك مجموعة من المؤشرات التي تستخدم للدلالة على إمكانية التعرض للأزمة المالية من خلال جملة من المتغيرات الاقتصادية التي تحدد في إطارها، كما توجد العديد من الجوانب في سوق الأوراق المالية سواء من حيث طريقة عملها أو كفاءتها أو المتعاملين بها، أو المستجدات التي تدخل عليها، حيث يمكن لهذه العوامل أن تكون سببا في حدوث أزمة داخل هذه أسواق، وهذا ما سوف نوضحه في هذا المطلب.

اذ توجد مجموعة من المؤشرات الدالة على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج المستخدم في بناء نظام للإنذار المبكر هو تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي تختلف سلوكها في الفترة السابقة للأزمة عن سلوكها المعتاد، ومن خلال مراقبة سلوكها في الفترة السابقة على الأزمة عن سلوكها المعتاد، ومن خلال مراقبة سلوك هذه المتغيرات يمكن التنبؤ بإمكانية اندلاع الأزمة، ونظرا لاتساع نطاق هذه المتغيرات فإن اختيار بعضها كمؤشرات على احتمال حدوث الأزمة دون بعضها الآخر يتوقف على فهم كل شخص لأسباب الأزمات، مثلا إذا كان الاعتقاد أن الأسباب الأساسية للأزمات تكمن في المشكلات المالية، فإنه يعتمد على مجموعة من المتغيرات مثل العجز المالي، الاستهلاك الحكومي، الائتمانات المصرفية للقطاع العام...، وإذا كان ينظر إلى ضعف

القطاع المالي على أنه سبب رئيسي للأزمات، فإن أهمية خاصة سوف تعطي لمؤشرات أخرى مثل تزايد الائتمانات للقطاع خاص، إجراءات تحديد القطاع المالي، الديون الأجنبية قصيرة الأجل

¹ المرجع سابق.

المستحقة على القطاع المصرفي، هيكل أسعار الفائدة المحلية، تقلبات أسعار الأسهم، نوعية

القروض المصرفية ونسبة الديون المصرفية ونسبة الديون المدومة.¹

وتعرف إشارات الإنذار المبكر بأنها عبارة عن تحذيرات أو أعراض تنبئ عن إمكانية

حدوث الأزمة، وتوجد لدى المسؤولين إمكانية كبيرة للشعور بإشارات الإنذار أو أعراض الأزمات

واستقبال المعلومات وتحليلها.²

نظام الإنذار المبكر هو عبارة عن القدرة على استيعاب الإشارات المتعلقة باحتمال حدوث

الأزمات مما يمكن من اتخاذ كافة التدابير لتجنبها، وتقوم العملية على رصد وتسجيل الإشارات التي

تنبئ عن قرب حدوث أزمة.³

وقد أجريت دراسة على عينة شملت 53 دولة متقدمة ومتخلفة بشأن ما تعرضت له من

أزمات في الفترة 1997/1975، أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل أسعار

الصرف الحقيقية، مؤشرات الأسواق النقدية والمالية وبعض المتغيرات المتعلقة بالتجارة، كان

يختلف في فترة ما قبل الأزمة بعام أو عامين عن سلوكها المعتاد، ففي كثير من الحالات ارتبطت

الأزمات بارتفاع حقيقي في قيمة العملات المحلية، تراجع تدفقات رأس المال الوافدة وتزايد التدفقات

العكسية، تحديد الأسواق المالية، تزايد عجز الموازين الخارجية.⁴

يجب توفير نظم الإنذار المبكر التي تتسم بالكفاءة والفاعلية في تطوير أدوات التحليل والتنبؤ

بالأزمات، ووضع مؤشرات تقييم الأنشطة المالية لمؤسسات القطاع المالي، بالإضافة إلى توفير

المعلومات المتعلقة بمختلف الأنشطة المالية ومؤشراتها ذات الصلة بالأزمات المالية، وتوفير

الخبرات والمؤهلات اللازمة للتعامل معها وتدريب الكوادر المسؤولة عن إدارة الأزمات بشكل

مستمر.⁵

¹ أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص: 18.

² أحمد ماهر، إدارة الأزمات، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص: 54.

³ فؤاد حمدي بسيسو، مرجع سابق، ص: 81.

⁴ أحمد يوسف الشحات، مرجع سابق، ص: 19.

⁵ فؤاد حمدي بسيسو، مرجع سابق، ص: 498.

يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض الدولة لأزمات وصدّات أو هزات في سوق الأوراق المالية والأسهم أو تعرضها لأزمة في العملات في صنفين¹:

أ - التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية: والتي تهز ثقة المستثمرين.

ب- الخصائص الهيكلية للسوق أو خصائص التركيب : التي تجعله عرضه لأن يفقد المستثمرون الثقة فيه.

الجدول رقم(09): المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات

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

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشراوي، مرجع سابق، ص: 39.

يوضح الجدول السابق المؤشرات الاقتصادية التي تتنبأ بأعراض حدوث أزمة المالية التي تقسم إلى مؤشرات التطورات في الاقتصاد الكلي مثل معدلات التضخم، عجز مالي متزايد، وغيرها

¹ عبد الحكيم مصطفى الشراوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم – عدوى الأزمات المالية - دار الفكر الجامعي، مصر، 2005، ص: 38.

من المؤشرات الموضحة في الجدول ويعتبر التغيير في هذه المؤشرات وخاصة في الاتجاه غير المعتاد دلالة على التنبؤ بحدوث خلل وأزمة ومن شأن هذه المؤشرات التأثير المباشر أو غير المباشر على سوق الأوراق المالية، أما المؤشر الثاني يتمثل في الخصائص الهيكلية المتعلقة بالسوق مثل تحرير سوق المال حديثاً، انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم، سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم، كلها متغيرات اقتصادية مفيدة في التنبؤ بالأزمات.

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 Subprimes

تعرض الاقتصاد العالمي بصفة عامة والأسواق المالية العالمية بصفة خاصة منذ عام 2007 لأزمة مالية عكست مجموعة من الاضطرابات والاختلالات الحادة على مستوى أسواق النقد وأسواق الأوراق المالية وامتدت لتشمل باقي القطاعات المالية والحقيقية بل أصبحت أزمة مالية عالمية.

المطلب الأول: جذور وأسباب الأزمة المالية العالمية 2008

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008 متدرجين في عرضها حتى وصولنا إلى أسباب هذه الأزمة والجذور التي شكلت الأساس التمهيدي لها، وهذا حتى نتمكن من تصور جيد ودقيق للآزمة التي تعتبر الأسوأ في تاريخ الرأسمالية.

يشير مصطلح الأزمة المالية العالمية 2008 إلى الأزمة التي اشتعلت شرارتها الأولى

أواخر عام 2008 وتمثلت بانهيار سوق المال الأمريكية وما تبعها من توالي لانهايات في أسواق

المال الرئيسية العالمية، وانهيار وإفلاس عدد كبير من المؤسسات المالية والمصرفية والإنتاجية العالمية الكبرى، ما نتج عنها من كساد كبير بقي حتى منتصف العام 2010 يخيم على أنحاء العالم، وبطالة انتشرت بسرعة كبيرة في كل دول العالم، وهي أزمة مصرفية من جهة وأزمة ائتمان من جهة، وهي أزمة عجز الأدوات الرقابية والتنظيمية وعدم القدرة على رصد مواقع الخطر من جهة أخرى، وبغض النظر عن توصيفها فهي أزمة ضربت أسس الاقتصاد الرأسمالي ومبادئه وأظهرت عجزه عن تحقيق الاستقرار على مدى زمني طويل وبشكل آمن وفعال¹.

أولاً: طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008

الأزمة المالية العالمية 2008 هي التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت في العام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك، وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأميركي، ووصلت تبعاتها إلى اقتصادات أوروبا وآسيا مطيحة في طريقها بعدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية العالمية، ولم تفلح مئات مليارات الدولارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهون العقارية التي ظلت تعتمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية². تولدت هذه الأزمة الأخيرة نتيجة ما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية في أمريكا، وتحديدًا الرهون العقارية الأقل جودة subprime لأنها رهون عقارية من الدرجة الثانية³. وفي هذا الإطار يمكن تصنيف المقترضين الأمريكيين إلى صنفين⁴: - برايم (Prime) : وهو المقترض ذو الملاءة المالية الجيدة وبدون مخاطرة .

¹ مهارياض عمر عبد الله، تقويم أداء صندوق النقد الدولي في الأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول " الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص: 4 .

² محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر حول " الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي الإسلامي، مرجع سابق، ص: 3،4 .

³ رفيق حلمي الأغا، سعيد مصطفى أبو مدللة، اثر الأزمة المالية العالمية على العلاقات الدولية، الموقع الإلكتروني :

http://boulemkahel.yolasite.com/resources/el_14_08/2011_16:46

⁴ حاج موسى نسيمية، علوي فاطمة الزهراء، اثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007/2008، مجلة الباحث، ورقلة، 2010، العدد 8، ص: 119، 120 .

- سوبرايم (Subprime) : هو نوع من القروض العقارية الأمريكية الممنوحة للمقترضين ذوي الملاءة المالية المشكوك فيها، والتي يمكن أن تكون غير معروفة من قبل الجهاز المصرفي، وفي أغلب الأحيان لا تخضع المؤسسات المانحة لقروض السوبرايم للقوانين البنكية، حيث يتم تصنيف المقترض ضمن هذه الفئة إذا انخفض صفه 620، كمؤشر موضوع من طرف أجهزة الإقراض الأمريكية للدلالة على ملاءة المقترض وهي أصناف (FICO) * والتي تتراوح ما بين 350 و 900 .

يقصد بمصطلح Subprime أو الرهون العقارية الأقل جودة أو من المستوى الثاني بالقروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة، يتميز هذا النوع من القروض بالمخاطرة العالية لعدم وجود تدفقات نقدية متوقعة سواء للمقترض أو المشروع الممول يمكن للبنك الاعتماد عليها كمصدر لسداد القرض، لهذا السبب قامت البنوك برفع سعر الفائدة على هذا النوع من القروض من أجل تحقيق أعلى عائد ممكن من القرض من أجل تغطية جزء من المخاطر التي تدرج تحت هذا النوع من القروض¹.

رغم أن الأزمة المالية العالمية 2008 لم تظهر بشكل واضح حتى نهاية سنة 2008، إلا أنها بدأت تتكون داخل الاقتصاد الأمريكي منذ عام 2000، فلنخفضت أسعار الفائدة بشكل كبير لتصل إلى أقل من 1 %، كما تزامن ذلك مع انفجار فقاعة شركات الانترنت *، " حيث ارتفعت أسعار العقارات خاصة السكنية بحوالي 124% خلال الفترة 1997-2006، - الزيادة الطبيعية في أسعار العقارات هي 1% سنويا - مما حفز الكثيرون على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة، حيث ارتفع معدل التملك السكني في الولايات المتحدة الأمريكية من 64% في 1996

* (OCIF): مؤشر يتم حسابه يوميا حسب سلوك المستهلك للقرض، حيث يعطي للمستهلك رقم كبير في البداية على اعتبار أن المستهلك يساهم في النمو الاقتصادي ثم يليه حذف أرقام إذا لم يحترم المقترض شروط الإقراض .

¹ زايري بلقاسم، بلمهدي ميلود، "الأزمة المالية العالمية" أسبابها وأبعادها وخصائصها"، مقدمة إلى المؤتمر حول "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي الإسلامي، مرجع سابق، ص: 8.

* فقاعة الانترنت: هي أزمة مالية ظهرت عام 2000 وقعت على أسهم شركات الانترنت و التكنولوجيا الحديثة، حيث ارتفعت أسعار أسهم هذه الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية فحققت فيه عددا قليل من تلك الشركات أرباحا حقيقية وبالتالي انخفضت أسعار أسهمها مما أدى إلى انفجار هذه الفقاعة.

إلى 69.2% في 2004¹. سواء في الولايات المتحدة أو في غيرها من دول العالم مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة، الأمر الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفرادا وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل، وزادت وفقا لذلك عمليات الإقراض من قبل البنوك، وازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد من ذوي الدخل المنخفضة وغير القادرين على السداد، والمسماة بالقروض " الرديئة "، وذلك دون التحقق من قدرتهم على السداد².

نلاحظ من الشكل المقدم في التالي أن وتيرة أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية تسير بشكل مستقر بدون زيادات كبيرة حتى حلول عام 2000 نلاحظ تزايد أسعار العقارات بشكل كبير إلى أن وصل ذروته في الفترة 2006-2007 وذلك بسبب اتجاه الأفراد والشركات والبنوك والمؤسسات المالية للاستثمار في شراء العقارات لعدة أسباب و يبدأ تراجع أسعارها ابتداء من 2007 ليستمر في الانحدار كنتيجة لزيادة عرض هذه العقارات للبيع مقابل قلة الطلب عليها.

شكل رقم (15): أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية.



¹ لمياء عروج، الأزمة المالية الحالية " دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي ، مداخل مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 5.

² الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، الموقع الإلكتروني:

<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/dreldjouzi.pdf> , le 17/07/2011, 13:45.

المصدر: بلعزوز بن علي، عبو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها ، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص : 11.

لقد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات، فيما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، حيث تعد العقارات في أمريكا أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، والأزمة بدأت فيما يعرف بالرهون العقارية الأقل جودة subprime نتجت عن تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة بطريقة ملتفة وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى غير أنها في مضمونها غير ذلك فقد كانت العقود في صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل، وإذا كان من الطبيعي أن يهدف كل فرد إلى امتلاك عقار يتخذه كمسكن له يعيش فيه وإذا كان هناك من مواردهم المالية المتاحة تسمح لهم بذلك فلن عدا آخر يكون هو الأكبر من الأفراد لا تسمح لهم إمكانياتهم المتاحة فعل ذلك مما يلجئهم إلى الاقتراض وفي الولايات المتحدة الأمريكية سعت إدارة الرئيس السابق جورج بوش إلى إتاحة الفرصة أمام كل أمريكي ليمتلك منزلاً خاصاً به، ولتسهيل هذه المهمة قام البنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة بخفض معدلات الفوائد لكي يتيح للمقترضين الإمكانية للاقتراض من أجل تملك السكن. بعد خفض معدلات الفوائد استطاع عدد كبير من الأشخاص بالملايين الحصول على قروض، وبالتالي على رهون عقارية، ولا بد أن نعرف أن الرهون العقارية هذه كانت ذات تصنيف ائتماني منخفض أي تلك التي ليس لديها سجل موثوق ولا ضمانات كافية، حيث أن مسكن المقترض يؤخذ كضمان للقرض المقدم في حالة عدم القدرة على الدفع مستقبلاً، وشهدت القروض الموجهة لضعيفي الملاءة طفرة في أمريكا خلال الأعوام الأخيرة ولم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني وحتى إذا كانت القدرة الائتمانية لطالب القرض متدنية أو كان لديه تاريخ بالإفلاس، فهذا غير مهم وإذا كان دخله متدنياً إلى حد لا يكفي للتأهل للحصول على قرض، فكل ما عليه أن يفعله هو محاولة الحصول على القرض من خلال تعبئة طلب خاص يصرح فيه عن دخله ويكتفي البنك بذلك وإن كان يتعين عليه التحقق من بيان الدخل، وإذا كان طالب القرض يقدم تصريحاً كاذباً عن دخله ويقلق بش أن ذلك من استعلام البنك عن الأمر فقد أوجد موقع شركة معينة على الإنترنت ومقابل رسوم مقدارها 55 دولاراً يساعد

الأشخاص العاملون في هذه الشركة الصغيرة التي مقرها ولاية كاليفورنيا في الحصول على قرض بتوظيف الأفراد على أنهم مقاول مستقل ، ويقدمون إشعارات بالرواتب لتكون دليلاً على الدخل، وبدفع مبلغ 25 دولاراً إضافية فإنهم يضعون أشخاص على الهاتف يردون على المكالمات ويجيبون أجوبة ايجابية عن الوضع المالي ل عميل إذا ما حاول البنك الاستفسار عن الوضع، والأسوأ في هذا السوق للقروض في السنوات الأخيرة هو أن الجهات المقرضة بلغت مستويات مرتفعة من منح هذه القروض للمفترضين الفقراء مع قلة اتخاذ التدابير الاحترازية واللجوء للاستفسار عن وضعية العملاء¹.

غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية والمقترض نظير تمويله لشراء المنزل كان يتضمن شروط مجحفة به أهمها:²

- إن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
- إن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة .

▪ أنه إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.

▪ إن المدفوعات الشهرية خلال الثلاثة سنوات الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات.

" حيث لم يكن يسمح من قبل إلا بتقديم قروض للمؤهلين لذلك وفق قواعد وإجراءات

موضوعة من قبل جهتي الإقراض في السوق الثانوي وهما مؤسستي فان ماي Fanne Mae

وفريدي ماك Friddie Mac فمند عام 2001 ازداد حجم الديون من الدرجة الثانية (Subprime

loans) أو القروض الثانوية حتى بلغت القروض عالية المخاطر في السوق الأمريكية نحو 1.3

تريليون دولار وذلك في مارس 2007. إن شركات الرهن العقاري لجأت إلى بيع المساكن

¹ لمياء عروج، الأزمة المالية الحالية " دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي ، مداخلته مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق ، ص ص: 3 ، 4 .

² إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009 ، ص: 49.

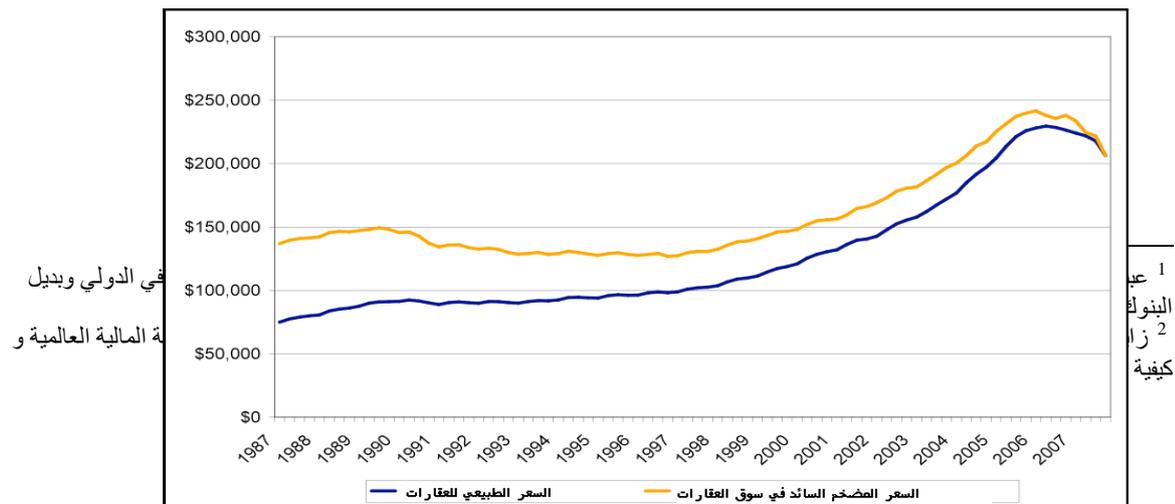
والعقارات للأفراد بفوائد وشروط ميسرة مقابل رهنها حتى تسديد أقساط البيع وتبقى سندات الملكية لدى الجهات المقرضة، نتيجة هذه التسهيلات أقبل الأمريكيون على شراء العقارات بهدف السكن والاستثمار الطويل المدى وكذا المضاربة بشكل واسع، خاصة بعد تسهيل الدفعة الأولى وتغطية القرض لكامل سعر المسكن المرهون، وقد ازدهرت السوق العقارية في الوهلة الأولى، وانعكس ذلك على ارتفاع قيمة الأصول العقارية للمقترضين وكذا قيمة أسهم الشركات العقارية ، وبفعل انفتاح أسواق الاوراق المالية الدولية على بعضها، أقبلت الشركات والبنوك الخاصة والمركزية وكذا المتعاملين على شراء الأسهم في شركات الرهن العقاري الأمريكية، مما أدى إلى ارتفاع قيمتها ارتفاعا كبيرا وأصبحت مصدر جذب لأموال المستثمرين في الداخل وفي الخارج ترتب عن كل ما سبق فضلا عن المضاربة في الأصول العقارية بهدف الاستفادة من هوامش الربح والحصول على قروض إضافية أقل جودة، توسعا كبيرا في استخدام الأدوات المبتكرة قصيرة الأجل للائتمان وكذا في استخدام المشتقات المالية، حيث لجأت الشركات العقارية وبعض المؤسسات المالية إلى بيع سندات القروض العقارية إلى شركات وتمولين آخرين عن طريق عملية توريق (Titrisation) قروض الإسكان الموجودة لديها، ونشأ عن ذلك ديون رديئة، تم بيعها بعد ذلك إلى مؤسسات مالية دولية في أوروبا وآسيا، وأصبح في كل بورصة ما لا يقل عن 20% من هذه الأسهم الخاصة بالرهن العقاري. لقد كان هؤلاء الممولون الجدد يعتمدون على المدفوعات التي يقدمها الأفراد الأوائل الذين يشغلون المساكن سدادا للفوائد وأقساط الديون، إلى غاية هنا كانت الأمور عادية وتشير إلى ازدهار السوق العقارية ، إلا أنه منذ عام 2004 ظهر ما يسمى بـ " أزمة القروض عالية المخاطر" كنتيجة لاستمرار ارتفاع أسعار العقارات الأمريكية، والإفراط في الإقراض الميسر وكذا الانتشار الواسع لبيع تلك القروض (مضاربة)... واستخدام تلك العوائد في الإنفاق الاستهلاكي، مما أدى إلى تغذية الضغوط التضخمية بناء على ذلك قام بنك الاحتياطي الفدرالي بتطبيق سلسلة من الزيادات المتتالية في أسعار الفائدة بلغت نحو 2.25% في يونيو 2006، مما أدى إلى ارتفاع أعباء القروض العقارية وعجز المقترضين عن سداد أقساطها وتوقفت الدولة عن إعطاء المزيد من التسهيلات الميسرة للشركات والمصارف وطالبتها بالتسديد بالنسبة لتلك التي حل

أجلها، وبسبب هذا الوضع الاقتصادي السيئ في أمريكا (عجز داخلي، عجز خارجي، نفقات الحرب، منافسة أجنبية، تضخم، بطالة، زيادة الاستهلاك عن الادخار... الخ) عجز أصحاب المساكن عن سداد ديونهم وأقساط قروضهم إلى أن حل عام 2007، حيث تزايدت معدلات التخلف عن السداد، وأدت إلى تعثر السوق ومصادرة العقارات وعرضها للبيع بأسعار بخسة، لقد تراجع السوق العقاري لندرة السيولة لدى الأفراد والمتعاملين، وكذا نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة (انخفاض أسعار العقارات)، وانعكس ذلك على المؤسسات العقارية والمالية ذات العلاقة، حيث انخفضت مستحقات البنوك وهبطت أسهمها في الأسواق المالية الأمريكية.¹

وقد انتفخت الفقاعة العقارية حتى وصلت إلى ذروتها فانفجرت في صيف عام 2007 حيث هبطت قيمة العقارات ولم يعد الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة. وفقد أكثر من مليوني أمريكي أصولهم وملكيتهم العقارية المرهونة وأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية طيلة حياتهم، ونتيجة تضرر البنوك الدائنة نتيجة عدم سداد المقترضين لقروضهم هبطت قيم أسهمها في البورصة وأعلنت شركات عقارية عديدة عن إفلاسها.²

وهذا ما يوضحه الشكل الموالي حيث أن ارتفاع أسعار العقارات كان أعلى بكثير من قيمتها الحقيقية حتى حلول عام 2007 بدأت هذه الأسعار تنخفض نظرا لتزايد عرضها للبيع واسترداد المقرضين قيمة القروض المضمونة بالعقارات التي منحوها لأصحاب هذه العقارات.

شكل رقم (16): فقاعة أسعار المنازل



المصدر: طارق ملاس، الأزمة الاقتصادية الحالية: قراءة لأهم المسببات و نظرة على أهم النتائج، الموقع الإلكتروني:

<http://knol.google.com/k/>

إن معظم البنوك وشركات العقار كما ذكرنا قامت بتحويل ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان المنازل، ولجأ بعض المستثمرين بعد تفاقم مشكلة الرهن العقاري إلى شركات التأمين التي وجدت في أزمة الرهن العقاري فرصة للربح، وذلك بضمان المنازل فيما لو امتنع المواطنين محدودية الدخل عن سداد قيمة رهن منازلهم، لذلك قامت شركات التأمين بتصنيف سندات الديون إلى فئتين الفئة (أ) قابلة للسداد والفئة (ب) لا يمكن سدادها، ثم بدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من المستثمرين وأصبح كل من المقترض وشركات العقار والبنوك المقدمة للقرض بضمان المنزل وشركات التأمين الملزمة بدفع مبالغ السندات لحاملها، كل طرف من هذه الأطراف يظن أن ملكية المنزل أصبحت له بحكم التزامه اتجاهه وعندما توقف المقترضين عن سداد ديونهم أقيمت البنوك لبيع المنازل واسترجاع قيمتها فانخفضت أسعارها وبالتالي التأثير على قيمة السندات بالهبوط فطالب حاملوها بحقوقهم من شركات التأمين فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم AIG على عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريبا، مما دفع بالحكومة لتقديم مساعدة فمُنحت مبلغ 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9 % من رأسمالها.¹

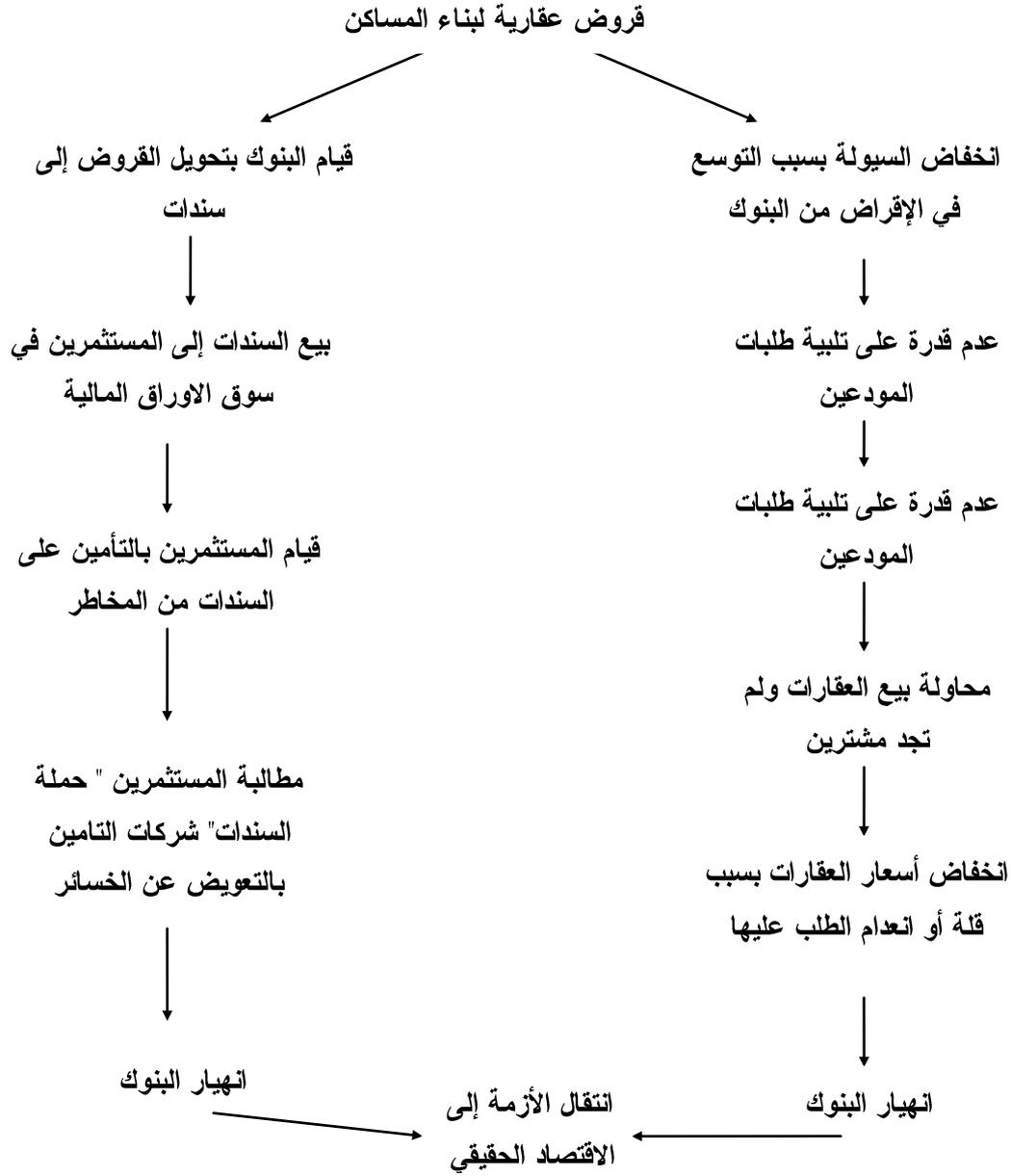
¹ عبد المطلب عبد المجيد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص ص: 258، 259.

كما أدت إلى انهيار الكثير من البنوك وإفلاسها ومن أشهرها بنك ليمان براذرز، وهو من أكبر البنوك الأمريكية، وغيره من المؤسسات المالية والمصرفية أخرى. إن كل أزمة في البورصة تترجم بأزمة ثقة بين أهم عناصر الاقتصاد وذلك لأنها تعني بأن المتعاملين فقدوا الثقة ولو مؤقتا في قدرة الشركات على تحقيق أرباح ومنه في النمو الناتج المحلي الداخلي.¹

إن فالأزمة بدأت من خلال الإفراط في منح القروض العقارية وهذا ما أدى إلى انخفاض السيولة لدى البنوك والتي يعتبر مصدرها الأساسي من ودائع المودعين، حيث عند تزايد القلق بسبب تداعيات الأزمة المودعين إلى البنوك لسحب ودائعهم وهذا ما لم تستطيع البنوك توفيره لهم، ولم تكن البنوك بهذا بل قامت بتحويل القروض إلى سندات عن طريق التوريق وطرحها في سوق الأوراق المالية للاكتتاب فيها ومن ثم التأمين عليها وبعدها مطالبة شركات التأمين بالحصول على مبالغ هذه السندات، وإثر هذه الأحداث قامت البنوك بمحاولة بيع العقارات لاسترجاع التزاماتها لكن أسعارها لم تكن عند المستوى المطلوب، هذه العوامل وغيرها ساهمت إلى حد كبير بانهيار البنوك وشركات التأمين وشركات العقار قادت إلى إفلاسها وانتقال تداعيات الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي وإلى الاقتصاديات العالم الأخرى بفعل الترابط بينها، وهذا ما نستطيع ملاحظته من خلال الشكل البياني الموالي الذي يوضح العلاقة بين كل المتغيرات السابقة التي تفاعلت مع بعضها البعض لتنتج في الأخير أزمة على مستوى من العالمية وعلى درجة كبيرة من الخطورة.

شكل رقم (17): طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008

¹ Philippe Spieser, op cit, P : 248.



المصدر: الموقع الإلكتروني:

http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/Isra_23.pdf , 14 /08/2011, 16:45.

ثانياً: الجذور التاريخية للأزمة المالية

يرى " رينشاردران " الخبير الاقتصادي بمعهد كيتو بواشنطن، ومدير المركز الأوروبي للنمو الاقتصادي، أن جذور الأزمة تاريخياً أعمق مما نتصور، فهو يعتقد أن المشاكل بدأت منذ العام 1938 إبان إدارة الرئيس روزفلت للولايات المتحدة الأمريكية، عندما قرر توسيع الملكية الإسكانية بإشراك الحكومة في ذلك، وقام بإنشاء الجمعية الفيدرالية للرهن العقاري الوطني المعروفة باسم

فاني ماي fannie mae بغرض شراء القروض العقارية من المصارف، والتي احتكرت سوق العقار الأمريكي بشكل شبه مطلق بفعل العديد من الامتيازات التي منحت لها، ثم تم خصصتها من قبل الكونغرس عام 1968 وتم تبني شركة أخرى هي فريدي ماك mac freddie عام 1970 لكي تكون منافس لها، وعلى مدى نصف القرن الماضي وست سنوات قبل حدوث الأزمة استمرت هاتان المؤسساتان في منح القروض رهن عقارية مرتفعة المخاطر، كما وسمحت لمعايير الإقراض بالهبوط لأدنى مستوياتها، نظرا لأن المؤسساتين سوف تشتريان تلك الرهون وتحوّلانها إلى صناديق استثمارية مضمونة تعرض للجمهور كأصول مالية ممتازة ومنخفضة المخاطر.¹

كما توجد العديد من العوامل التي مهدت لظهور الأزمة يمكن عرضها في الأتي:²

1. يشير تاريخ الرأسمالية إلى أن الأزمات الدورية في صلب النظام الرأسمالي والملازمة لتقدمه، وذلك بسبب الخلل الملازم للنظام بين العرض والطلب، بين نمو قدرات الإنتاج نتيجة تراكم القيمة الفائضة بين أيدي الرأسماليين، ونمو الطلب الحقيقي على الإنتاج بأقل من النم و القدرات الإنتاجية مما يولد فائضا في رؤوس الأموال يضغط على معدلات الأرباح أو عوائد رأس المال.
2. يمكن إعادة تفاقم الأزمة الرأسمالية في معالجة عجز ميزان التجاري وميزان المدفوعات الجاري لأمريكا، وحول أمريكا تدريجيا من أكبر دولة دائنة بعد الحرب العالمية الثانية إلى أكبر دولة مدينة ولم يجد نفعاً مؤتمر اللوفر الذي عمل على تنسيق السياسات الاقتصادية لدول مراكز النظام الرأسمالي، فأسقطت أمريكا اتفاقية بريتن وودز أي نظام النقد الدولي وأدخلت مبدأ سعر الصرف العائم الذي أدى إلى اختلالات أسواق النقد في العالم، وقد خسر الدولار نصف قيمته الحقيقية بين عامي 2000 و2005 وألحقت هذه التطورات في بنية القطاع المالي أضرارا كبيرة في قطاعات الاقتصاد الحقيقي وساعدت وبشكل آني في حل مشكلة تدني مردود رؤوس الأموال، فقد شتتت عولمة الأسواق المخاطر التي نمت بشكل كبير وأصبحت الأسواق الجديدة المعولمة خارج إطار الرقابة الفعالة لمؤسسات الرقابة المالية.

¹ نور الدين جواي، مقارنة نظرية حول أزمة القروض الرهن العقاري الأمريكية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، الجزائر، 28 و 29 أبريل 2010، ص: 3.

² بوعشة مبارك، الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والأفاق، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 2، 4.

3. إن البيئة المالية في عصر الرأسمالية الأكثر احتكارية وعولمة خلقت فقاعات متتالية في أسواق الأسهم والعقارات، " كما أن ال توسع الهائل للأسواق المالية التي انفتحت بسرعة، فبات القطاع المالي في بريطانيا، على سبيل المثال مسؤولاً عن نصف النمو الاقتصادي، وكذا الأمر بالنسبة للقطاع المالي العقاري في أمريكا حتى عام 2006 ، وكلا القطاعين اعتمدا بشكل كامل على المضاربة وليس على الاقتصاد الحقيقي" ¹.

4. شكل تدني مردود التوظيفات الرأسمالية عند أواخر السبعينات من القرن الماضي أحد مظاهر أزمة النظام الرأسمالي في ظل النظرية الكنزوية التي سمحت بظهور دولة الرفاهية، وتم فرضها كإيديولوجيا على مؤسسات النظام العالمي مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، وتم إطلاق مرحلة جديدة من العولمة بقيادة أمريكا.

5. مثلت الليبرالية الجديدة مصالح الشركات الكبرى المعولمة، والتي قاصت نطاق الديمقراطية في دول المراكز الرأسمالية وأصبحت تتحكم في صناعة الرأي العام وفي تمويل وتسويق السياسيين الذين يعملون لمصالحها. " وخلال حقبة العولمة النيو - ليبرالية التي بدأت في سبعينات القرن العشرين، مرت المراكز الرأسمالية الكبرى، خاصة الولايات المتحدة بعملية " لا تصنيع " أو نزع التصنيع، انتقلت بموجبها الرأسمالية الغربية من الاعتماد على الأسواق المحلية القومية إلى الشكل الحالي من العولمة عبر نقل الصناعات الثقيلة الملوثة إلى الصين والهند وغيرهما. وترافق ذلك مع تحرير أسواق المال ونزع كل القيود المنظمة لها، مما أدى إلى هجرة جماعية للرؤوس الأموال إلى الدول الآسيوية وأيضاً إلى تقسيم عمل دولي جديد، التكنولوجيا المتطورة والبحث والتطوير والسلع الخاصة والخدمات المالية في المراكز الرأسمالية والعمليات الصناعية التقليدية في الأطراف" ².

6. أطلقت الليبرالية مرحلة جديدة من العولمة وسارعت عملية الدمج والاستحواذ بين المؤسسات والشركات، مما دفع معدلات التمركز والاحتكارات، فمكنت الرأسمالية من رفع نصيب رؤوس الأموال من الناتج على حساب نصيب الأجور وأبطأ زيادة الإنتاج والنمو على المدى الطويل،

¹ الدواي الشيخ، الأزمة المالية العالمية انعكاساتها وحلولها ، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص: 11.
² المرجع السابق، ص: 11.

وأسس الأزمات الاجتماعية والمالية والاقتصادية متتالية، تتصاعد حدها حتى تصل مرحلة الانفجار.

7. لم تستطع السياسات الليبرالية الجديدة المتبعة منذ بداية الثمانينات من القرن الماضي من حل أزمة النظام الرأسمالي العالمي، ونجحت في تقسيم القيمة المضافة لمصلحة رؤوس الأموال فخفضت الرواتب والأجور الحقيقية، ومولت الاستهلاك بالديون لا بالمدخيل بغية توليد نمو واهم وزائف، وشلت الحروب العدوانية الخارجية لتحفيز الطلب ورفع معدلات البطالة.

8. إن أزمة النظام الرأسمالي لم تبدأ مع انفجار أزمة الفقاعة العقارية، ولم تبدأ مع أزمة السيولة في المصارف، وأزمة القطاع المالي في أمريكا والتي امتدت إلى أوروبا وإلى معظم دول العالم فقد نمت وتراكمت الأزمة البنوية منذ ما قبل وصول المحافظين الجدد إلى السلطة في بريطانيا.

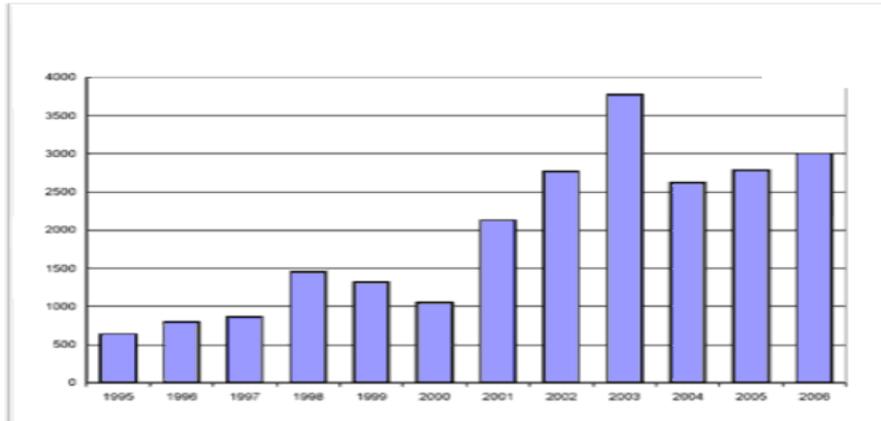
9. إن تراكم رؤوس الأموال الفائضة وبناء القدرات الإنتاجية الفائضة في مراكز النظام الرأسمالي خلقت الأزمات الدورية فيه، وكانت الحروب تشكل أحد وسائل التدمير هذا الفائض عبر رفع الإنفاق العسكري، فيعود الطلب إلى الارتفاع مشكلاً قاطرة النمو الاقتصادي وتراكم جديد لرؤوس الأموال بعد إزالة القدرات الإنتاجية المعطلة، هذا ما حصل بعد الحرب العالمية الثانية التي أخرجت الولايات المتحدة الأمريكية من إحدى عشر سنة من الركود، ولكن الأزمات عادت إلى الظهور في أواخر الأربعينات في الولايات المتحدة الأمريكية وكان الهدف الأساسي من مشروع مارشال هو رفع الطلب على البضائع الأمريكية لمنع الركود وتنامي البطالة.

ثالثاً: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

لقد تعددت واختلفت الأسباب التي كانت وراء حدوث الأزمة المالية العالمية 2008، ولكن كلها عوامل وأسباب اجتمعت لينتج عنها أزمة بدأت في قطاع العقار ثم انتقلت إلى باقي القطاعات الأخرى في أمريكا، بل امتدت إلى أن أصبحت أزمة مالية عالمية تمس معظم دول العالم. ويمكن أن نلخص هذه الأسباب فيما يلي:

1 التوسع في منح القروض عالية المخاطر " أزمة الرهن العقاري " : يعتبر موضوع الرهن العقاري السبب الرئيسي والمباشر للازمة، حيث شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001 - 2006 البنوك وشركات الإقراض إلى اللجوء إلى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر يتم بموجبه التعاقد بين ثلاث أطراف، بين مالك العقار والمشتري والممول " البنك وشركة تمويل عقاري" المالك يبيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع للمشتري جزء منه على أن يقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة ويسدد القرض على أقساط طويلة الأجل إلى أن تشبع السوق فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد وبالتالي حدثت المشكلة!

الشكل رقم (18): تطور حجم القروض عالية المخاطر خلال الفترة 2006/1995



المصدر: فوزي عبد الرزاق، كاتبة بوروية، الأزمة المالية والبدائل المطروحة في ظل النظام الرأسمالي " رؤية مستقبلية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 9.

2 توريق القروض العقارية: إن هذا الابتكار " التجديد " المالي الجديد يعد من الأسباب التي أدت إلى تفاقم وتدويل الأزمة المالية، ويتمثل هذا الابتكار في تحويل القروض العقارية إلى مجموعة من السندات المرهونة بالعقار وبيعها لبنوك استثمار ومؤسسات مالية محلية ودولية حيث وخلال الفترة 2001/ 2006 تم تحويل من 60% إلى 80% من القروض العقارية عالية المخاطر إلى سندات يتم تداولها في الأسواق المالية، وهذا يعني أن بنوك ومؤسسات مالية أخرى ستشارك في تحمل

¹ الجوزي جميلة، مرجع سابق.

مخاطر هذه القروض التي منحت لأشخاص ذوي سجل ائتماني ضعيف أو غير معروف.¹ لقد أدت تقنية التوريق إلى تحويل سريع للبنوك من النموذج التقليدي لمنح القروض " تقديم قروض والاحتفاظ بها في ميزانيتها إلى تاريخ الاستحقاق" إلى النموذج الجديد " (منح القروض ثم التنازل عنه لجهة أخرى وإخراجها من ميزانيتها عن طريق التوريق لتجعلها أوراق مالية للتداول على عدد كبير من المستثمرين)، وهذا يعني توزيع المخاطر المرتبطة بهذه القروض مما دفع البنوك الأمريكية في زيادة منح قروض عقارية بدون ضمانات مقبولة تم توريقها والتقليل من مخاطرها، ومن هنا ارتفعت أسعار العقارات، وعجز المقترضين عن سداد ديونهم، وتقدم المودعين بطلبات سحب ودائعهم فأفلست البنوك والمؤسسات المالية الأخرى فوُجعت الأزمة.²

3 اختلال التوازن بين الأنشطة الإنتاجية والأنشطة المالية: فقد شهدت الدول الصناعية المتقدمة في ظل العولمة حدوث انحراف في مسار أنشطتها الاقتصادية وحدث حالة من عدم التوازن بين الأنشطة الإنتاجية والأنشطة المالية وقد تمثل مظهر هذا الانحراف (بحدوث تراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية الحيوية مقابل تعاضم نمو الأنشطة الخدمية والقطاعات الاقتصادية ذات المردود الربحي المالي الوهمي ضمن دورة إنتاجية قصيرة الأجل وليست طويلة الأجل، وسبب هذا التراجع هو اتجاه المستثمرين لاستثمار فوائضهم المالية في مشاريع خدمية ذات مردود إيرادي كبير ضمن دورات إنتاجية

قصيرة مقارنة في الأنشطة الإنتاجية مثل نشاط المضاربة بالأوراق المالية والاستثمار في قطاع العقارات كأفضل مجالات الاستثمار.³

4 المشتقات المالية والهندسة المالية: أثر المشتقات على الأزمة يظهر في أن التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل، ونظرا لانهايار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات وحدث زعر في أسواق الأوراق المالية الدولية نتيجة تزامم الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات

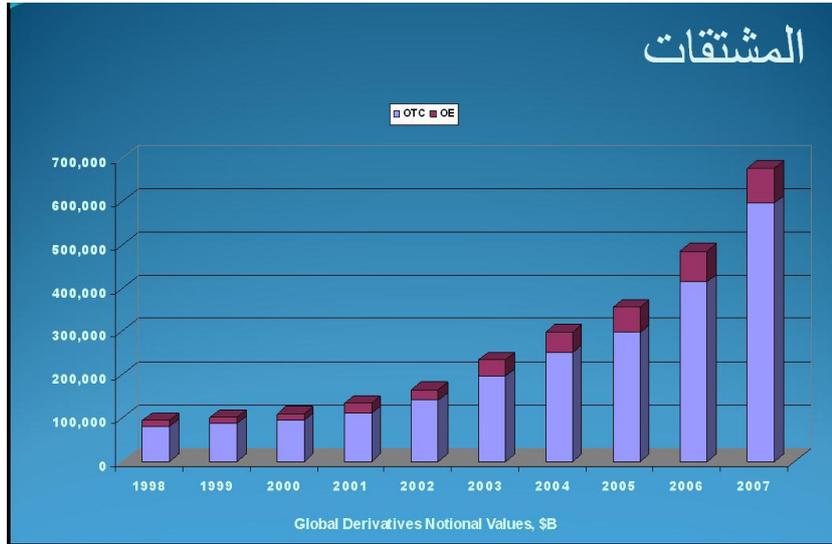
¹ مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 11 .

² شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول " الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، مرجع سابق، ص: 10 .

³ عبد المجيد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 296 .

الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلل هذه الأسواق، وأن من أهم أهداف هذه المشتقات هو مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث و لكن أظهرت الأزمة عجزها حتى عن حماية نفسها¹.

الشكل رقم (19): تطور المشتقات المالية



المصدر: بلعزوز بن علي، عبو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 11.

إن تطور سوق المشتقات المالية على مستوى العالم ازداد بشكل كبير نتيجة توسع التعامل

بها خاصة في سنوات ما بعد 2000، فنلاحظ التصاعد المتسارع في حجم المعاملات المتعلقة بها

بسبب تحقيقها لمكاسب كبيرة تخدم هدف المتعاملين بها، وبظهور الأزمة المالية العالمية 2008

انهارت أسعار الأسهم والتي تعتبر المصدر الذي تشتق منه قيم المشتقات المالية فانهارت أسعارها

هي الأخرى، وكانت سببا رئيسيا في هذه الأزمة نتيجة توسع التعامل بها دون وجود متطلبات

الرقابة وتغير منحى الهدف منها.

5 نمو نشاط المضاربات بشكل كبير ومنتامي: إن النمو المتعاضم في حجم قطاع المضاربات لم

يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم، لذلك أجريت

المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية

سليمة مما تسبب لاحقا في العرقلة في التسديد وحصول الأزمة، إن توسع نشاط المضاربة في سوق

العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ناتج عن الأرباح العالمية المتحققة فيه ومن التسهيلات

¹ الجوزي جميلة، مرجع سابق .

الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع كل ذلك شجع المستثمرين على التوسع الكبير للاستثمار في هذا القطاع، وأدى إلى حدوث الفارق الكبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حدث تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب حدثت الأزمة، التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى والدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بينية واسعة¹.

6 ارتفاع حالات التخلف عن السداد وانفجار فقاعة أسعار المساكن: بارتفاع أسعار المساكن

وأسعار البترول في العالم تعرض الاقتصاد الأمريكي إلى ضغوط تضخمية كبيرة مما أجبر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة للإقراض ما بين البنوك حيث ارتفع سعر الفائدة إلى 4,7% في شهر أبريل 2006، وأدى هذا إلى زيادة حالات التخلف عن السداد خاصة بالنسبة للقروض العقارية عالية المخاطر، حيث تجاوزت نسبة التخلف عن السداد بالنسبة لهذا النوع من القروض 15% في سنة 2007 (كما هو موضح في الشكل الموالي)، ونتيجة لذلك ارتفعت حالات الحجز عن الرهونات العقارية من قبل الجهات المقرضة لتزيد من حجم عرض المساكن بعد التوسع الكبير في بناء

المساكن والعقارات، فأصبح حجم عرض المساكن والعقارات أكبر بكثير من حجم الطلب عليها فبدأت أسعار المساكن في الانخفاض السريع، وحدث انفجار في فقاعة أسعار العقار وأصبحت البنوك تتعرض يوميا لنقص حاد في السيولة، مما أدى إلى إفلاس العديد منها، وامتدت الأزمة إلى سوق الاوراق المالية المحلية والدولية بسبب الانخفاض الحاد في قيمة أصول التمويل العقاري، كما تهاوت بعدها أصول مالية أخرى وسببت هذه الاختلالات المالية تراجعا كبيرا في الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي على مستوى الاقتصاد الأمريكي وعلى مستوى الاقتصاديات الأخرى في العالم.²

¹ عبد المطلب عبد المجيد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 299.

² مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 12.

الشكل رقم (20): معدل عدم قدرة سداد القروض الرهنية عالية المخاطر في الولايات

المتحدة الأمريكية



المصدر: فوزي عبد الرزاق، كاتبة بوروية، الأزمة المالية والبداية المطروحة في ظل النظام الرأسمالي " رؤية مستقبلية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 9.

7- نقص وانعدام الرقابة على المؤسسات المالية من قبل السلطات: تخضع البنوك التجارية في معظم الدول إلى رقابة دقيقة من قبل البنوك المركزية، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة

لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار، سمسرة رهون العقارية أو الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية وبالتالي تشجيع المستثمر على الإقبال على الأوراق المالية.¹ حيث شاع في القطاع المالي مناخ من التساهل والتغاضي عن القواعد السليمة لمنح الائتمان وتطبيق القواعد القوية على ملاءة المؤسسات

¹ حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية " محاولة للفهم "، الموقع الإلكتروني:

<http://www.iid-alraid.com> , 18/08/2011, 23:30.

الائتمانية وآليات عملها حتى وصلت إلى حد التسبب والانفلات، وهذا هو جزء من مناخ الحرية الاقتصادية والعولمة.¹

8 - وكالات التصنيف الائتماني: " فشلت هذه الأخيرة في تخفيض علامات التصنيف للمصارف والأدوات المالية الصادرة عنها في الوقت المناسب، وهو ما أوقف صمام الأمان الذي يعتمد عليه المستثمرين"²، فأقدمت مؤسسات التصنيف الائتماني بمنح سندات الرهن العقاري تصنيف مرتفع الأمان " AAA " نظرا لأن القروض عالية المخاطر قد اشترت من قبل بنوك كبيرة ومعروفة مثل بنك ليمان برانرز، فتحملت هذه المؤسسات جزءاً من المسؤولية في الأزمة المالية العالمية 2008، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي قد تتعرض لها³

9 - غياب الشفافية وعدم توفير البيانات اللازمة لتقويم أنشطتها: كذلك البنوك في عمليات الإقراض تتوفر على مجموعة من البيانات التي تنشرها الجهات المقترضة عن جميع المعاملات المعبرة عن الأنشطة المالية وربحية الوحدات الاقتصادية وغيرها، حيث يتم إجراء عمليات تحليل لهذه البيانات والتأكد من قدرة المقترضين على سداد القروض لإقبال البنوك على تقديم قروض إضافة إلى الضمانات الأخرى التي تطلبها من المقترض إلا أن البنوك والمؤسسات المالية لم تهتم بهذه الشروط أو التأكد من

صحة البيانات واعتماد مبدأ الشفافية في عرضها وعدم التلاعب بها قصد إخفاء الوضعية المالية للمقترض، الأمر الذي جعلها تقع في الإفلاس بعد عدم موضوعية الكثير من البيانات.⁴

10 - العمل في اقتصاد مضاربي وهمي: هو اقتصاد النقود واقتصاد خلق النقود والأرباح القائمة على ذلك بما فيها ما يتم عبر الانترنت حتى طغت المعاملات الحقيقية التي هي مبرر قيام السوق المالية، وانتشار ثقافة الربح السريع والانتقال إلى الرأسمالية المالية والتخلي عن الإنتاجية والخدمية،

¹ أسماء دردور، نسرین بن الزاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، مرجع سابق، ص : 174.

² محمد أيمن عزت ميداني، الأزمة المالية العالمية أسبابها وتداعياتها وانعكاساته ا على الاقتصاد العالمي والعربي والسوري ، الموقع الالكتروني:

http://mafhoum.com/syr/articles_09/midani.pdf, 14/07/2011, 12 :53.

³ مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات ، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، مرجع سابق، ص : 12.

⁴ الموقع الالكتروني:

http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/Isra_23.pdf , 18/08/2011, 12:53 .

وتزايد تراكم طبقات من الصفقات المالية البحتة التي تبعد أكثر فأكثر عن القطاع الحقيقي في الاقتصاد واتساع أحجامها.¹ وهذا الاقتصاد الوهمي المبني على الثورة المعلوماتية والتكنولوجية الاقتصادية العالية التي أحدثت ثورة معلومات وسرعة تنقلها عبر شبكة الانترنت، جعلت الشركات الكبيرة والصغيرة ذات رأس مال حقيقي معين يتم تداول أسهمها في البورصات العالمية أو المحلية بأسعار تفوق رأس مالها الحقيقي بكثير ويتنافس الناس عبر شبكة الانترنت بالبيع والشراء دون أن يكون له تأثير مباشر على العمل الذي تقوم به الشركة أو حتى على منتجاتها الحقيقية في الواقع.²

11 - تطبيقات العولمة الاقتصادية: لقد افرز العقد الأخير من القرن السابق تربع الولايات المتحدة الأمريكية على قيادة العالم بفعل ظروف وعوامل اقتصادية وسياسية وعسكرية معينة، تبنت الولايات المتحدة بموجبها ايدولوجية عولمية يمثل جانبها الاقتصادي التحرير الواسع للأنشطة التجارية والمالية والخدمية من الناحية الوظيفية والهيكلية، واعتمدت لهذا الغرض استراتيجيات استخدمت فيها كل وسائل الترهيب والترغيب بغرض تعميم تطبيقاتها عالمياً.³

12 - انخفاض سعر الفائدة إلى 1 % في عام 2003: مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة، هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.⁴

كما أن ارتفاع أسعار الغاز والنفط وارتفاع فاتورة أمريكا في حربها على العراق وأفغانستان أدت إلى تفاقم الأزمة وتسريع حدوثها، ولقد تنبأ اقتصاديون قبل أن تبدأ الحرب، بأن حرب العراق يمكن أن تتسبب بأزمة اقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية، ففي نوفمبر من عام 2002 حذر أحدهم قائلاً " إن الحرب على العراق يمكن أن تكلف الولايات المتحدة مئات المليارات من

¹ على فلاح مناصير، وصفي عبد الكريم الكساسة، مرجع سابق.

² عبد المطلب عبد المجيد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص، 303.

³ المرجع السابق، ص: 303 .

⁴ مصطفى الفحل، الأزمة المالية العالمية، الموقع الالكتروني:

الدولارات، وستقود إلى الفوضى والدمار في ظروف الكساد الاقتصادي القائم وستدفع العالم نحو الركود نظرا لآثار الحرب المعاكسة على أسعار النفط، التضخم ومعدلات الفائدة"، ويضع الاقتصادي والمستشار السابق لكلينتون جوزيف ستيغليتز لومه على حرب العراق باعتبارها "السبب الخفي لأزمة ضعف الثقة حاليًا لأن البنك المركزي استجاب للاستئناف المالي المكثف للحرب بإغراق الاقتصاد بائتمانات رخيصة، وتم مضاعفة الإقراض لشراء البيوت، والتعاضم السريع للاستهلاك وكان الهبوط سيدفع الاقتصاد الأمريكي نحو الركود".¹

المطلب الثاني: مراحل الأزمة المالية العالمية 2008 والعوامل التي أدت إلى عالميتها

اندلعت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية مع بداية العام 2007 وقد ظهرت الأزمة المالية العالمية بعد انفجار فقاعة سوق العقارات وأخذت تتطور الأحداث والأسباب عبر عدة مراحل وذلك تمهيدا لظهور الأزمة المالية العالمية في عام 2008، وكثير من العوامل والأسباب التي أخذت بمنحى هذه الأزمة إلى المستوى العالمي فباتت من أزمة رهون عقارية إلى أزمة مالية ثم أزمة اقتصادية تمس جميع القطاعات الاقتصادية امتدت تداعياتها وآثارها إلى بقية دول العالم بفعل الترابط الاقتصادي بينها.

أولاً: مراحل الأزمة المالية العالمية 2008

سوف نتطرق إلى المراحل الكبرى التي مرت بها الأزمة المالية منذ بداية عام 2007 إلى الربع الأخير من عام 2008 وذلك كمايلي²:

- فيفري 2007: ظهور واضح لأعراض الأزمة المالية العالمية، حيث شهدت الولايات

المتحدة ارتفاعا كبيرا في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، ما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.

¹ محمد احمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص: 6.

² اشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية "رؤية إسلامية"، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص: 15، 21.

- جوان 2007: ظهور مصرف الاستثمار الأمريكي Stearns Bear، كأول بنك كبير يعاني من خسائر قروض الرهن العقاري.

- أوت 2007: شهدت البورصات تدهوراً شديداً أمام مخاطر اتساع الأزمة وتدخلت المصارف المركزية لدعم سوق السيولة وفي مقدمتها البنك المركزي الأوروبي الذي قام بضخ 94,8 مليار يورو من السيولة، كما قامت الخزانة الفدرالية الأمريكية بضخ 24 مليار دولار، كما تدخل العديد من البنوك الأخرى مثل بنك اليابان والبنك الوطني السويسري.

- سبتمبر 2007: منح بنك إنجلترا قرضاً استعجالياً إلى مصرف Northern Rock لتجنبه الإفلاس، وقد تم بعد ذلك تأمينه.

- من أكتوبر إلى ديسمبر 2007: أعلنت عدة مصارف كبرى عن انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.

- جانفي 2008: خفض الاحتياطي الاتحادي الأمريكي "البنك المركزي" معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة، لتصل إلى 3,50%، ثم جرى التخفيض تدريجياً إلى 2% من جانفي إلى نهاية افريل 2008.

- فيفري 2008: قامت الحكومة البريطانية بتأمين بنك "Northern Rock"، وتضافرت جهود المصارف المركزية مجدداً لضخ أموال جديدة.

- مارس 2008: أعلنت الخزانة الفدرالية الأمريكية عن استعدادها لتقديم مبلغ يصل إلى 200 مليار دولار إلى مجموعة محدودة من البنوك الكبرى.

- مارس 2008: أعلن العملاق المصرفي الأمريكي JP Morgan Chase شراءه لمصرف Bear Stearns، الذي يعاني من صعوبات، بسعر متدن بدعم مالي من طرف الخزانة الفدرالية الأمريكية.

- جويلية 2008: اشتد الضغط على المؤسستين الأمريكيتين فريدي ماك وفاني ماي المتخصصةتين في إعادة تمويل القروض العقارية، و أعلنت الخزانة الأمريكية عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري.

- 8 سبتمبر 2008: وضعت وزارة الخزانة الأمريكية مؤسستي فريدي ماك وفاني ماي تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجانها لإعادة هيكلة ماليتهما مع كفالة ديونها حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 سبتمبر 2008: تفجرت الأزمة المالية العالمية بإعلان بنك الأعمال " ليمان برانرز" إفلاسه بعدما قارب المائة والستين عاما، وأعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو بنك " أوف أمريكا " شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت وهو " ميريل لينش" ، وانفقت عشرة مصارف دولية على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة لاحتياجاته، إلا إن هذا لم يمنع من تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر 2008: قام الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية بفعل الأمر بتأميم أكبر مجموعة لتأمين في العالم " AIG " المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار.
- 17 سبتمبر 2008: واصلت البورصات العالمية تدهورها مع ضعف الإقراض في النظام المالية وفتحت المصارف المركزية العمليات الرامية لتقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية " فورتيس " في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.
- 28 سبتمبر 2008: تم الاتفاق على خطة الإنقاذ الأميركية في الكونغرس، وتم تأمين المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية فورتيس " من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ. وفي بريطانيا تم تأمين بنك" برادفورد وبينغلي" .
- 29 سبتمبر 2008: رفض مجلس النواب الأميركي خطة الإنقاذ، وانهارت وول ستريت بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها، وأعلن بنك" سيتي غروب" الأميركي أنه يشتري منافسه" واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.
- 1 أكتوبر 2008: أقر مجلس الشيوخ الأميركي خطة الإنقاذ المالي المعدلة بقيمة 700 مليار دولار.

ثانيا: العوامل التي أدت إلى عالمية الأزمة المالية العالمية 2008 " عولمة الأزمة "

توجد العديد من العوامل التي ساعدت على ظهور هذه الأزمة على صعيد عالمي وبالتالي انتشار آثارها وتداعياتها وهذا ما يزيد من خطورتها على الاقتصاد العالمي ككل.

1- انتقال الأزمة من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية

أي نظام مالي قائم على دعمتين رئيسيتين هما المؤسسات المالية والأسواق المالية، ويبدو للوهلة الأولى بعدم وجود علاقة بين هاتين الدعمتين ولكن الحقيقة غير ذلك، حيث أن الأسواق المالية تعد مرآة لما يحدث في المؤسسات المالية مثل البنوك، مما دفع المستثمرين في الأسواق المالية وكرد فعل لانخفاض قيمة الأسهم التي يملكونها إلى بيع أسهمهم تجنباً لأي خسارة كبيرة، ومن ناحية أخرى بدأت أسهم شركات أخرى بالانخفاض كنتيجة طبيعية للنتائج السلبية التي حققتها أزمة السيولة لدى البنوك وانخفاض مستوى الطلب الكلي. فلفتقلت عدوى الأزمة الأمريكية إلى جميع أنحاء العالم وأدت إلى انخفاض مؤشرات الأسواق المالية بشكل غير مسبق، وسبب انتقال عدوى انخفاض مؤشرات أسواق الاوراق المالية بين الدول هو وجود العديد من القنوات الاستثمارية بين هذه الدول، مع ملاحظة أن نسبة التراجع لم تكن على وتيرة واحدة وهبط المؤشر العام حتى في دول لا توجد فيها استثمارات أمريكية في البورصة كالسعودية بنسبة تفوق هبوط المؤشر العام في دول أخرى لا تضع قيوداً على الاستثمارات الأجنبية ومن بينها الأمريكية كأوروبا¹.

¹ زايري بلقاسم، بلمهدي ميلود، الأزمة المالية العالمية " أسبابها، أبعادها وخصائصها، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص ص: 13، 14.

إن الأزمة المالية العالمية التي بدأت من القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية انتقلت بسرعة إلى باقي القطاعات الأخرى في أمريكا وتسببت في حدوث أزمات على مستوى هذه القطاعات:¹

■ أزمة الرهن العقاري:

وهي أول مرحلة من مراحل الأزمة حيث بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وأدت إلى زلزال اقتصادي نتج عنه إفلاس شركات الرهن العقاري وفقدان الملايين من الأسر لمنازلهم وممتلكاتهم، ولأن العالم يعيش عصر العولمة فإن تلك الأزمة امتدت لتطال أوروبا ثم دول العالم الأخرى بما فيها الدول العربية، وهذه الأزمة أدت إلى تدهور القطاع العقاري وزيادة العرض على الطلب ثم انخفاض أسعار العقارات وأسعار الأراضي وتوقف المطورين العقاريين عن تنفيذ مشاريعهم أو تأجيلها.

■ أزمة الائتمان:

وهذه جاءت تابعة لأزمة الرهن العقاري وهنا عجز الكثير من المؤسسات والأفراد عن الإيفاء بديونهم مما أدى إلى إفلاس العديد من البنوك وبالتالي ظهرت أزمة السيولة وظهر شح السيولة مما أدى بالبنوك المركزية إلى التدخل وضخ مئات المليارات إلى الأسواق ولكن دون جدوى نظرا لكبر حجم الأزمة وأن ما تم عمله لم يعد سوى إعطاء المسكنات المؤقتة، وهذه الأزمة امتدت كذلك لتطال جميع دول العالم دون استثناء.

■ أزمة الأسواق المالية:

هذا وقد امتدت تداعيات أزمة الرهن العقاري وأزمة الائتمان إلى أسواق العالم وبورصاته ابتداء من أسواق الولايات المتحدة الأمريكية إلى الأسواق الأوروبية وأسواق اليابان والشرق الأقصى وأخيراً الأسواق العربية حيث فقدت هذه الأسواق أكثر من 60 % من قيمتها بل أن الكثير من الشركات المساهمة وصلت أسعار أسهمها إلى ما دون قيمتها الدفترية بكثير وهذا يعني أن أغلب المواطنين فقدوا معظم ثرواتهم مما ينتج عنه الكثير من المشكلات السياسية والاجتماعية،

¹ محمد احمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص: 10، 11.

وكانت هناك الكثير من الطلبات بضرورة إنشاء صناديق مركزية في كل دولة تقوم بدور المرجح واللاعب الأول في هذه الأسواق حفاظا على توازنها ومنعها من الانهيار.

■ أزمة البترول:

ومع ظهور الأزمات المذكورة أنفا ظهرت أزمة البترول الجديدة، حيث انخفضت أسعار البترول خلال شهرين من 148 دولارا للبرميل إلى أقل من 50 دولارا مما يعني أن البترول فقد حوالي ثلثي قيمته وبالتالي بدأت أزمة جديدة لدى الدول المصدرة للبترول مما ستعكس آثارها السلبية على العالم أجمع، كما أن تداعيات الأزمات تلك قد أدت من جهة أخرى إلى فقدان الدول البترولية فوائدها المالية وتعرضت صناديقها السيادية إلى خسائر فادحة مما يعطي الانطباع لدى البعض بأن الدول العربية البترولية هي المقصودة في الأساس بهذه الأزمات.

المشكل اليوم خضم المرحلة الراهنة من تطور الرأسمالية أي مرحلة الليبرالية الاقتصادية

الجديدة والتي تدعى بالعوامة، المسجل أن الأزمة وحالات اللاستقرار غدت وصمة يوصم بها النظام الرأسمالي، كما تحولت سمتها الاستثنائية قصيرة الأجل وباتت نمطية طويلة الأجل تضرب في العمق وملاصقة بشكل عضوي لضرورة دورات الاقتصاد الرأسمالي، حتى أصبح الاقتصاد المراكز الصناعية الكبرى يدعى " اقتصاد الأزمات " تزامنا مع بروز ظاهرتين هما!

- ظاهرة التسليع المرتكزة أساسا على إضفاء الطابع المادي السلعي على العالم وتحويل العالم إلى عالم يهتم بالاقتصاد وحساباته أكثر من أي أمر حياتي آخر بما في ذلك الأخلاق والقيم الإنسانية التي تتراجع تدريجيا وتستبدل بالعلاقات السلعية والربحية النفعية.
- ظاهرة الاميلة المرتكزة أساسا على إضفاء الطابع المالي الرأسمالي على العالم وتحويل العالم إلى عالم يهتم بالمال، المضاربة والتربح في البورصة " الاقتصاد الوهمي " أكثر من اهتمامه بالصناعة والزراعة أو الاستثمار في الربح في الاقتصاد الحقيقي.

¹ نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، الأزمات المالية سجل التحويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 6 .

كما أنه من الأهمية الإشارة أن الأزمات زمن لحظة العولمة الراهنة تتجاوز جغرافيا مراكزها وبؤرها لتنتشر دوليا وفقا لثلاث مستويات¹:

- **أولاً:** بمستوى " خلل اقتصادي " فيما يتعلق بالاقتصاديات ذات معامل الارتباط الضعيف.
- **ثانياً:** بمستوى " مشكل اقتصادي " فيما يتعلق بالاقتصاديات ذات معامل الارتباط المتوسط.
- **ثالثاً:** بمستوى " الأزمة الاقتصادية " فيما يتعلق بالاقتصاديات ذات معامل الارتباط القوي.

2- العوامل التي أدت إلى عالمية الأزمة المالية العالمية 2008

يمكن تحليل عالمية الأزمة المالية المصرفية العالمية بالاعتماد على ثلاثة عوامل يتعلق العامل الأول والثاني بمختلف بلدان العالم ويرتبط العامل الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار، وتصب جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية.²

- **العامل الأول والأساسي** هو ظهور بؤادر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية.
- **أما العامل الثاني** فهو تعويض الخسارة حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد، فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فليق أسهمهم في دولة أخرى قد لا تصيبها خسارة.
- **وفيما يتعلق بالعامل الثالث** فيتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية، وهبطت قيم الأسهم بين مطلع عام 1987 ومطلع عام 2008 سبع مرات بنسب عالية، وبسبب لجوء البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض أسعار الفائدة يتراجع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية، وهذا التراجع يعني اقتصاديا حدوث خسارة في الاستثمارات بعملة الدولار سواء كانت في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها خاصة في الدول التي تعتمد على سعر صرف ثابت للدولار مثل دول مجلس التعاون الخليجي، وعلى

¹ المرجع السابق، ص: 7.

² عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص ص: 284، 285.

هذا الأساس فإن حدوث أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب الاستثمارات من هذه الدول أي المرتبطة بالدولار بسعر صرف ثابت لتتوطن في دول أخرى ذات عملات متغيرة أو معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا ، مع ملاحظة أن الأزمة في الولايات المتحدة لا تقتصر على قيم الأسهم بل تشمل الاقتصاد الحقيقي برمته فهي أزمة اقتصادية.

المطلب الثالث: آثار الأزمة المالية العالمية 2008 والخطط المتخذة لمعالجتها

أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي أن الأزمة التي مست الاقتصاد الأمريكي لن تنجوا منها أي دولة من دول العالم، وأنها طالت اقتصاد جميع الدول ولكن بنسب متفاوتة، وقد ظهرت تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي بوضوح خلال الفترة المنقضية من عام 2008، بشكل أن العالم سيدفع ثمن التعافي من هذه الأزمة مع الولايات المتحدة الأمريكية.¹

أولاً: آثار الأزمة على الاقتصاد العالمي

تعددت آثار وتداعيات هذه الأزمة وشملت جميع القطاعات وامتدت إلى قطاعات خارج الولايات المتحدة الأمريكية:

1. كان خريف 2007 شرارة البدء لتسارع كارثي في عدوى الأزمة المالية التي بدأت تنتشر في كل أسواق المال العالمية لتطيح بشركات مالية ومصرفية كبرى أو لتتحول إلى ملكية حكومية ومنها على سبيل المثال² : - بلغت خسائر Citigroup 5.11 مليار دولار ما يعادل 1.03 دولار للسهم، وتراجعت إيراداتها إلى 48 % لتبلغ 13.22 مليار دولار، وهذا ما دفع المجموعة عن أملها في جمع نحو 14 مليار دولار من عدد من المستثمرين في الصين والسعودية لرفع رأسمالها.

¹ حسين عبد المطلب الاسرج، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على التجارة الخارجية للدول العربية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، دراسات اقتصادية، 2006، العدد 13، ص: 77.
² بوعشة مبارك، الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والأفاق، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمي، مرجع سابق، ص ص: 12، 13.

-إفلاس بنك ليمان براذرز رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة الأمريكية، ويشترى بنك " أوف أمريكا " بنك " كنتري وايد " أكبر ممول للرهن العقاري في الولايات المتحدة بقيمة 4 مليار دولار، وذلك محاولة منه لتفادي حالة الانهيار المالي.

-استحوذت الحكومة الأمريكية على شركتي " فريدي ماك وفاني ماك " المتخصصة بتوفير السيولة للجهات الممولة للمساكن، ووضعها تحت الحجز الفيدرالي لمساعدة النظام المالي الأمريكي على تحمل الخسائر المالية الهائلة التي لحقت بقطاع القروض العقارية.

-ضخت السلطات في بلجيكا ولوكسمبورغ وهولندا ما قيمته 11.2 مليار يورو مقابل حصص في رأسمال المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية " فورتيس " ومنعها من الانهيار. -تراجعت أسهم Suisse Credit بنسبة 28.78 % .

-تم فتح خط ائتمان بقيمة 35 مليار اورو بكفالة الدولة لتفادي إفلاس البنك الألماني الخاص " هيبوريل أستيث " المتخصص في الشؤون العقارية.

-تم تأميم البنك البريطاني " برادفور أند بينغلي " وتصفيته وهو المؤسسة المالية البريطانية الرابعة إلى تفقد استقلاليتها منذ بداية أزمة الائتمان العالمية.

2. عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية: أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، والى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد، دفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى بل ودفعت البعض للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ مالية جديدة من أدوات الدين¹.

3. تحقيق عجز في موازنات الدول المتقدمة: حققت الولايات المتحدة الأمريكية عجزا قياسيا خلال العام المالي 2008/2007 بلغ 455 مليار دولار بزيادة قدرها 50 % ، أما بالنسبة لدول الاتحاد

¹ حسين عبد المطلب الاسرج، مرجع سابق، ص: 78.

الأوروبي فحقق الميزان التجاري عام 2008 عجزا بقيمة 27.2 مليار يورو مقارنة بـ 16.1 في العام 2007.¹

4. ارتفاع حجم المديونية ليصل إلى 32 تريليون دولار أمريكي حسب إحصائيات وزارة الخزينة الأمريكية.²

5. انهيار البورصات: شهدت البورصات العالمية وفي أغلب دول العالم تقريبا انخفاضات كبيرة متعاقبة ومنتالية في أسعار الاوراق المالية بعد الانهيار الكبير الذي حدث للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى، ففي 11 أكتوبر مثلا تراجع مؤشر داوجونز في بورصة وول ستريت الأمريكية بنسبة 7 % بمقدار 700 نقطة في بداية التعاملات، وفي أوروبا سجلت البورصات الأوروبية الرئيسية انخفاضا كبيرا مع بدء التفاعلات حيث انخفض مؤشر يورفرست 300 الرئيسي لأسهم الشركات الكبرى في أوروبا بنسبة 8 % وبذلك يبلغ معدل انخفاض المؤشر منذ بداية الأسبوع الأول للازمة أكثر من 22 %، وهبط مؤشر نيكاي الياباني بنسبة أكثر من 11 % ليسجل أكبر خسارة له في يوم واحد منذ انهيار الأسهم عام 1987.³

6. تنامي معدلات البطالة: من الآثار الهامة والمنتامية للازمة العالمية أنه بدأت تزداد معدلات البطالة الحالية والمحتملة بشكل مخيف، حيث فقد الملايين وظائفهم في كثير من دول العالم وأولها الاقتصاد الأمريكي فحتى نهاية عام 2008 فقد حوالي 2 مليون من الأمريكيين وظائفهم وارتفع معدل البطالة إلى 7 %، كما هو الحال في دول الاتحاد الأوروبي وآسيا والدول العربية والإفريقية حيث وصلت معدلات البطالة إلى 9 % في المتوسط.⁴

7. تذبذب أسعار الذهب والعملات: لوحظ على أسعار الذهب تغيرا صعودا وهبوطا أثناء الأزمة بشكل حاد فقد نجد خلال أيام انخفاضاً في أسعار الذهب يمثل انخفاضا كبيرا ومن ناحية أخرى قد يحدث ارتفاع حاد بعد أيام أخرى. " وكان للتوتر الذي أصاب الأسواق المالية تأثيرا على أسواق النقد الأجنبي فقد زاد انخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدولار الأمريكي مقارنة بما كان عليه

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 83، 85.

² محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية وأثرها على أسواق المال، دار التعليم الجامعي، مصر 2010، ص: 259.

³ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص: 319.

⁴ المرجع السابق، ص: 322.

في منتصف 2007 في ظل تراجع الاستثمارات الأجنبية والسندات والأسهم الأمريكية والذي أحدثه انخفاض مستوى الثقة في سيولة هذه الأصول والعائد عليها فضلا على ضعف احتمالات النمو في الولايات المتحدة الأمريكية وزيادة توقعات خفض أسعار الفائدة " ¹، وفي المقابل شهدت العملات القابلة بتحويل تغيرات شديدة وعدم استقرار في أسعار الصرف أي العلاقة بين تلك العملات وبعضها البعض. ² " انخفض قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم، حيث وصل الدولار إلى مستوى 100 ين ياباني وهو أدنى مستوى له منذ التسعينات، كما تجاوزت قيمة اليورو حاجز الدولار والنصف منذ صدور اليورو. ³

8. انخفاض أسعار البترول: يعتبر البترول من السلع الإستراتيجية الهامة التي تأثرت تأثرا كبيرا خلال الأزمات المالية بسبب الطلب المنخفض المرونة، عندما اندلعت الأزمة المالية العالمية 2008 ترتب عليها تذبذب في أسعار البترول ارتفاعا وانخفاضا، ونظرا لتوقعات الاقتصاديين لتعرض الاقتصاد العالمي لموجات من الركود وإعلان معظم الدول إصابتها بحالة من الركود الاقتصادي فقد انخفضت أسعار البترول في شهر نوفمبر 2008 إلى مستوى 50 دولار للبرميل ثم انخفضت إلى 36.37 دولار للبرميل ويفقد ثلاثة أرباع قيمته 75.3 % خلال شهرين فقط من الأزمة. ⁴

9. الأثر على المدخرات والمدخرين: إن اثر الأزمة المالية العالمية 2008 على المدخرات والمدخرين سلبيًا حيث سعى الكثير من المودعين إلى سحب ودائعهم من البنوك وذلك نتيجة لفقدان ثقة المدخرين في البنوك هذا بالإضافة إلى انخفاض القيمة الحقيقية للمدخرات وخاصة مع تحولها إلى أوراق مالية في البورصات، وأصبح من الخطأ الكبير الاحتفاظ بالمدخرات في العملات " مثل الدولار " تنخفض وفي أوراق مالية تفقد قيمتها السوقية، وأصبح أفضل وسيلة لحماية المدخرات في ظل الأزمة هو الاستثمار في أصول حقيقية متعددة. ⁵

¹ <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/suma.pdf>, le 14/09/2011, 15 :38.

² عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق ص: 322.

³ مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمي، مرجع سابق، ص: 13.

⁴ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 93.

⁵ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص: 333.

10. زيادة تباطؤ معدلات النمو منذ شهر جانفي 2008 وانخفاض معدلات النمو في الدول الصناعية من 1.4 % سنة 2008 إلى 0.3 % للسداسي الأول من سنة 2009.¹
11. انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين إلى أدنى مستوى له منذ عام 1992 نتيجة تخوف المستثمرين، حيث تراجع كل من مؤشر النشاط الصناعي في نيويورك ومؤشر الطلب على الاستهلاك إلى أدنى قيم لهما منذ أكتوبر 2001، وانخفاض معدل استخدام الطاقة الإنتاجية إلى أدنى مستوى له.²

ثانيا: آثار الأزمة على الاقتصاد العربي

إن الأزمة المالية العالمية 2008 كان لها العديد من الانعكاسات والآثار على جميع دول العالم، بما في ذلك الدول العربية التي لم تكون في منأى من هذه الأزمة فتأثرت الدول العربية ولكن بنسب متفاوتة وفي قطاعات مختلفة، وذلك حسب درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي على العالم الخارجي وحجم العلاقات الاقتصادية لكل دولة والعالم الخارجي.

إن انكشاف البنوك العربية على هذه الأزمة وأدوات الرهن العقاري يعتبر محدوداً، فمعظم البنوك العربية لا تستثمر سوى القليل في مثل هذه الأدوات، أما البنوك التي لها حيازة في صناديق تحوط تستثمر في سندات مغطاة بأصول عقارية فخسارتها ستكون بقدر حيازتها لمثل تلك الأصول، وحسب استطلاع أجرته شركة التصنيف الائتماني "ستاندرد آند بورز" " أخيراً فإن مجموع استثمارات بنوك المنطقة في سندات الرهن العقاري ذات التصنيف الائتماني المنخفض لا يزيد على 1% من مجموع أصول هذه البنوك.³

وفي هذا الإطار يمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات من حيث مدى تأثرها

بالأزمة المالية العالمية كمايلي:

¹ مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 13، 14.

² محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص: 260.

³ حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية، الموقع الإلكتروني:

• **المجموعة الأولى:** الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي الكبيرة وأهمها دول مجلس التعاون الخليجي.

• **المجموعة الثانية:** الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المتوسطة مثل الأردن، تونس ومصر.

• **المجموعة الثالثة:** الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالية الضعيفة مثل الجزائر، ليبيا والسودان.

وكانت انعكاسات الأزمة على دول هذه المجموعات كما يلي¹:

بالنسبة للمجموعة الأولى فإن اقتصاديات هذه الدول أصبحت عرضة لمخاطر عديدة لأن حكومات دول هذه المجموعة والبنوك والأفراد يستثمرون مبالغ مالية معتبرة في الخارج خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وقد لحقت بأموال المستثمرة في السندات المغطاة بأصول عقارية أو في صناديق التحوط خسائر كبيرة وتشير بعض التقديرات أنها وصلت إلى حوالي 500 مليار دولار في دول الخليج خاصة الإمارات وقطر والكويت، ويشكل النفط المصدر الرئيسي للدخل الوطني في هذه الدول، فإن الانخفاض الحاد في أسعاره في الأسواق العالمية من 147 دولار للبرميل في منتصف عام 2008 إلى من 35 دولار في بداية 2009 بفعل انخفاض الطلب العالمي عليه في أعقاب الأزمة يهدد اقتصاديات هذه الدول على الأقل في المدى المتوسط بعجز الموازنات العامة، وانخفاض معدلات

النمو الاقتصادي وارتفاع حجم البطالة واختلال الميزان التجاري، كما تأثرت البورصات الخليجية بالأزمة رغم عدم ارتباطها بالأسواق العالمية أو ارتباطها الخفيف.

أما دول المجموعة الثانية فإن تأثر دول هذه المجموعة بالأزمة سيكون أقل من تأثر دول المجموعة الأولى باستثناء تأثر البورصات فسيكون التأثير عليها بنفس مستوى تأثر بورصات دول المجموعة الأولى، و تأثر هذه الدول بالأضرار المتمثلة في:

- اختلال موازين المدفوعات.

¹ عيسى بن ناصر، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص ص: 8، 10.

- انخفاض الطلب على الصادرات غير البترولية.
- تباطؤ تدفق رأسمال والاستثمارات الأجنبية.
- انخفاض المداخل السياحية خاصة بالنسبة لمصر وتونس.
- ارتفاع معدل البطالة.

وفي الأخير دول المجموعة الثالثة التي يعتبر التأثير عليها محدودا، باستثناء قطاع النفط

في الدول النفطية " الجزائر، ليبيا... الخ " سيكون في مستوى تأثر دول المجموعة الأولى، وقدر

كذلك المنتدى الاقتصادي في بيروت حجم الخسائر التي لحقت بالاقتصاد العربي بحوالي 2.5 ترليون دولار، وخسائر الأموال العربية المستثمرة في الخارج بحوالي ترليون دولار، وقدر صندوق النقد العربي خسائر الأسهم في البورصات العربية سنة 2008 بحوالي 367 مليار دولار .

ثالثا: الخطط المتخذة لمعالجة الأزمة المالية العالمية 2008

إن تصاعد الأزمة المالية العالمية 2008 وامتداد آثارها إلى العديد من دول العالم، وفي ظل احتواء هذه الأزمة فإن العديد من الدول والمجموعات الاقتصادية في العالم قامت باتخاذ إجراءات للحد من الأزمة فأعلنت خططا متعددة لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، " فتدخلت الدول الصناعية الكبرى لوضع حد للمضاربة بالقروض والسندات، وكذلك بتخصيص مئات المليارات من الدولارات لدعم البنوك المتعثرة على أساس حمايتها من الانهيار، وهذا الدعم مقابل تملك الحكومات لحصص من البنوك التي تستفيد من الدعم والتدخل في سياستها وإدارتها لضبط نشاطاتها وتعاملاتها"¹.

وفي ما يلي تلخيص لمضامين أهم هذه الخطط والإجراءات:

1- خطة الإنقاذ المالي الأمريكية:²

هي الخطة التي صاغها وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون، وذلك لإنقاذ النظام المالي الأمريكي بعد أزمة الرهن العقاري، وتهدف الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال

¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص: 71.

² عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص ص: 337، 340.

العقارية، والتي تعود إلى دافعي الضرائب، كما تهدف إلى حماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن ، وتقوم الخطة على شراء الديون الهالكة التي تهدد السوق المالية الأمريكية بالانهيار، وتضمنت خطة الإنقاذ أيضا جانبا خاصا بشركتي "فاني ماي" و"فريدي ماك" كبرى شركات التمويل لقاء الرهن والمعروضتين للإفلاس بعدما شارفتا على الانهيار، حيث تملك وتدعم الشركتان المتضررتان رهونا عقارية قيمتها 5 تريليونات دولار تعادل نحو 50% من الرهونات العقارية في الولايات المتحدة ، وبموجب الخطة تضمن إدارة الإسكان الفدرالية زيادة سقف القروض التي تشتريها الشركتان إلى 625 ألف دولار.

وتضمنت الخطة مايلي:

- السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار، وتكون مرتبطة بالرهن العقاري.
- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة الأمريكية إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من رئيس الولايات المتحدة الأمريكية، ويملك أعضاء الكونغرس الأمريكي حق النقض (الفيتو) على عمليات الشراء، التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بسبعمئة مليار دولار .
- تساهم الدولة الأمريكية في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى، لوضع خطط مماثلة.
- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار، إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.
- منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها نحو 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.

- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم.
- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، وتحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بخمسمائة ألف دولار.
- استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد.
- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم هذا المجلس رئيس المجلس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة.
- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على حضور الاجتماعات الدورية في الخزانة، وذلك لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات.
- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.
- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة .
- اتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.

2 - خطة دول منطقة اليورو:

صادقت دول الاتحاد الأوروبي في منتصف شهر أكتوبر 2008 في بروكسل على الخطة الأوروبية المشتركة لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 بالموافقة على منح ضمانات حكومية للقروض المصرفية المتبادلة بين بنوك الاتحاد الأوروبي، والنظر في إمكانية التأمين الكامل أو الجزئي للبنوك التي وجدت نفسها على حافة الإفلاس، مع الاتفاق على عقد قمة اقتصادية من أجل إصلاح المنظومة المالية العالمية وتعهد القادة الأوروبيون بالمساعدة أو الاكتتاب المباشر لرفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى خمسة أعوام في تكملة لجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك، وفي هذا يقول رئيس مجلس وزراء المالية

لدول منطقة اليورو " جان كلود يونكر " على واشنطن إقرار الخطة التي تسمح للخطة الأمريكية بشراء الأصول مرتفعة المخاطر المرتبطة بسوق الرهن العقاري من البنوك " كما يقول رئيس البنك المركزي الأوروبي جون كلود تريشيه لابد من إقرار خطة من أجل الولايات المتحدة ومن أجل الصناعة المالية العالمية.¹

وكانت هناك الكثير من التحركات الأحادية من طرف الدول الأوروبية لمواجهة هذه الأزمة منها²:

- في فرنسا أعلن الرئيس الفرنسي أن بلاده اعتمدت خطتين لمساعدة البنوك على التغلب على الأزمة وهما: الأولى بقيمة 300 مليار يورو كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك، والثانية بقيمة 1 مليار يورو للحصول على حصص الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة فضلا عن إنشاء صندوق سيادي لمصلحة الشركات الإستراتيجية التي تواجه صعوبات مالية، وفي نوفمبر 2008 أعلن عن خطة جديدة لمساعدة قطاع الإسكان والسيارات بقيمة 26 مليار يورو.
- أما في ألمانيا أعلن عن خطة الإنقاذ المالي قيمتها 500 مليار يورو، تم بموجبها تأسيس صندوق لاستقرار الأسواق المالية لدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية حتى نهاية 2009 وتخصيص 400 مليار يورو كضمانات مصرفية، بالإضافة إلى توفير 100 مليار يورو من بينها 80 مليار يورو لإعادة رسملة المؤسسات المصرفية.
- وفي بريطانيا تم تخصيص 37 مليار جنيه إسترليني لشراء الأسهم في عدد من كبرى البنوك البريطانية، وقامت بإجبار البنوك على الحد من المكافآت التي تمنحها لمديريها، وفي شهر نوفمبر 2008 أعلنت الحكومة البريطانية عن خطة أخرى لإنعاش الاقتصاد البريطاني بقيمة 20 مليار جنيه إسترليني وتخفيض ضريبة القيمة المضافة على السلع الاستهلاكية من 17.5% إلى 15% حتى نهاية 2009 .

¹ بوعشة مبارك، الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والأفاق، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمي، مرجع سابق، ص: 18.

² إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص ص: 115، 118.

3 - خطة دول مجموعة البلدان الصناعية

وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى (الولايات المتحدة، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان وكندا) خطة تحرك لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008، وتعهد أعضاؤها بمنع إفلاس البنوك 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، كما أعربت المجموعة من استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري لتحريك سوق قروض الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية العالمية 2008.¹

وجاءت هذه الخطة في خمس نقاط تمثلت في²:

- اتخاذ كافة الإجراءات اللازمة واستخدام كل الأدوات المتوفرة لدعم المؤسسات المالية ذات الأهمية في النظام المالي ومنعها من الإفلاس.
- اتخاذ كل الإجراءات اللازمة لتحرير الأسواق النقدية والتأكد من وصول البنوك والمؤسسات المالية إلى السيولة الملائمة.
- العمل على تمكين بنوك المجموعة وغيرها من المؤسسات المالية الوسيطة الكبرى "عند الضرورة" من جمع رؤوس الأموال من المصادر العامة والخاصة على حد سواء، وبمبالغ كافية لإعادة الثقة فيها والسماح لها بمواصلة الإقراض الاستهلاكي والاستثماري.
- العمل على أن تكون البرامج الوطنية في دول المجموعة لضمان الودائع المصرفية متينة ومتجانسة، بما يسمح لصغار المودعين بمواصلة ثقتهم في سلامة ودائعهم.

¹ فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية "لمحة عامة، التنبؤ الوقائي للضرورة، فرص الاستثمار المتاحة والحلول الممكنة لمواجهةها"، مداخلة مقدمة إلى المنتدى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 13.

² إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص: 120، 121.

- اتخاذ القرارات الملائمة في الوقت المناسب لإنعاش أسواق الرهن العقاري الثانوية وغيرها من الأصول، مع ضرورة إجراء عمليات تقييم دقيقة ونشر معلومات شفافة عن هذه الأصول وتطبيق معايير المحاسبة المناسبة بالنسبة لها.

4 - خطة مجموعة العشرين للدول الصناعية:

انعقدت قمة هذه المجموعة في 15 نوفمبر 2008 بواشنطن، ونص البيان الختامي لها على خطة عمل من جزأين هما:

- التعاون الدولي في ضبط النظام المالي العالمي، وإصلاح المؤسسات المالية العالمية لمساعدة الدول الفقيرة.

- إعداد خطة لدعم الشفافية وإعادة الثقة في الأسواق فضلا عن تحسين ضوابط العمل بها، مع العمل على مراجعة قواعد المحاسبة الدولية، وتحسين أداء سبل تقويم الشركات لأصولها، مع التأكيد على مبادئ اقتصاد السوق والتجارة الحرة ونظم الاستثمار.

وقد اتخذت القمة عدة قرارات أهمها:

- إقراض صندوق النقد الدولي نحو 100 مليار دولار لمساعدة الدول الأكثر تضررا من الأزمة المالية.
- إنشاء هيئة لمراقبة أكبر ثلاثين مصرفا في العالم تحت مسمى هيئة المراقبين.
- مراجعة نظام التصويت داخل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لإفساح المجال أمام أكبر الاقتصاديات الناشئة.
- الدعوة لتشديد الرقابة على قطاعات الائتمان.

¹ ناصر مراد، الأسباب والآثار وسياسي مواجهتها - الأزمة المالية العالمية -، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 10.

يتضح أن مجموعة العشرين قد اتفقت فيما بينها على ضرورة إصلاح نظام النقد الدولي، وعلى أهمية تحديث نظمها المالية، إلا أنها لم تلتزم بتنسيق موحد لتخفيض أسعار الفائدة.

5- خطة روسيا¹:

أقر مجلس الدوما الروسي (البرلمان) خطة اقترحها الرئيس "ديمتري ميدفيديف" لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 63 مليار يورو (84 مليار دولار)، وسيتم توفير مبالغ الخطة من الاحتياطي النقدي الروسي وبتحويل 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 (6.65 مليارات دولار)، كما قرر البنك المركزي الروسي تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك، في خطوة مؤقتة إلى 0.5 % بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي، وإرساء الاستقرار في السوق المالية الداخلية وتعزيز السيولة في القطاع المصرفي الروسي.

6 - خطة دول الخليج²:

اتخذت دول خليجية عدة إجراءات لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 وتخفيف حدة التوترات في الأسواق، فقد قرر مصرف الإمارات المركزي أن يتيح للبنوك قروضا قصيرة الأجل من خلال تسهيل بقيمة خمسين مليار درهم (13.61 مليار دولار) وخصص 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

¹ محمد احمد زيدان ، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية ، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، مرجع سابق، ص: 20 .
² فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية " لحظة عامة، التنبؤ الوقائي للأزمة، فرص الاستثمار المتاحة والحلول الممكنة لمواجهةها ، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 15 ، 16 .

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 تشجيعاً 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، وفي الكويت عرض البنك المركزي أموالاً 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% و 20% 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

المطلب الرابع: قنوات انتقال الأزمة المالية العالمية 2008

إن الأزمة المالية العالمية 2008 التي بدأت أعراضها في القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتقلت إلى قطاعات أخرى، حيث أدت إلى هبوط أسهم الشركات غير العقارية في أسواق الأوراق المالية الدولية كما أن هذه الأزمة امتدت آثارها إلى مستوى عالمي،

وتوجد مجموعة من الآليات في ظل العولمة ساعدت على انتقال الأزمة إلى مختلف الاقتصاديات العالمية.

أولاً: آلية أسعار الأصول المالية

في ظل العولمة فإن حركة الأموال بين الدول قد تحررت وتضاعف حجمها عشرات المرات خلال العقود الخمسة الأخيرة، وبالتالي فإن تدفقها إلى داخل أو خارج دولة أو إقليم ما بحثاً عن الأرباح بهذه الأحجام الضخمة يمكن أن يخلق حالات اختلال سوقي يترتب عليها تغيرات حادة في أسعار الأسهم والسندات والفوائد، وعلى سبيل المثال فإن تدفق أموال المضاربة والاستثمار بأحجام كبيرة إلى سوق دولية أو إقليم ما سيخفض أسعار الفوائد ويرفع أسعار الأسهم والأصول المالية الأخرى بشكل حاد ويزيد بشكل كبير من أرباح المضاربين في أسواق المالية¹.

وقد رفعت العولمة من الروابط بين اقتصاديات العالم من خلال أسواق رأس المال وتدفقات التجارة بما يؤدي لتوزيع المدخرات ومن ثم الاستثمارات على نحو كفاء في العالم مقارنة بما حدث في الماضي حينما اقتصر الاستثمار المحلي في معظم دول على المدخرات المحلية، إلا أن العولمة تحمل على أرض الواقع تأثيرات سلبية على دول العالم، حيث تعرض الاقتصاد العالمي إلى أزمات عنيفة كتلك التي مر بها في العقدين الماضيين، ومع ارتباط الأسواق وحركات التدفق المالي أصبحت الأزمات المالية تنتقل من دولة إلى أخرى وهذا ما ظهر في أزمة دول جنوب شرق آسيا عام 1997، كان احتمال ظهور الفقاعة في الأسواق المالية اعتباراً مهماً بالنسبة لصناع السياسة، فقد تبنى الأسواق المالية على حياة خاصة من خلال الفقاعات التي تستمر عدد من السنوات، وحتى الفقاعات التي تستمر فترة قصيرة لكن تترتب عليها نتائج كبيرة، وقد

¹ بو عافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 6.

تولد الأزمات المالية التي تنتشر عبر البلدان خسائر اقتصادية واجتماعية كبيرة، وقد كان هذا دافعا لأبحاث التي تدور حول سبب انتشار الأزمات ومداها.

ويمكن اعتبار آلية أسعار الأصول المالية مشابهة لما حدث في الاقتصاد الأمريكي خلال السنوات القليلة السابقة لمرحلة التراجع والانهيار، حيث تدفقت رؤوس الأموال الأوروبية والآسيوية والشرق الأوسطية إلى السوق الأمريكي من خلال البنوك وصناديق الاستثمار، للاستفادة من فرص الاستثمار المالية الواعدة عالية المردود، حيث ضخت هذه الأموال الهائلة في السوق الأمريكي لتمويل الإنفاق الهائل لهذا الاقتصاد بقطاعيه الخاص والعام، على صعيد القطاع الخاص استخدمت نسبة كبيرة من هذه الأموال لتمويل النفقات الاستهلاكية الأمريكية كسواء القصور والسيارات الفاخرة... الخ، لقد كان لتهافت مدراء البنوك والمؤسسات العقارية وشركات التأمين على جني الأرباح والمكافآت دافع كبير إلى التنافس في منح التسهيلات الائتمانية لجميع الأفراد الراغبين دون تمحيص أو التأكد من جداتهم الائتمانية، أما على صعيد القطاع العام فإن التوسع في الإنفاق غير المسبوق للإدارة الأمريكية وخاصة في المجالات العسكرية لتمويل الحروب الأمريكية في أفغانستان والعراق وغيرها إضافة إلى برامج غزو الفضاء قد ساهم في رفع المديونية العامة إلى مستويات خطيرة وغير مسبوقة، مثل هذه التكاليف في أسعار الفائدة الأمريكية تؤدي إلى تغيرات موازية في أسعار الفوائد الأجنبية من خلال ما يعرف بآلية تعادل أسعار الفوائد الدولية وتتضمن هذه الآلية بالنسبة للدول التي تثبت عملتها مقابل الدولار بأن تقوم بتعديل أسعار فائدها المحلية بنسب معادلة لتغيرات الفوائد الأمريكية مما يفقدها استقلالية سياستها النقدية.²

ثانيا: آلية أسعار الصرف الأجنبي

¹ نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، " الأزمات المالية " سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 11، 12.

² بوعافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 7.

تركت أسعار الصرف الأجنبي منذ انتهاء نظام بريتن وودز عام 1971 دون أي غطاء ذهبي، وأعطيت الدول في النظام النقدي الجديد حرية التعويم أو إدارة أو تثبيت عملتها مقابل عملة دولية رئيسية أو سلة من العملات الرئيسية، ولجأت معظم الدول المتقدمة في أعقاب فترة وجيزة من التعويم الحر تميزت بعدم الاستقرار في أسعار الصرف الأجنبي، إلى نظام التعويم المدار الذي يسمح لسلطاتها النقدية بالتدخل المحدود في أسواق صرفها للحيلولة دون حدوث تغيرات كبيرة في أسعار صرفها، وفي المقابل فإن غالبية الدول النامية بما فيها عدد كبير من الدول العربية قد اختارت تثبيت أسعار صرف عملتها مع الدولار الأمريكي بشكل رئيسي، الأمر الذي ربط مستويات التضخم وأسعار الفوائد فيها مع تلك السائدة في السوق الأمريكي، من ناحية فقد حافظ الدولار الأمريكي على دوره كعملة رئيسية للمدفوعات الدولية في النظام النقدي الجديد، مما أعطى أمريكا ميزة رئيسية كونها الدولة الوحيدة في العالم التي لا تحتاج إلى بناء احتياطياتها من النقد الأجنبي " بعد وقف التحويل إلى ذهب"، مما أعطى سلطاتها النقدية حرية كبيرة فيما يتعلق بسياساتها النقدية وخاصة التوسعية منها، حيث أن الكلفة الوحيدة لذلك هو كلفة الورق وطباعته، والاعتقاد السائد أن الولايات المتحدة الأمريكية قد استغلت هذه الميزة وبالغت كثيرا في الإصدار النقدي وطباعة الدولارات وخاصة في الفترة السابقة لظهور الأزمة المالية العالمية 2008، وذلك لتمويل التوسع الهائل في النفقات العامة نتيجة لتورطها في حروب عديدة، الأمر الذي ساهم في زيادة المديونية العامة من جهة والى تراجع مستمر في قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الدولية الرئيسية وخاصة اليورو والين الياباني، " وقد سجلت قيمة الدولار في احتياطات العملات العالمية انخفاضا في أقل من عشرة أعوام، وقد كانت في منتصف عام 2008 تشكل 62.4 % فقط من العملات التي تحتفظ بها البنوك المركزية، مقارنة بنحو 71.6 % في نهاية عام 2000 وخلال الفترة ذاتها ارتفع نصيب اليورو من 18 % إلى 27 % على المستوى العالمي، أما الين الياباني الذي يقف شاهدا على قوة اليابان بين عامي 1970/1990 فقد تدهور هو الآخر من 6.1 إلى 3.4 % عندما تنبأ بتدهور الدولار الأمريكي"¹ ، وبالطبع في كل مرة يتراجع فيها الدولار مقابل العملات الأخرى

¹ نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، " الأزمات المالية" سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول " الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 14.

الرئيسية يعني خسارة نقدية للاستثمارات المالية بالدولار سواء في الولايات المتحدة أو خارجها وسواء كانت تعود ملكيتها إلى مستثمرين أمريكيين أو أجانب وتمتد هذه الخسارة أيضا وبنفس النسبة تقريبا إلى الدول التي تثبت قيم عملاتها بالدولار، وعلى هذا الأساس فإن أي أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب استثمارات من هذه الدول لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وجنوب شرق آسيا ولتعويض النقص في السيولة الناجم عن الخسائر المتحققة في هذه الدول¹.

إن تراجع الدولار واستمراره في ذلك يلقي بضلاله على اقتصاديات الدول المرتبطة عملاتها بالدولار، وذات معامل الارتباط المرتفع عبر قناة الصفقات التجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية، فانخفاض سعر صرف الدولار له تأثير مزدوج على اقتصاديات هذه الدول، نتيجة للارتباط الدولار من جهة وبسبب تسعير الصادرات والواردات السلعية من جهة أخرى وبذلك تكون الخسائر مزدوجة، ومن جهة التحليل الاقتصادي الكلي فإن ارتباط عملات الدول بالدولار الأمريكي تؤدي حتما إلى تبني السلطات النقدية في هذه الدول إلى نفس مسار الدولار الأمريكي، ففي حالة انتهاج الولايات المتحدة سياسة نقدية توسعية عن طريق آلية خفض سعر الفائدة على الدولار فإنه يستوجب خفض سعر الفائدة على عملات هذه الدول رغم اختلاف طبيعة البنيان الاقتصادي لهذه الدول عن الاقتصاد الأمريكي على اعتبار أن هذه الدول لا تعاني من أزمة أو تباطؤ في النمو أو تعاني حالة من الركود².

ثالثا: آلية أسعار السلع

إضافة إلى التدفقات في الأموال والأصول بين الدول فإن التحرير التجاري المصاحب لتعزز ظاهرة العولمة قد أدى إلى مضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع والخدمات، وتعتبر السوق الأمريكي من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم والقوة الشرائية حيث تقدر مستوردات الولايات المتحدة بما يقارب 20% من إجمالي المستوردات العالمية، وهذا ما يوفر آلية أخرى لنقل تغيرات

¹ طالب عوض، مرجع سابق.

² نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، " الأزمات المالية" سجال التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 15.

أسعار السلع المتاجر فيها دوليا من خلال ما يسمى في الاقتصاد "بتعادل القوة الشرائية"، وتعمل هذه الآلية باتجاهين فيمكن للولايات المتحدة أن تستورد التضخم من خلال الصادرات القادمة إليها من الخارج، ويمكن لها أيضا أن تصدر التضخم من خلال ما تستورده الدول الأخرى من السوق الأمريكي، فعلى سبيل المثال ساهم ارتفاع أسعار النفط في الآونة الأخيرة قبيل انفجار الفقاعة العقارية في رفع معدلات التضخم الأمريكية مما أضاف أعباء إضافية على الأفراد المستهلكين والمقترضين، ولزيادة الأمور سوءا فقد تزامن ذلك مع سياسة رفع أسعار الفائدة الذي انتهجته السلطة النقدية الأمريكية لمواجهة الضغوط على الدولار وكذلك الضغوط التضخمية الأمر الذي أدى في النهاية إلى عجز الانفراد عن السداد وانفجار الفقاعة الائتمانية¹.

وبالتالي " فإن ظهور بؤابر كساد اقتصادي في الولايات المتحدة سوف ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية " ²، "مثلا وفي أعقاب أحداث 11 سبتمبر 2001 وبدخول الاقتصاد الأمريكي حالة من الركود، انتشرت عدواه وبسرعة إلى المراكز الرأسمالية (الاتحاد الأوروبي، اليابان، ...) وكذلك كندا والمكسيك باعتبار معامل الارتباط المرتفع ضمن سياق ترتيبات منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية (NAFTA)، وتعي الصين على اثر الأزمة المالية العالمية وما صاحبها من موجات الركود التي ضربت اقتصاديات المراكز الرأسمالية - اليوم أكثر من غيرها - اثر هذه الآلية على معدلات نموها، وأنها اليوم باتت على مرحلة جديدة تستلزم البحث عن مصادر جديدة للنمو"³.

رابعا: آلية التوقعات

تقوم الوحدات الاقتصادية المختلفة وخاصة المستثمرين والمضاربين بالتوقع حول المستقبل عند اتخاذ قراراتها، وتتأثر توقعاتها بعوامل اقتصادية ونفسية معقدة الأمر الذي يجعلها ذات طبيعة غير منتظمة ولا تستند بالضرورة إلى المنطق والرشد الاقتصادي، ويصنفها الاقتصاديون إلى توقعات متفائلة وأخرى متشائمة، فإذا تفاعل المضاربون والمستثمرون حول المستقبل فإنهم

¹ طالب عوض، مرجع سابق.

² طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص: 23.

³ نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، "الأزمات المالية" سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص: 10.

يتوسعون في مضاربتهم واستثماراتهم الآن مما يميل إلى إيجاد المزيد من التوسع وتسارع العجلة الاقتصادية، أما في حالة التشاؤم فيحجمون عن الاستثمار وإبرام الصفقات مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة، ونظرا للطبيعة المعقدة لهذه التوقعات فإن أحدا لا يستطيع التنبؤ باتجاهها على صعيد الأزمة المالية الحديثة تلعب التوقعات دورا كبيرا وتساهم في تفاقم الأزمة، فانفجار الفقاعة العقارية قد اوجد حالة من التوقعات التشاؤمية حول التطورات الاقتصادية المستقبلية الأمر الذي دفع المستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمارات الجديدة أو تقليصها على الأقل، ودفع البنوك إلى الإحجام عن الإقراض سواء فيما بينها أو للأفراد خوفا من النقص في السيولة لديها مما ساهم بالضغط للأعلى على معدلات الفوائد وخلق شحا في السيولة، من جهة أخرى فإن التوقعات المتشائمة قد أدت إلى موجة من الهلع في أوساط الأفراد العاديين والمضاربيين ودفعتهم إلى الإقبال الشديد على بيع الأسهم وغيرها من الأصول لتجنب الخسائر المحتملة الأمر الذي أدى بدوره إلى مزيد من الانهيار والتراجع الاقتصادي¹.

إن هذه الآليات تعمل بصفة مشتركة فيما بينها وليست منفصلة فتجتمع على نقل آثار الأزمات من وإلى الدول المترابطة اقتصادياتها ومنفتحة على بعضها البعض، فوجود بواصر التضخم أو الكساد في الاقتصاد الأمريكي أي توقعات اتجاه شركة معينة وأسهم أو أي أصول أخرى أو أسباب أخرى سوف يؤثر على قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية أو يؤدي التغيير في معدلات الفائدة لتكون أكثر موائمة لهذه الظروف، كما تؤدي إلى حدوث خلل أو اضطراب في الأسواق المالية المحلية وبحكم الترابط بين الأسواق المالية " حيث أدت الثورة التكنولوجية في الاتصالات والمعلومات والانترنت إلى وصول المعلومات بسرعة إلى أنحاء العالم، وعندما يعلم المستثمرون في مختلف أنحاء العالم بانهيار البورصات في اقتصاديات كبرى فإن هذا يجعلهم يسارعون إلى بيع استثماراتهم².

¹ بو عافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشترقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مرجع سابق، ص: 8، 9.

² طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص: 24.

المبحث الثالث: أهم أسواق الاوراق المالية الدولية

تتركز أسواق الاوراق المالية الدولية * في الدول الصناعية الكبرى، والتي تعرف اقتصادياتها تقدماً كبيراً فهي تتمتع برسمة وحجم معاملات كبيرين على المستوى العالمي، وقد ساعد التقدم التقني ونظم المعلومات التكنولوجية والاتصالات وكفاءة هذه الأسواق في الدول الرأسمالية الصناعية إلى زيادة التداول في البورصات العالمية، وتنشيط الطلب على الاوراق المالية المدرجة في هذه البورصات على مستوى عالمي، وتتركز معظم هذه الأسواق في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا بالإضافة إلى دول جنوب شرق آسيا.

المطلب الأول: أسواق الاوراق المالية في الولايات المتحدة

تتميز أسواق الاوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بأسواق مالية قوية وتتعامل

بنظم معلومات جد متطورة وشبكة اتصالات حديثة وأجهزة تربطها مع البورصات العالمية الأخرى، وكبر عدد المتعاملين فيها هذا ما يكسبها مجموعة من المميزات والمقومات الفعالة لبناء سوق الاوراق المالية، وفي هذا الإطار فقد تم تخصيص هذا المطلب للتعرف على سوق الاوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية.

تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم في أسواق المال، حيث

يوجد اكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، ويشهد على ذلك ما هو موجود

في وول ستريت Stock exchange American، ومجلس شيكاغو للتجارة Chicago Board

trade وتتميز أسواق المال الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة حيث يتم التعامل في عقود

المستقبليات والخيارات التي بدأ التعامل بهما في بداية السبعينات!

في نيويورك تكتسب كذلك أهمية كبيرة للأسواق المعروفة بخارج المقصورة والتي تشتهر بدور

بارز في تطوير رأس المال المخاطر، وهي شركات مالية مكونة من أفراد تخاطر برؤوس أموالها في

تمويل مشروعات صغيرة تقدم أفكاراً جزئية، وقد كان دورها مشهوراً خاصة في مجال تأسيس شركات

* يمكن الإشارة إلى أن أسواق الاوراق المالية المتقدمة يقصد بها أسواق الاوراق المالية الدولية نظراً للترابط الكبير بينهما.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص: 26.

الكمبيوتر، وقد كان أبرزها على سبيل المثال شركة Apple وأيضاً ناسداك NASDAQ* والتي تتعامل إلكترونياً مع قرابة 1300 شركة خارج المقصورة، أما أشهر الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات الأمريكية فهي أمريكان إكسبريس، تي تي، نتشس مانهاتن، كوداك، أم.بي.أم، زيروكس،.. إلخ¹

وتتسم أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالخصائص التالية:²

- الكفاءة المرتفعة.
 - نظام معلومات مالية متقدم (تقارير البورصة والصحف والربط الإلكتروني).
 - القدرة على الاتصال بجميع البورصات العالمية.
 - تأمين المعاملات بالبورصة (جهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية ومقاييس حماية المودعين).
 - تفرض رسوم على الأوراق المالية الأجنبية يطلق عليها Interest Equalisation Tax.
 - يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانية الرسمية أو عن طريق صفقات خارج البورصة.
 - يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.
- وفيما يلي أهم البورصات الأمريكية:

أولاً: سوق نيويورك " NYSE " NEW YORK STOCK EXCHANGE

ترجع بداية نشاط سوق أمريكا المالي إلى عام 1700 وهي السنة التي بدأت فيها سوق نيويورك للأوراق المالية " NYSE " بممارسة نشاطها ويعتبر سوق نيويورك " NYSE " أكبر أسواق العالم للأوراق المالية³، " حيث يصل حجم استثماراته إلى نحو 1000 مليار دولار، وتعتبر بورصة نيويورك الممول الرئيسي لعمليات الشركات متعددة الجنسيات الأمريكية خارج الولايات

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 291.

² فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 115.

³ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 45.

المتحدة الأمريكية، وهي بذلك مركز تداول أسهم لمعظم الشركات متعددة الجنسيات ويبلغ عدد الشركات المسجلة فيها نحو 3750 شركة¹.

1- تعريفها وتنظيمها

بقيت بورصة نيويورك إلى مدى طويل جمعية تضم أكثر من 1300 عضو، تحولت في عام 1971 إلى شركة مساهمة، أما القواعد التي تحكمها فقد بقيت غير محددة حتى أزمة 1929 لكي تصبح بعدها أكثر جموداً... والجهاز الأهم في " NYSE " هو مجلس الحكام الذي يتألف من ثلاثين عضواً منتخبين وهو يعين لنفسه سنوياً رئيساً ومديراً عاماً².

يبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 13366 عضواً، ويحكم أنشطتهم مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي، ويتم انتخاب 26 عضواً لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضواً فقط، بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما (الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس)، أما بقية الأعضاء وعددهم 12 فيطلق عليهم مديري عموم³.

ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة، فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة، ويلاحظ أن لمعظم بيوت السمسرة عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء، وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة عضوية مؤسسة، ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك بالسهم المسجل، ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة والطلب يكون عادة غير رسمي وفي حالة الموافقة على هذا الطلب يتحول إلى طلب رسمي معلن، وتتخلص الشروط الخاصة للتسجيل في بورصة نيويورك كالاتي⁴:

- ألا تقل قيمة الأصول المادية الملموسة عن 18 مليون دولار.

- أن يملك الجمهور حصة لا تقل قيمتها عن 1.1 مليون دولار في رأس المال الشركة.

¹ على عباس، إدارة الأعمال الدولية (الإطار العام)، دار حامد، لم تذكر بلد النشر، 2003، ص: 311.

² وسام ملاك، مرجع سابق، ص: 27، 28.

³ رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص: 58.

⁴ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 145.

- ألا تقل القيمة الاسمية لأسهم الشركة عن 18 مليون دولار.
- ألا يقل صافي الربح قبل الضريبة أي الربح الإجمالي الذي حققته الشركة في السنة الماضية عن 2.5 مليون دولار وألا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن السنة السابقة.
- أن يملك 2000 مساهم كحد أدنى، كل منهم 1000 سهم على الأقل.
- بالإضافة إلى ما سبق من الشروط توجد شروط عامة أخرى للتسجيل في بورصة نيويورك وهي¹:
 - أن يكون للشركة مكانتها في بورصة نيويورك.
 - أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة، ولها وضع متميز.
 - أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.
- ويوجد أربعة مجموعات للعضوية في بورصة نيويورك ولكل منها أنشطة محددة²:
 - السماسة الوكلاء: وهم يتلقون الأوامر التي يرسلها جمهور المتعاملين إلى بيوت السمسرة ويتأكدون من إتمام تنفيذها داخل البورصة.
 - سماسة المقصورة: وهم يقومون بمساعدة السماسرة والوكلاء في تنفيذ جميع الأوامر التي تتدفق عليهم.
 - تجار المقصورة: وهم يعملون لحسابهم ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين ويطلق عليهم تجار السوق أو التجار المتنافسين.
 - المتخصصون: ويقومون بمهمتين هما " عندما يعجز السماسر الوكيل عن تنفيذ أمر محدد بسبب انخفاض سعر السهم السوقي عن السعر المحدد، فإن الأمر يترك مع المتخصصين لتنفيذه في المستقبل وبذلك يقوم المتخصص بدور الوكيل لسمسار العميل وأنه يعمل كسمسار للسمسار، أو القيام بدور التاجر في أسهم محددة بذاتها أي قيام المتخصص ببيع وشراء أسهم معينة لحسابه الخاص ويحقق من وراءها ربح مناسب.

¹ رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص: 58.

² المرجع السابق، ص: 58، 59.

ومن بين أهم شروط التعامل (البيع والشراء) في سوق نيويورك للأوراق المالية والأسهم هو شرط التعامل بالمزاد العلني وبصوت مسموع، أما البيع بغير هذا الشرط فيعتبر مخالفة من جانب السمسار لأن القانون في البورصة يمنع البيع بطريقة سرية ودون طلبات البيع والشراء الواردة إليه دون عرضها بالمزاد العلني¹.

2- العمليات في إطار هذه السوق وأوامرها

" قيمة مجموع الأسهم المتداولة في Wall Street تمثل تقريبا عشرة أضعاف قيمة تلك التداولات في لندن وأكثر من عشرين ضعف قيمة تلك التي تتداول في باريس، لم تكن تشتمل بورصة " NYSE " على سوق لأجل وكل العمليات كان يجب أن تسدد خلال الأربعة أيام التالية التي تمارس فيها البورصة نشاطها لكن هذا لم يمنع من حصول المضاربة دون تغطية بواسطة الاقتراض، في عملية الشراء دون تغطية يقوم السمسار بإقراض الزبون جزءا من قيمة العملية وذلك لأجل بيع ودون تغطية ويقوم السمسار بإحضار الأسهم وتسليمها لحساب الزبون"². هذا في إطار السوق الفورية أما سوق العقود المستقبلية فيوجد في الولايات المتحدة الأمريكية أحد عشر سوقا منظما يتعامل في العقود المستقبلية، أقدمها السوق الذي انشأ من قبل بورصة شيكاغو في عام 1972 وكانت بورصة شيكاغو الرائدة في تطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية وتطبيقها على الأدوات المالية حيث بدأ التعامل في عقود أسعار الفائدة المستقبلية منذ عام 1975³.

وتعددت أشكال الأوامر المعطاة ويمكن أن تكون على الأوجه التالية⁴:

- الأمر بالأفضل: أي يجب تنفيذ بأفضل سعر.
- الأمر المحدد: هذا الأمر يشير إلى سعر شراء الأعلى أو سعر بيع ادني لا يجب تجاوزه، وهو الأكثر استخداما.

¹ على عباس، مرجع سابق، ص: 311 .

² وسام ملاك، مرجع سابق، ص: 29 .

³ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 48 .

⁴ وسام ملاك، مرجع سابق، ص: 30 .

- الأمر بالتوقف: هذا النوع من الأوامر يهدف إلى الحد من الخسائر أو حماية الأرباح، والأمر بالشراء أو بالبيع يصبح أمراً بالأفضل فور وصول سعر السهم إلى السعر المحدد من قبل المشتري أو البائع.

الإضافة إلى أشكال مختلفة أخرى من الأوامر هي قليلة الاستخدام.

كما يجب التمييز بين العمليات التي تجري بأرقام مدونة والعمليات بكميات منفردة في الحالة الأولى تجري العمليات على كل مئة ورقة مالية في نفس الوقت، أما في الحالة الثانية فتجري العمليات على كميات أقل مثلاً أمراً بالشراء لـ 137 ورقة مالية يتجزأ بين أمر على 100 ورقة بأرقام مدونة وأمر على 37 ورقة بكميات منفردة أي على جزء من المائة، وهناك وكلاء خاصون للممارسة العمليات بكميات منفردة نظراً لأهمية هذا الأخير سواء من حيث عدد العمليات أو من حيث عدد الأسهم المتداولة، كما يوجد تداول متصاعد لكتل الأسهم أي لكميات تتضمن عشرة آلاف سهم على الأقل، حيث تنفذ أوامر البيع والشراء لصالح المؤسسات المالية كبيرة الحجم، ووضع العديد من التقنيات يتدخل بواسطتها المتخصصون للمحافظة على توازن السوق فيما يتعلق بما تقدم كما أنه بعد انقضاء عدة دقائق من إصدار الأمر يستطيع الزبون إتمام تنفيذ الأمر وبأي سعر تم تنفيذه سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها، فالمعلوماتية أدت إلى تطور مذهل في هذا المجال، وجرى ربط البورصات الأمريكية الخمس في الولايات المتحدة الأمريكية الكبرى " American و Boston و Philadelphia و New york و exchange stock Pacific ." .

1

مجموعة مؤشرات " NYSE " للقيم السوقية تضم²:

- Industrials بـ 1420 سهم.

- Utilities بـ 227 سهم .

- Transportation 48 سهم .

- Financial 864 سهم .

¹ المرجع السابق، ص: 31.

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 194.

- Composite 2559 سهم .

ثانيا: البورصات الأمريكية AMEX:¹

لا تقوم البورصة الأمريكية بلعب نفس الدور الذي تلعبه بورصة نيويورك " NYSE " ولقبول إدخال ورقة مالية إلى التسعير، تفرض البورصة الأمريكية AMEX شروطا أقل تعقيدا، فالمشروع الذي يمر في مرحلة نمو ويظهر هيكله المالية متينة، مترافقة مع آفاق جيدة للربح، له الحق في الدخول إلى هذا السوق، وتشجيعا لهذه المشروعات فإن تكلفة التسجيل من أجل التسعير متدنية بالمقارنة مع ما هو سائد في بورصة نيويورك " NYSE "، وبذلك فإن العديد من الشركات تكفي بالتسعير في البورصة الأمريكية AMEX ، وهذا يعتبر بالنسبة لتلك الشركات نوعا من التدرج قبل انتقالها إلى بورصة نيويورك " NYSE " .

بالإضافة إلى ما تقدم فإن بعض القيم غير المسعرة يمكن أيضا أن تتداول في هذا السوق، وعلى عكس بورصة نيويورك " NYSE " فإن أوامر البورصة تصدر خصوصا عن أشخاص طبيعيين.

أخير أن عددا كبيرا من وكلاء الصيرفة يتبعون إلى شركات هي أيضا أعضاء في بورصة نيويورك " NYSE " .

وتركز هذه السوق على تسجيل الاوراق المالية الأجنبية وتعتمد على المؤشرات التالية:

- AMEX Market Value: ويقوم على القيم السوقية وعدد أسهمه 900 سهم.

- DOW Gones Equity Market: ويقوم على القيم السوقية وعدد أسهمه 2300

سهم.

- Equity MARKET Wilshre: ويقوم على القيم السوقية وعدد أسهمه 5000 سهم.

المطلب الثاني: أسواق الاوراق المالية في أوروبا

¹ وسام ملاك، مرجع سابق، ص ص : 31، 32.
² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 195.

في هذا المطلب سوف نتعرف على أسواق الأوراق المالية الدولية الأوروبية من خلال التعرض الى خصائصها ومقوماتها.

أولاً: سوق الأوراق المالية في لندن

تعتبر سوق - بورصة - لندن من أكبر أسواق الأوراق المالية الدولية في أوروبا ومن أقدم البورصات العالمية، ويرجع ذلك إلى كبر حجم التداول وعدد المتعاملين فيها.

1- تعريف بورصة لندن ونشأتها

نشأت بورصة لندن London stock exchange رسمياً في عام 1802، وبقيت على امتداد القرن 19 البورصة الأهم، لكنها عادت لاحقاً وخسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك، ولقد تجاوز عدد القيم المسعرة في بورصة لندن 9000 في النصف الثاني من عقد الثمانينات، وهذا السوق يأتي حالياً في المرتبة الثالثة عالمياً، بعد كل من نيويورك وطوكيو¹. بورصة لندن " London stock exchange " هي سوق مستقلة تماماً عن السلطات الرسمية، إذ أنها سوق خاصة ومقفلّة فالجمهور لا يقبل فيها والدخول إليها ينحصر فقط في أعضاء Stock Exchange، على رأس البورصة يوجد منذ عام 1948 ما يعرف بمجلس البورصة، الذي يضم 46 عضواً يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم انتخاب سنوياً ثلث 1/3 الأعضاء الجدد لهذا المجلس من قبل أعضائه السابقين، ويقوم المجلس المذكور بلعب الأدوار الثلاثة الآتية²:

- دور إداري: يتمثل بإدارة مجلس البورصة، إذ أن هذا المجلس يبحث في القبول والفصل "الشطب" أو إعادة القبول السنوي للأعضاء.
- دور تقني: يتمثل بالبحث في تسجيل القيم بغية تسعيرها، وبتحديد آلية العمليات.
- دور قضائي: يتمثل في الفصل في كل نزاع لا يرفع أمام المحكمة العادية.

¹ وسام ملاك، مرجع سابق، ص : 54.

² المرجع سابق، ص ص : 55، 56.

تصل عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصات لندن ما يزيد 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا منها 2000 سهم للشركات دولية وأوروبية أخرى، تؤثر على مؤشر أسعار البورصة بصفة أساسية ويرجع ذلك إلى الأسباب الآتية

- خبرة طويلة في المعاملات الدولية.

- أهمية كبيرة للبورصات.

- سوق مستمرة للعملة الأجنبية.

- دور فعال لتنشيط الاستثمار للوسطاء الماليين.

- أدى تطبيق معدلات نمطية للتداول في البورصة إلى زيادة حجم التداول وزيادة الثقة مما جعل بورصة لندن من البورصات الرائدة في أوروبا.

- تخفيض الضرائب على الأرباح الأوراق المالية.

وبدأت البنوك الأمريكية والبريطانية في التعامل بالأوراق المالية في بورصة لندن بعد رفع حظر تعامل المؤسسات الدولية في البورصة عام 1985.

وأعضاء البورصة الذين يعينون من قبل المجلس يتوزعون بين الوكلاء الذين يشترون ويبيعون لحساب الزبائن، ويقومون بعمليات على مختلف القيم، والتجار فهم أولئك الذين يشترون ويبيعون لحسابهم الخاص ويعتبرون مضاربين بالأوراق المالية، حيث تنشأ أرباحهم عن الفارق

الحاصل بالأسعار، كما أنهم يعملون حصراً مع الوكلاء والقيم المسعرة في بورصة لندن التي كان

عدها لا يتجاوز الثلاثين في عام 1811 فقد أصبح اليوم بحدود عشرة آلاف، التسجيل في التسعير الرسمي

أو الشطب منه من قبل مجلس البورصة، ويوضح التسجيل الرسمي أسعار الشراء والبيع المطبقة من قبل

التجار التسعير الأساسي لكل القيم، ومنذ عام 1972 انتقلت بورصة لندن إلى المقر الجديد وتمت عصرنتها

على صعيد واسع بإدخال النظام المعلوماتي TALISMAN، الذي حل منذ عام 1977 إلى حد بعيد مكان

التدوين "الفيد الدفترى" وسمح لاحقاً باستخدام أكثر فاعلية لأجهزة المعلوماتية المتطورة.

¹ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص ص: 121، 122.

² وسام ملاك، مرجع سابق، ص ص: 56، 58.

يعتبر سوق لندن ثاني أكبر بورصة للأوراق المالية والأسهم والسندات بعد سوق نيويورك، ينفرد سوق لندن للأوراق المالية (بورصة لندن) بأساليب عمل وقوانين فريدة عن غيرها من بعض البورصات الرئيسية فلا زالت الأساليب القديمة في التعامل سائدة حتى الآن، فسوق لندن ليس سوقا للمزادات العلنية مثل سوق نيويورك وغيره من الأسواق الأخرى، وإنما هو سوق للمساومة والمفاوضات حول أسعار الصفقات المالية والتجارية والأسهم، كذلك السمسار في سوق لندن ينحصر دوره فقط جمع المشتري مع البائع، ولا يستطيع أن يبيع أو يشتري لحساب الآخرين¹.

2- أنواع الإصدارات من الأوراق المالية في سوق لندن²

في هذا الإطار يجري التمييز بين إصدارات الدولة البريطانية وإصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق لندن للأوراق المالية.

2-1 إصدارات الدولة البريطانية للأوراق المالية.

تتحقق هذه الإصدارات مباشرة بواسطة كل من الخزانة البريطانية وبنك إنجلترا، أما البنوك التجارية فهي لا تتدخل إلا لكي تضع صناديقها بتصرف المصدر، أو لكي تكتب لحسابه، في أغلب الأحيان تقوم مديرية الإصدار في بنك إنجلترا، بالاكتمال بالجزء غير المكتتب به من قبل الجمهور، على أن تبيع لاحقاً هذا الجزء في السوق عندما تسمح الفرصة بذلك وهذا ما يمكن الدولة وبشكل شبه دائم من القيام بإصدارات لقروض عامة.

2-2 إصدارات الشركات البريطانية للأوراق المالية

حالياً عندما تقرر إحدى الشركات البريطانية إصدار أوراق مالية تتوجه عادة إلى بيوت الإصدار التي تقوم بدور الوسيط بين الشركة المصدرة والمستثمرين بالأوراق المالية، والأموال المطلوبة يمكن الحصول عليها إما عبر الإصدارات مباشرة للجمهور ومرفقة بإذاعة تجارية، وفي الغالب

عبر عرض للبيع يكتتب به البنك بكامل الإصدار، على أن يعيد توظيف هذا الأخير في السوق وهذا ما يعرف بـ *prise ferme*، وأخيراً عبر التوظيف لدى المستثمرين المؤسسين.

¹ علي عباس، مرجع سابق، ص: 312.
² وسام ملاك، مرجع سابق، ص: 48، 50.

ويرتكز دور بيوت الإصدار بشكل أساسي على تنظيم وضمان الإصدار، ونادرا ما يتعدى ذلك لكي يضمن التوفير الفعلي لرؤوس الأموال، زيادة على ذلك تبحث الشركات المصدرة في الكثير من الأحيان عن اللجوء إلى ما يعرف Under writers الذين يتلقون عمولة تتغير تبعا للخطر المرتقب مقابل ضماناتهم للإصدار، هؤلاء Under writers هم بنوك الودائع، وشركات التأمين ووكلاء البورصة.

ثانيا: سوق الأوراق المالية الفرنسية

العمليات التي تتم على الأوراق المالية في بورصة باريس عن طريق الشركات أعضاء البورصة الذين يطلق عليهم اسم Societies de bourse وفي السوق الفرنسي يمكن نشر الأوراق المالية في بورصة واحدة فقط من ضمن سبع بورصات تنتشر في المدن الرئيسية لفرنسا (باريس، بوردو، ليل، ليون، مارسيليا، نانسي و نانت) هذه البورصات السبع تمثل معا نظاما متكاملًا لنفس السلطات ولنفس قواعد النشر Listing ويتم فيها المتاجرة فيها تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم CAC يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في كل الأوراق المالية في فرنسا¹.

وابتداء من عام 1988 حدث تطور جوهري في هيكل الوسطاء والهيئات المالية، قام على أساسه أربعة تنظيمات تمثل الإطار العام للسوق²:

- شركات البورصات والتي تتكون من السماسرة والمتعاملين.
- مجلس بورصات الأوراق المالية والتي تمثل السلطة المشرفة على السوق.
- شركات البورصات الفرنسية وتقوم بتنفيذ قرارات مجلس البورصات وعمليات المقاصة بين أعضاء البورصة ... الخ.
- هيئة عمليات البورصة ومهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة وحماية المستثمرين ومراقبة صحة العمليات.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص: 27، 28.
² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 294.

لا تعتبر البورصات الفرنسية جذابة للاستثمارات الدولية، وتسجل بورصة باريس عددا محدودا من الأسهم الأجنبية بالمقارنة مع الأسهم الفرنسية المسجلة في البورصة، وتتعامل بورصة باريس في أوراق المالية ذات العائد الثابت (السندات)، وتحدد الحكومة شروط تسجيل الأوراق المالية الأجنبية وكيفية تداولها في البورصة، ويقلل من نشاط البورصة القيود الإدارية والضرائب ذات المعاملة التمييزية والإجراءات المطلوبة التي تضعف من جذب الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق المال الفرنسية، ودعت إدارة الاقتصاد الفرنسي مؤخرا إلى الأخذ بالتدابير اللازمة لتدويل أسواق المال الفرنسية على النحو الموالي:¹

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية.
- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة.
- زيادة ثقة المستثمرين في البورصة.
- جذب الاستثمارات الدولية.
- زيادة ساعات التداول في البورصة.
- زيادة المعلومات للمستثمرين.
- تخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية.
- إعطاء حريات للوسطاء الماليين للعمل مثل نموذج بورصة نيويورك.

ثالثا: سوق الأوراق المالية الألمانية

تتميز أسواق المال الألمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة وباحتياجات مشروعاتها، كما أن تلك الأسواق تكاد تكون محتكرة على البنوك غير أن اختيار فرانكفورت لإنشاء أول مصرف مركزي أوروبي " طبقا لمعاهدة ماستريخت " يجعل رائدا أوروبا في مجال أسواق المال. وتحتل أمستردام أهمية خاصة حيث يظهر فيها أول سوق أوروبي لعقود الخيارات وقد شهدت بورصة أمستردام تطورات عديدة جعلها سوق مرغوبة للمستثمرين الأجانب.²

¹ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق: ص 122.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص: 28.

ويوجد في ألمانيا 8 بورصات للأوراق المالية تقع في " فرانكفورت، ميونيخ، ايسلدورف، اشتوتجارت، هامبورج، هانوفر، بريمان، وست بربلين"، وقد زاد من كفاءة البورصات في ألمانيا استقرار العملة الألمانية وسهولة استخدامها عبر الأسواق الأوروبية والعالمية وتوحد الألمانيين، إلا أنها مازلت محدودة النشاط مقارنة ببورصة نيويورك ولندن وطوكيو، وتتميز أسواق الأوراق المالية الألمانية بعدة خصائص نذكر منها:¹

- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات المتداولة.

- يتركز تداول الأوراق المالية في ألمانيا على 04 بورصات فقط من ثمانية.

- يتم تسجيل السندات الحكومية وسندات الشركات عن طريق الوسطاء الماليين الرسميين في البورصات الألمانية.

- أنشئ السوق الثانوي في ألمانيا في ما ي 1987 لتشجيع تداول الأسهم والسندات الخاصة بالشركات صغيرة الحجم.

- تتم المعاملات في السوق الثانوي عن طريق الاتصالات الهاتفية وفق القوانين التجارية والمالية خارج البورصة شريطة الإفصاح المالي والتسجيل.

- يعتبر سوق الأوراق المالية الخاص بالشركات الصغيرة سوقا غير رسمي في ألمانيا.

- تعتبر سوق رأس المال في ألمانيا محدودا نسبيا بالمقارنة مع حجم الاقتصاد الألماني.

- تم إدخال الأسهم الأجنبية للتداول في البورصات منذ الخمسينيات.

- توجد 3 بورصات في ألمانيا " الرسمية، الخاصة وشبه خاصة"، ويتم التعامل في الأوراق المالية الأجنبية من خلال عمليات المقاصة التي تقوم بها اتحادات ومكاتب متخصصة.

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية في اليابان

¹ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 119 ، 121.

تحتل البورصات اليابانية أهمية كبيرة على مستوى العالم، نظرا لكبر حجم تعاملاتها وإدخال التقنيات المتطورة في معاملاتها، ومن خلال هذا المطلب سوف نتعرف على هذه السوق في¹الاتي فتغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم، أسواق سندات التأمين، وأسواق الاستثمار برأس المال، والتي تشمل صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات تم إنشاء أول بورصة باليابان بطوكيو وأوزاكا، وكانت السندات الحكومية للأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وأدى التطور الاقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868-1912 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة ابتداء عام 1920 وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير البورصات اليابانية على النسق الأمريكي، وكانت بورصات طوكيو و أوزاكا و نابويا من أول البورصات اليابانية تطورا أو تحديثا عام 1961، وأصبحت بورصة طوكيو أكثر البورصات تنافسا لبورصة نيويورك عام 1987، ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثمانى بورصات محلية هي " طوكيو، لوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوكا، كيوتو، سابورو"، وتشير مؤشرات أداء البورصات اليابانية إلى انخفاض السيولة مؤخرا حيث وصلت 21.3% في الأسهم طويلة الأجل بالبنوك، كما أن هناك 50% من الأسهم غير متداولة، وحققت بورصة طوكيو 87% من حجم التداول وحوالي 83% من قيمة إجمالي التداول بالبورصات اليابانية.

ومن أهم خصائص البورصات اليابانية نذكر:

- انخفاض المخاطر
- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة.
- اتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية.
- اتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية.
- استقرار التداول في البورصات اليابانية.
- زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصات اليابانية.
- انتشار الوعي الاستثماري.

¹ المرجع السابق، ص ص: 124 ، 125.

- اتساع قاعدة الوعي الادخاري لدى اليابانيين.
- تجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية.
- تدويل البورصات اليابانية
- الاهتمام بقياس الأداء الاقتصادي للبورصة.
- تطوير أدوات السوق الأولي والسوق الثانوية.
- مكننة العمليات في البورصة بالحواسب المتقدمة.
- بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية بالبورصات اليابانية.
- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية.
- تحسين شروط تسجيل الشركات بالبورصات اليابانية.
- تطوير أسواق السندات.
- الاهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

المبحث الرابع: أسواق الاوراق المالية الدولية في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية

إن الأزمة المالية العالمية 2008 التي بدأت في سوق العقارات وألحقت الضرر بالمؤسسات والوكالات العقارية امتدت آثار هذه الأزمة بفعل الترابط بين القطاعات الاقتصادية والمؤسسات المالية إلى أسواق الاوراق المالية والمؤسسات المالية في النظام المالي ككل، وتظهر هذه الآثار من خلال بعض المؤشرات التي تبين حجم تلك الآثار على أسواق الاوراق المالية الدولية.

المطلب الأول: واقع أسواق الأوراق المالية الدولية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008

مع إعلان إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية والمصرفية الكبيرة ذات التعاملات الضخمة والتي تؤثر وتتأثر بأسواق الاوراق المالية مثل " بنك ليمان برانرز وبنك مورجان ستانلي ومؤسسة التأمين الأمريكية أيه أي جي " بالإضافة إلى إفلاس العديد من الشركات الأخرى والعملاقة كشركات صناعة السيارات، إن إعلان إفلاس هذه المؤسسات والشركات كان له تأثير

كبير على أصولها المالية المتداولة في البورصة " الأسهم "، حيث انخفضت قيمتها الاسمية في البورصة بسبب تدافع المستثمرين وحاملي هذه الأسهم للتخلي عنها وبيعها في البورصة، وهذا الاندفاع كان نتيجة حالة الذعر وفقدان الثقة في النظام المالي والمؤسسات المالية العاملة به، عند إفلاس أو انهيار مؤسسة مصرفية أو بنك فإنه يصيب المودعين حالة من الذعر الذي يؤدي إلى إقدامهم وبصورة مفاجئة إلى سحب ودائعهم الموضوعة في البنوك التي لا تعاني من أي مشكلة مالية وهذا ما ينتج عنه انهيار هذه البنوك ويطلق على هذا الأثر بأثر الدومينو ومفاده أنه لو انهارت ورقة واحدة من أوراق اللعبة انهارت باقي الاوراق وهو ما ينطبق على تأثر البنوك وانتقال الأزمة من بنك إلى آخر.

مع فقدان الثقة يقل الشراء ويكثر البيع، وتتنخفض أسعار الأصول المالية وتدخل البورصات في انخفاضات متتالية وبالتالي مزيد من الانهيار المالي، ونظرا للتداخل بين جميع المؤسسات المالية مع بعضها البعض فأى مشكلة تصيب أحد هذه المؤسسات سوف تنعكس بشكل مضاعف على بقية النظام المالي العالمي بفعل " العولمة "، وهكذا تتكاتف اعتبارات انعدام الثقة مع اعتبارات العولمة في تضخيم اثر الانهيار المالي¹.

إن التدهور الحاد في قيم الأسهم جعل أسواق الاوراق المالية الدولية تبدأ تعاملاتها بـ"اثنين اسود" لينتهي بانخفاض تاريخي في مؤشرات الأسواق العالمية وذلك مع ترقب خطة إنقاذ القطاع المصرفي التي أرسلتها وزارة الخزانة إلى الكونغرس وسط شكوك كثيرة حول إمكانيات نجاح تلك الخطة، وسجلت البورصات الكبرى في الولايات المتحدة وأوروبا تراجعاً ما بين 20 و 25 % والذي يعد أكبر تراجعاً في تلك المؤشرات منذ أربعة سنوات.²

وقدرت خسائر أسواق الأوراق المالية الدولية في ظل الأزمة بما لا يقل عن 4 - 5 تريليون دولار وهو ما يطلق عليه بالخسائر الورقية.³ وافتتحت معظم البورصات الأوروبية على هبوط

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 274.

² كيف بدأت الأزمة المالية العالمية ومدى تأثيرها على سوق المال المصري، الموقع الإلكتروني: <http://www.iinvest.org.eg/icons/topics.htm5> , le: 04/ 12/ 2011, 12:45.

³ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 319.

كبير في تعاملاتها في بداية شهر أكتوبر من عام 2008، فسجلت كل من بورصتي لندن وفرانكفورت خسائر تجاوزت 10 %، وبورصة باريس أكثر من 9 %، وخسرت البورصات الأوروبية الأخرى بين 4 % إلى 8 %¹.

وعليه خسرت أسواق الأوراق المالية الدولية ما بين 20 % إلى 70 % من قيمتها المسجلة خلال سنتي 2006 و 2007، وفي جانفي 2009 قيمة الأسهم في التبادلات الأمريكية تراجعت بنسبة 50 % من مستواها المسجل في النصف الأول من سنة 2007، وخسرت بورصة طوكيو ما قيمته 55 % من القيمة المسجلة في بداية 2007.²

إن هذا التدهور الحاصل في البورصات العالمية خارج الولايات الأمريكية المتحدة راجع إلى الارتباط المالي القوي بينها بفعل ما تفرضه متطلبات عولمة النظام المالي العالمي والبورصات العالمية خصوصا، ويظهر هذا جليا من خلال حجم التعاملات والمتعاملين العالميين حيث أن آثار الأزمة مست جميع المتعاملين في البورصات في العالم سواء مؤسسات أو أفراد أو حكومات.

وكان مجموع الأسهم الرئيسية في الولايات المتحدة تقدر بقيمة 13 تريليون دولار في عام 2006 حيث بلغت ذروتها في نفس العام و انخفضت إلى 8.8 تريليون دولار بحلول منتصف عام 2008، وكان لا يزال انخفاضها في أواخر عام 2008، كما تراجعت أصول التقاعد من مجموع أصول الأميركيين ثاني أكبر نسبة بـ 22 %، من 10.3 تريليون دولار في عام 2006 إلى 8 تريليون دولار في منتصف عام 2008، وخلال الفترة نفسها فقدت المدخرات والأصول

¹ خالد الشيباني، استمرار انهيار الأسواق المالية العالمية رغم خطط الإنقاذ، الموقع الإلكتروني:

<http://azmah.wordpress.com/category/بورصات-الاسهم/>, 04/12/2011, 12:45.

² Ioana MOLDOVAN : Stock Markets Correlation: before and during the Crisis Analysis:

<http://store.ectap.ro/articole/629.pdf>, le: 04/ 12/ 2011, 12:55.

الاستثمارية (بصرف النظر عن مدخرات التقاعد) 1.2 تريليون دولار وأصول معاش التقاعد خسر 1.3 تريليون دولار وهذه الخسائر الإجمالية تقدر بـ 8.3 تريليون دولار.¹

وفي بورصة نيويورك للأوراق المالية، كان 1.2 تريليون دولار اختف من المخزون في سوق الولايات المتحدة.²

وزادت الأمور توترا بعد فشل بنكي الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من حدة تراجع المؤشرات على الرغم من ضخ نحو 121.6 مليار دولار لطمأنة المستثمرين ووقف التراجع، ومن بين العوامل التي أدت إلى تراجع البورصات العالمية نذكر:³

- **العامل الأول:** توسع المؤسسات المالية في منح الائتمانات عالية المخاطر للشركات والمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري، والتي لا تتوافر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها اتجاه الجهات المقرضة ووصل الأمر إلى حد معاناة هذه الجهات من عدم توافر السيولة اللازمة لتمويل أنشطتها.
- **العامل الثاني:** يكمن في عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية أخيراً، وذلك بسبب عدم توافر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات، وهو ما أعطى مؤشراً سلبياً لأداء الاقتصاد الأمريكي.
- **العامل الثالث:** الذي كان له بالغ الأثر في تراجع البورصات الأمريكية هو عجز الحكومة عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها في وقت سابق، مما ولد شعوراً لدى المستثمرين بأن أكبر اقتصاد على مستوى العالم يمر بأزمة حقيقية، ومن المعروف أن أسواق

¹ http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis , le 04/12/2011, 22 :50.

² VIKAS BAJAJ، MICHAEL M. GRYNBAUM، For Stocks, Worst Single-Day Drop in Two Decades: <http://www.nytimes.com/2008/09/30/business/30markets.html>, le 05/12/2011, 10:50.

³ وفيق حلمي الاغا، سمير مصطفى أبو مدللة، اثر الأزمة المالية العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق.

المال بالغة الحساسية لمثل هذه المؤشرات فكان التراجع الحاد في كافة مؤشرات البورصات الأمريكية.

وتشير الإحصاءات إلى أن قيمة الاوراق المالية الأمريكية بلغت في أول أكتوبر 2008 قيمة 10 تريليون دولار كانت موزعة ما بين الحكومة الأمريكية 4.2 %، الصناديق الأجنبية 2.7 % والشعب الأمريكي يملك 3.1 %، وترتب عن الأزمة المالية أن المستثمرين بدؤوا يتخلون عن ملكية الأسهم ويلجأون إلى شراء سندات الخزانة الأمريكية نظرا ل ضماناتها القوية، ولجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية قيمتها الفعلية غير معروفة بسعر سوقي عادل ويمكن أن نتصور حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية وقيمة تأثر الاوراق المالية، وقد انخفض الذي لحق بهذه الاوراق وأهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة خلال بداية عام 2008 إلى الربع الأخير منه من خلال الجدول التالي¹:

الجدول رقم (10): يبين نسبة الانخفاض في قيمة الاوراق المالية سنة 2008 في بورصات مجموعة من الدول

الدولة	قيمة الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة من الأزمة المالية العالمية
الولايات المتحدة	36%	قطاع البنوك، العقارات والسيارات
اليابان	46%	قطاع السيارات والصادرات
ألمانيا	41%	قطاع البنوك والسيارات وهي الدولة الثانية عالميا إلى واجهت ركود اقتصادي
بريطانيا	34%	قطاع البنوك والعقارات وأول دولة في العالم توجه ركود اقتصادي بسبب الأزمة
كندا	34%	العقارات وهي أول دولة حققت نمو أثناء الأزمة

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص ص: 71، 74.

فرنسا	42%	قطاع البنوك والعقارات
الصين	50%	النشاط الصناعي واضطرت الدولة إلى الإعلان عنه بعد تكتم لانخفاض السيارات
الهند	50%	النشاط الصناعي رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن دون 7%
إيطاليا	49%	قطاع الطيران وإعلان إفلاس شركة " إياتيا " للطيران
المكسيك	33%	قطاع البترول
روسيا	66%	قطاع البترول وتدخل الدولة لغلق البورصات أكثر من مرة
اندونيسيا	50%	قطاع الأخشاب وتراجع معدلات النمو من 10 % إلى 6%
كوريا الجنوبية	42%	قطاع التصدير
تركيا	43%	وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
السعودية	40%	قطاع البترول
جنوب إفريقيا	36%	وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
أستراليا	42%	قطاع الزراعة و أكبر انخفاض في البورصة خلال 20 عاما
البرازيل	44%	قطاعات المعادن والأخشاب والسيارات
الأرجنتين	65%	بسبب عدم تعافي اقتصادها من أزمة 2001

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص : 75.

تكشف الكثير من التقديرات عن بعض أنماط تتعلق بارتباط أسواق الأوراق المالية الدولية مع السوق الأميركية خلال الأزمة الأخيرة، فالروابط المالية هي العامل المهيمن والدليل في عمل الروابط المالية يظهر في الفترة التي سبقت وفي فترة ما بعد انهيار بنك ليمان برانرز إن الأسواق ذات نسب حيازات الأسهم عالية من قبل المستثمرين الأمريكيين أظهرت ترابط كبير، كما أن الدول التي لديها مستويات عالية من تدفقات محافظها والأكثر سيولة وأسواقها الأوراق المالية الأكثر تقدما هي أيضا أكثر ارتباطا مع السوق الأمريكية، كما أن هناك تأثيرات ظاهرة للأزمة المالية العالمية 2008 والتي أدت إلى المزيد من الارتباط بين الأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم مع السوق الأمريكية، والذي تجلى أولا خلال المرحلة الأولى من الأزمة وذلك قبل انهيار بنك ليمان برانرز وعندما أصبحت المخاطر واضحة في النظام المالي الأمريكي وخلال هذه الفترة

الأولى، نجد أن القطاع المصرفي وقطاع الشركات وأسواق الاوراق المالية في البلدان التي ترتبط بشكل ملحوظ مع السوق الأمريكية والأكثر عرضة لآثار الأزمة، إلا أنه بعد انهيار بنك ليمان برانرز قامت العديد من الأسواق بإعادة تقييم المخاطر في اقرب وقت لأنها ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية.¹

المطلب الثاني: انهيار وإفلاس المؤسسات المالية والبنوك

إن إفلاس بنك ليمان برانرز كان له تأثير كبير على أسواق الاوراق المالية الدولية إذ يعتبر هذا الأخير أكبر بنك على المستوى العالم، وأعقبه العديد من المؤسسات المالية الأخرى التي أعلنت رسمياً عن إفلاسها أو لجوءها إلى الاندماج مع مؤسسات أخرى، كما سعت الحكومات الكثير من الدول إلى التأميم كوسيلة لإنقاذ هذه المؤسسات من الإفلاس والمحافظة على استقرار النظام المالي وبالتالي عمل هذه المؤسسات في البورصات.

عندما بدأ الاضطراب في أسواق الاوراق المالية الدولية بسبب الارتفاع السريع والمستمر في حالات التعثر عن السداد في سوق الرهون العقارية عالية المخاطر، بدأت التداعيات لتسبب خفض السيولة في سوق المعاملات مابين البنوك وإضعاف كفاية رأس المال وفرض تسوية طارئة لأوضاع مؤسسات الوساطة المالية الكبرى وإحداث اضطراب عميق في أسواق الائتمان والحث على إعادة تسعير المخاطر في مجموعة كبيرة من الأدوات المالية المختلفة، ومن أكثر الأمور حدة في هذه الأزمة حدوث خسارة كبيرة في السيولة حيث ارتفعت أسعار الفائدة على المعاملات ما بين البنوك لأجل ثلاث (3) أشهر يتجاوز بكثير أسعار الفائدة على الإقراض لليلة واحدة في وقت سعت فيه البنوك إلى الحفاظ على ما لديها من سيولة أمام الضغوط الواقعة عليها.²

¹ <http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/what-explains-comovement-in-stock-market-returns-during-the-2007-08-crisis> , le 05/12/2011, 10:45.

² عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص: 275 .

إن السوق الأمريكية ترتبط ارتباطاً عضوياً بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، بمعنى أن الشركات الصناعية في هذه الدول تعتمد بنسبة تتعدى 70 % على ترويج منتجاتها داخل السوق الأمريكية، وفي حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي تعاني هذه الشركات من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات على هذا التراجع مثلما حدث من جراء الأزمة تبدأ البورصات العالمية في الانحدار والتراجع، نظراً لأن صناديق الاستثمار ومؤسسات رأس المال تبدأ في التخلص مما بحوزتها من أسهم، وتزداد عمليات البيع في كافة أسواق المال مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم وانخفاض أسعارها على المستوى العالمي.¹

وفي هذا الإطار خسر بنك ليمان برانرز أكثر من 92 % من قيمته بالمقارنة بأعلى مستوياته عند 67.73 دولار في شهر أكتوبر 2007، كما اضطر إلى إسقاط أصول مالية بقيمة 5.6 مليار دولار بالربع الأول من عام 2007 وأعلن عن خسارة بلغت 3.9 مليار دولار في الربع الثاني من عام 2008. فقام بنك نوموزا الياباني بشراء نشاط الوساطة المالية وبنك الاستثمار التابعين لبنك ليمان برانرز في أوروبا والشرق الأوسط بقيمة رمزية قدرها 2 دولار فقط مقابل ضمان بقاء العاملين والموظفين، كما اشترى نفس البنك الياباني معظم نشاطات بنك ليمان في آسيا والمحيط الهادي بمبلغ 335 مليون دولار مع التعهد على إبقاء العاملين المحليين، وفي يوم 25 سبتمبر 2008 انهار بنك واشنطن ميوتشيدال الذي تزيد أصوله عن 300 مليار دولار وتم بيعه بقيمة اسمية لا تتعدى 6.9 مليار دولار إلى بنك " جي بي مورجان " مقابل تحمله عشرات الملايين من الدولارات تشكل الخسائر المرتبطة بأصول الرهن العقاري عالية المخاطر.²

وخسر بنك واشنطن ميوتشيدال 27 % من قيمة أسهمه، ونزلت قيمة أسهم جنرال إلكتريك بنسبة 8 % وتراجعت أسهم " سيتي جروب " أكبر بنوك أمريكا بنسبة 15 % ليصل سعرها إلى 15.24 دولار في أقل مستوى له منذ عام 2000، وتلاه بنك " أوف أمريكا " بنسبة 21 % ليصل إلى 26.55 دولار، وهو أقل سعر له منذ 1982 بعد أن قبل شراء " ميريل لينش " مقابل 50

¹ وفيق حلمي الاغا، سمير مصطفى أبو مدللة، اثر الأزمة المالية العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية، مرجع سابق.

² عبد المطالب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق، ص ص: 263، 318.

مليار دولار، وخسرت أسهم شركة " أمريكيان إكسبريس " أكبر شركات بطاقات الائتمان الأمريكية 8.9 % من قيمتها ليصل سعر الواحد منها إلى 35.48 دولار، كما هبطت أسهم " غولدمان ساكس " بنسبة 12 % وتراجعت أسهم " جي بي مورغان تشيس آند كومباني " بنسبة 10 % ، أما " مورغان ستانلي " أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخرانة الأمريكية فقد هبطت أسهمها بنسبة 14 % ، و أدت الأزمة إلى اختفاء حوالي 11 بنك من البنوك الكبرى من الساحة المصرفية، من بينها مؤسسة " إندي ماك " التي تتحوذ على أصول بقيمة 32 مليار دولار وودائع تصل إلى 19 مليار دولار.¹

أما فيما يتعلق بشركات الاتصالات فلم تسلم هي الأخرى من تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 حيث انخفضت مبيعاتها بنحو 9% الأمر الذي اضطر كبرى شركات الاتصال وهي كيوتل إلى اللجوء لإصدار سندات اقترضت بمبلغ 5 مليار دولار.²

كما امتدت تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 إلى أن وصلت إلى صناعة السيارات، حيث انخفضت أسهم شركة جنرال موتورز بنسبة 1.31 % وهو ادني مستوى لها منذ عام 1950 مما أدى إلى تزايد المخاوف من هبوط هذه الصناعة، أما في ألمانيا التي كانت صناعة السيارات تحتل مرتبة متقدمة من الاقتصاد، فإن انكماش الطلب على هذه السلعة في ألمانيا أدى إلى استغناء شركة " فولفو " السويدية العاملة في قطاع السيارات أدى إلى الاستغناء عن 6000 عامل لمواجهة أوضاع السوق المتدهورة في صناعة السيارات على مستوى العالم، كما أدى نفس السبب إلى أن مجموعة " ديمر " الألمانية العملاقة لصناعة السيارات قامت بإيقاف الإنتاج لمدة خمسة أسابيع قبل أن تعلن عن استغناءها عن بعض العمال لديها، خاصة وأن أرباحها التشغيلية انخفضت من 1.9 مليار يورو من الربع الثالث من عام 2007 إلى 648 مليون يورو خلال الربع الثالث من سنة 2008 بسبب انخفاض قيمة مبيعاتها خلال الربع الثالث من سنة 2008 بنسبة 7 %.³

¹ وفيق حلمي الاغا، سمير مصطفى أبو مدللة، اثر الأزمة المالية العالمية على العلاقات الاقتصادية الدولية ، مرجع سابق.

² نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الثاني، المجلد 26 ، 2010 ، ص: 17.

³ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص ص: 89 ، 90.

كما لجأت العديد من الحكومات إلى عمليات التأميم التي استخدمت كوسيلة للخروج من الأزمة، فقد تم تأميم العديد من المؤسسات المالية والبنوك منها مثلاً مؤسسة " اندى ماك " وشركة التأمين الأمريكية " ايه أي جي " التي تدخلت الحكومة الأمريكية لإنقاذها من الإفلاس مقابل امتلاك 80 % من رأسمالها بالإضافة إلى تأميم عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية على المستوى العالمي والأوروبية منها خاصة منها تأميم مؤسسة الإقراض العقاري " برادفور وبينجلي " ، وشراء أسهم كل من بنك " أوف أمريكا " ومؤسسة " جي بي مورجان وسيتي جروب " بقيمة 35 مليار دولار لكل مؤسسة منهم، كما قامت الحكومة الأمريكية بشراء أسهم في كل من " جولدن مان ومورجان ستانلي " بقيمة 10 مليار دولار.

وقد تم بيع أصول العديد من البنوك في إطار عمليات الاندماج، فعلى سبيل المثال بيعت أصول البنكين المملوكين لشركة " فيرست ناشيونال " بنك القابضة إلى فرع " اوماها " وبلغت قيمة أصول البنكين 3.6 مليار دولار في عام 2008.

وفي الكثير من التقديرات قدرت خسائر المؤسسات المالية حول العالم عام 2008 حوالي 435 مليار دولار. إن إفلاس المؤسسات المالية التي تعتبر ركن أساسي من أركان النظام المالي الأمريكي وقدرت خسائر وول ستريت في اليوم 15 سبتمبر 2008 اليوم الذي أعلن فيه رسمياً عن انهيار بنك ليمان برانرز وكان هذا انطلاقة لتوالي الانهيارات في المؤسسات المالية الأخرى والبنوك وما لهذا الوضع من تأثير كبير على أسواق الأوراق المالية، وتعد هذه الخسائر الأسوأ منذ الخسائر التي تعرضت لها في أحداث 11 سبتمبر 2001 .

إن أحداث 11 سبتمبر 2001 كبدت الأسواق المالية الأمريكية خسائر كبيرة، إلا أن الأضرار مست البورصات واقعة على أسهم الشركات وليس على أصولها، حيث تضرر قطاع التقنية فتراوحت خسائره في حدود 3 % إلى 9 % فلقد انخفضت أسهم شركة IBM بحدود 3 %، فحين انخفضت أسهم مايكروسوفت بحدود 8 % واسهم شركة انتل بنحو 5.9 %، كما تضررت البنوك بدرجات متفاوتة حسب ظروف واستثمارات كل بنك، وفي ظل هذه الأوضاع قامت السلطات المنظمة للأوراق المالية للتخفيف من حدة انهيار الأسهم أذنت للشركات المدرجة في البورصة في

التدخل لشراء أسهمها لمنع انهيارها فأعلنت شركة " مورغان ستانلي " أنها ستشتري ما قيمته مليار دولار من أسهمها مما خفض درجة الانزلاق إلى 13 % من القيمة الأصلية للأسهم، وفقدت بعض شركات الطيران 65 % من قيمة أسهمها محققة خسائر إجمالية بلغت 6.2 مليار دولار.¹

وفي محاولة لاحتواء الاضطرابات في أسواق المال، أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية أنها ستدعم بـ 50 مليار دولار صناديق الاستثمار التي تتعامل في سوق النقد وانخفضت قيمة أسهمها عن دولار. وقال وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون أن التدخل غير المسبوق والشامل للحكومة، يعتبر الوسيلة الوحيدة للحيلولة دون انهيار الاقتصاد الأمريكي بشكل أكبر، موضحاً أن خطة وزارته تركز على إنشاء وكالة حكومية جديدة من شأنها ابتلاع كافة الأصول التي تهوي بالمؤسسات المالية الأمريكية.²

المطلب الثالث: تراجع المؤشرات الرئيسية في أسواق الأوراق المالية الدولية

شهدت أسواق الأوراق المالية الدولية تغيرات كبيرة على إثر الأزمة المالية العالمية 2008، ويظهر هذا من خلال مؤشرات تلك الأسواق أو مؤشرات المؤسسات المالية والاقتصادية العاملة في هذه الأسواق وهذه المؤشرات تعمل على تتبع حركة وتغير الأسهم والسندات المتداولة في البورصة والتي تطرحها المؤسسات المالية والبنوك، ومن أهمها مؤشر داو جونز وناسداك ونيكاي، كما أن مؤشرات البورصة تقيس وتحدد التغيرات في أسواق الأوراق المالية بشكل آني ومستمر.

إن التدهور الحاصل في الأسواق الدولية وخاصة الأمريكية منها والأوروبية راجع لسبب

رئيسي وهو انخفاض المؤشرات الرئيسية في هذه الأسواق التي تعبر عن وضعية المؤسسات والشركات وأرباحها، ومن الآثار المباشرة للأزمة المالية العالمية 2008 إفلاس وانهيار العديد من المؤسسات المالية والبنوك التي تمثل عصب النظام المالي وبالتالي تردي الوضعية المالية لها وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة الاسمية لأصولها المالية المتداولة في البورصة، إن كل هذه الأسباب

¹ بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 157.

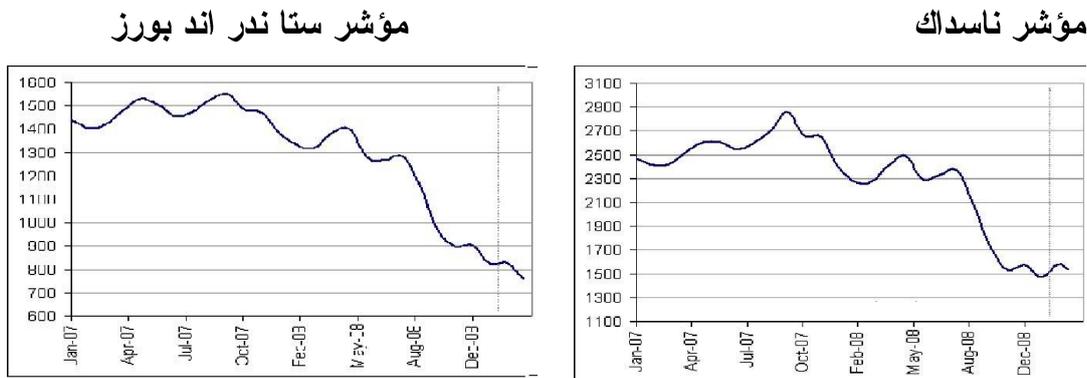
² حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية الحالية " محاولة للفهم "، مرجع سابق.

ذهبت بمؤشرات هذه المؤسسات والبنوك إلى الانخفاض والتدهور مما حال إلى تدهور في أسواق الأوراق المالية الدولية.

وفي أول تداعيات لازمة المالية العالمية 2008 على البورصة الأمريكية هبط مؤشر داو جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي لازمة بمقدار 679 نقطة أي بما يعادل 7.3 % ليصل المؤشر عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9285 وانخفض مؤشر ستاندر أند بورز 500 إلى 75 نقطة أي بنسبة 7.6 % مسجلا 909.9 نقطة بدلا من 984.9، وانخفض مؤشر ناسداك المركب الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا 95.2 نقطة أي بنسبة 5.47 % منخفضا من 1740.2 إلى 1645 . وفي يوم 22 سبتمبر 2008 تعرضت البورصة الأمريكية لأكبر خسارة لها على مدى ثلاث سنوات حيث تراجع مؤشر ستاندر أند بورز بنسبة 8.79 % وفقد مؤشر ناسداك 9.14 %، غير أنها عادت إلى الارتفاع مرة أخرى في اليوم التالي مباشرة وسط تنبؤ بسرعة تمرير خطة الإنقاذ المالي بالكونغرس الأمريكي فارتفع مؤشر داو جونز الصناعي 485 نقطة أي بنحو 4.68 % وارتفع مؤشر ستاندر أند بورز بنسبة 5.27 %، كما ارتفع مؤشر ناسداك بنسبة 4.97 %¹ وهو ما سوف يوضحه الرسم البياني الموالي:

الشكل رقم (21): تحركات بعض مؤشرات البورصة الأمريكية خلال الفترة 2007 /

2008



¹ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص ص: 72، 73.

المصدر: الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الإلكتروني:

http://kno1.google.com/k , le : 27/11/2011, 22 :15 .

كما تدهورت أسواق الأوراق المالية الأوروبية متأثرة بالأزمة المالية العالمية 2008 على غرار البورصة الأمريكية بسبب الترابط المالي القوي بين الأسواق الدولية إضافة إلى عولمة العمليات المالية فضلاً عن توافر المستثمرين العالميين، من جهة أخرى تفسر هذه العوامل عالمية الأزمة المالية العالمية 2008 وانتقال صدها إلى معظم البورصات الدولية، " فتأثرت بورصة لندن بسبب الأزمة المالية الأمريكية وانخفض مؤشر البورصة الرئيسي FTSE 100 Stock Index من 5700 إلى 4200 " ¹.

كان سقوط بورصة لندن أكبر انخفاض نقاط في التاريخ وأكبر انخفاض بالنسبة المئوية منذ انهيار سوق الأسهم عام 1987 فانخفضت أسعار الأسهم المكونة لمؤشر فاينانشال تايمز 100 بواقع 391 نقطة وهو ما يقارب 8 % يوم الاثنين 15 سبتمبر 2008 وسط الاضطرابات المالية المكثفة التي تجتاح الأسواق، وقد انعكس ذلك بسبب الانخفاضات الحادة في باريس وفرانكفورت ونيويورك ².

نلاحظ في الشكل الموالي حدوث اضطرابات فبدأ المؤشر في الانخفاض منذ شهر أوت 2008 إلى حوالي 4200 نقطة ليواصل المؤشر الانخفاض حتى نهاية العام، مقارنة المستويات التي حققها المؤشر من عام 2007 حيث نلاحظ تغير المؤشر في مستويات شبه مستقرة وذلك في حدود معينة.

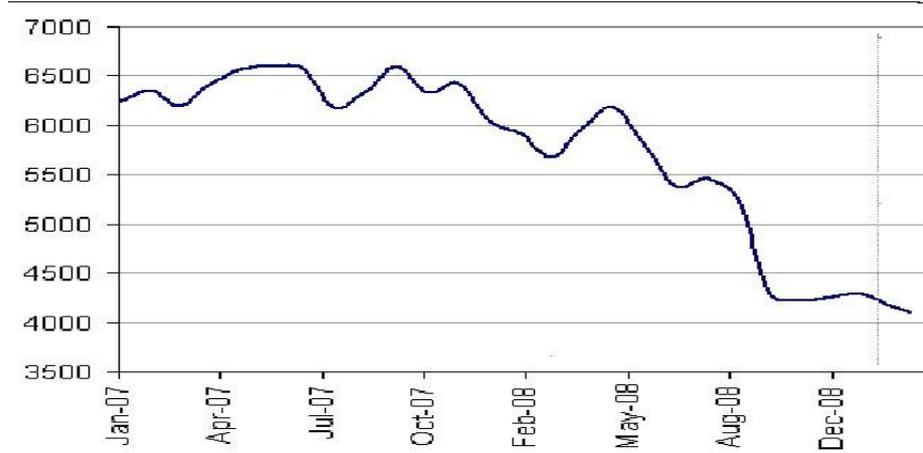
الشكل رقم (22): تغير مؤشر بورصة لندن خلال الفترة 2007/ 2008

¹ الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الإلكتروني:

http://kno1.google.com/k , le : 27/11/2011, 22 :15

² Robert Winnett, Financial crisis: London stock exchange suffers worst fall in history:

http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/3147764/Financial-crisis-London-stock-exchange-suffers-worst-fall-in-history.html , le: 15/08/2011, 12:55.



المصدر: الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الالكتروني:

<http://knol.google.com/k> , le : 27/11/2011, 22 :15

حدث تراجع في العديد من أسواق الأوراق المالية الأوروبية الكبرى ويمكن الاستدلال على

هذا من خلال مؤشرات البورصات التي تعبر عن قيم أسهم الشركات والمؤسسات، " فتأثرت البورصة الألمانية بالأزمة المالية وقد هوى مؤشرها DAX Stock Index ليسجل 4500 نقطة بعدما كان 6500 نقطة. ولقد تأثرت البورصة الفرنسية بالأزمة المالية فانخفض مؤشر البورصة CAC 40 Stock ليسجل 3000 نقطة بعد ما كان 4700 نقطة، أما البورصة اليابانية فقد هوت أيضا متأثرة بالأزمة المالية على غرار البورصات العالمية الأخرى فقد هوى مؤشر البورصة اليابانية من نقطة 13000 إلى نقطة 7800، وكانت تغيرات المؤشرات في الفترة من شهر جانفي 2007 إلى شهر ديسمبر من عام 2008¹، وهو ما يظهر في الشكل البياني التالي:

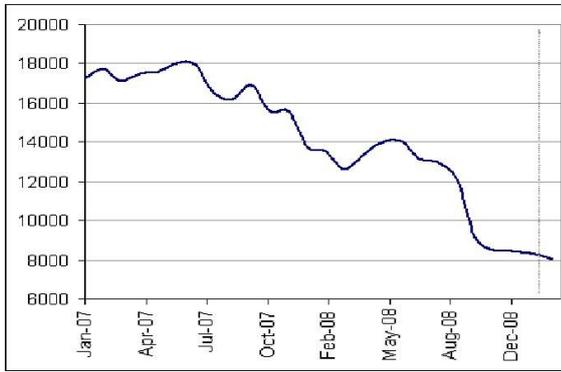
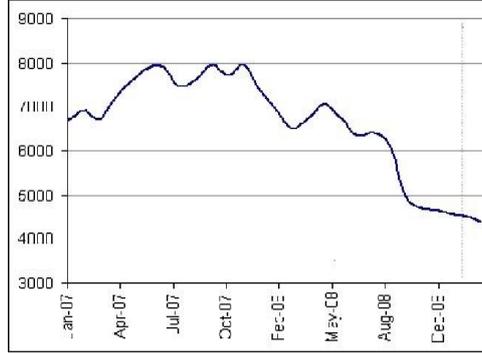
الشكل رقم (23): تغير مؤشرات البورصات الأوروبية واليابانية خلال الفترة 2008/2007

مؤشر البورصة الفرنسية

مؤشر البورصة الألمانية

¹ الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الالكتروني:

<http://knol.google.com/k> , le : 27/11/2011, 22 :15 .



مؤشر البورصة اليابانية

المصدر: الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الإلكتروني:

<http://knol.google.com/k> , le : 27/11/2011, 22 :15

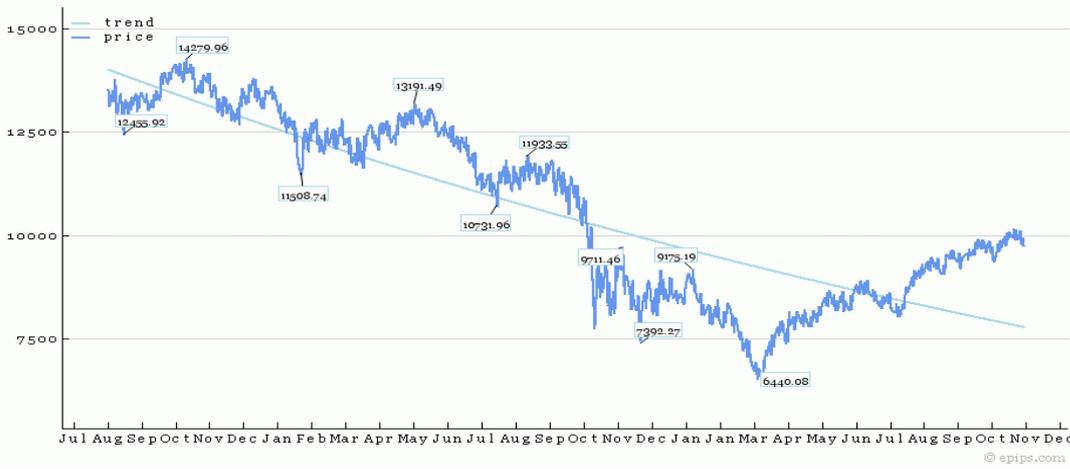
بدأت حركة أسواق الأوراق المالية الدولية في التعافي بعد مارس 2009 بعد الانهيار الذي أصابها، إذ انخفض مؤشر داو جونز الصناعي من أعلى مستوياته على الإطلاق عند 14279 في 11 أكتوبر 2007 إلى أدنى مستوى في 6440 من يوم 9 مارس 2009، بانخفاض 54.9 % من القيمة الاسمية.¹

حيث يوضح الرسم البياني الموالي حركة هذا المؤشر باعتباره المؤشر الرئيسي ويضم الشركات الصناعية الكبرى إذ بلغ ذروته في أكتوبر 2007 عند 14279.96 نقطة نلاحظ من خلال الرسم حركة المؤشر ارتفاعا وانخفاضا عند مستويات متقاربة ودون فروق كبيرة، وفي شهر أكتوبر 2008 هبط المؤشر إلى أدنى مستوى له حيث بلغ إلى حوالي 9711.46 نقطة ويواصل المؤشر انخفاضه إلى أن وصل في شهر ديسمبر من نفس السنة حوالي 7392.27 نقطة، وفي ظل

¹ <http://www.epips.com/djia/2007-2009-financial-crisis.html>, le 27/11/2011, 22 :30.

الجهود المبذولة من قبل الحكومات للتقليل والتحكم في آثار هذه الأزمة وخطط الإنقاذ المتبعة بدأت حركة المؤشر ترتفع بحلول عام 2009 حيث وصل إلى 9175.19 نقطة في شهر فيفري إلا أن هذا الانتعاش لم يستمر فعاود الانخفاض مرة أخرى في شهر مارس إلى 6440.08 نقطة، وبعدها بدأ المؤشر بالارتفاع التدريجي في باقي أشهر السنة، وهذا دلالة على عودة أسواق الأوراق المالية إلى طبيعتها وتعافيتها من تداعيات الأزمة.

الشكل رقم (24): تغير مؤشر داو جونز في الفترة ما بين 2007 / 2009



المصدر: <http://www.epips.com/djia/2007-2009-financial-crisis.html>

Le : 27 / 11/2011, 22 :30.

إن هذا الانخفاض جاء بسبب حالة السعر في جميع أنحاء العالم نتيجة عدم وجود أساس

لارتفاع أسعار أسهم الشركات التي كانت متأثرة بالأزمة ، وبدأ طرحها على نطاق واسع وكان هذا في جميع أنحاء العالم، حيث انخفض مؤشر فاينانشال تايمز 100 البريطاني بنسبة 2.93 % انخفض مؤشر نيكاي الياباني بنسبة 3.71 %¹.

وتشير الكثير من التقارير عن تعافى أسواق الأوراق المالية الدولية ويظهر من خلال ارتفاع مؤشراتها والتي من أهمها مؤشر داو جونز الذي تجاوز 12000 نقطة في معظم النصف الأول من عام 2011 . " إلا انه تم تسجيل هبوط الأسهم الأمريكية في بورصة وول ستريت يوم الثلاثاء

¹ Vasily Koltashov , The crisis of the global economy:

<http://links.org.au/node/517> le 05/12/2011, 10:33.

23 نوفمبر 2011 بعد أن عدلت وزارة التجارة الأمريكية بيانات النمو الاقتصادي خلال الربع الثالث من هذا العام ، حيث ذكرت أن الاقتصاد سجل نموا بمعدل 2% من إجمالي الناتج المحلي مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي، وكانت التقديرات السابقة تشير إلى نمو الاقتصاد خلال الربع الثالث من العام الحالي بمعدل 2.5 % . وعلى هذا فقد مؤشر داو جونز الصناعي 53.59 نقطة أو 0.46 % ليصل إلى 11493.72 نقطة كما تراجع مؤشر ستاندر د اند بورز 500 بمقدار 4.94 نقطة أو 0.41 % ليصل إلى 1188.04 نقطة، وهبط مؤشر ناسداك المجمع لأسهم التكنولوجيا بمقدار 1.86 نقطة أو 0.07 % ليصل إلى 2521.28 نقطة. وفي أسواق العملة تراجع الدولار أمام اليورو ليسجل 74.01 يورو مقابل 74.15 عند الإغلاق يوم الاثنين، فيما ارتفع الدولار أمام العملة اليابانية مسجلا 76.99 ين مقابل 76.92 ين¹ . أغلقت الأسهم الأمريكية مستقرة يوم 2 ديسمبر 2011، لكنها سجلت أفضل أسبوع من المكاسب في ثلاثة أعوام تقريبا، بعد بيانات أظهرت أن معدل البطالة في الولايات المتحدة هبط إلى أدنى مستوى له في عامين ونصف العام. وتراجعت السوق عن معظم مكاسبها التي سجلتها في وقت سابق من الجلسة والتي بلغت 1% مع إقبال المتعاملين على البيع لجني الأرباح، وأنهى مؤشر داو جونز جلسة التعاملات في بورصة وول ستريت منخفضا 0.61 نقطة أو 0.01 % إلى 12019.42 نقطة، بينما تراجع مؤشر ستاندر اند بورز 500 0.30 نقطة أو 0.02 % ليغلق على 1244.28 نقطة. وأغلق مؤشر ناسداك المجمع مرتفعا 0.73 نقطة أو 0.03 % عند 2626.93 نقطة وتنتهي المؤشرات الثلاثة الأسبوع على مكاسب قوية مع صعود داو جونز 7 % وستاندر اند بورز 7.4 % وناسداك 7.6 %².

¹ تراجع مؤشرات الأسهم الأمريكية، الموقع الإلكتروني:

<http://www.tahrironline.net/Pages/NewsDetails.aspx?NewsID=46974> , le 05/12/2011, 11 :10.

² الأسهم الأمريكية تسجل أفضل أداء أسبوعي منذ 2009، بورصة نيويورك " رويترز "، الموقع الإلكتروني:

<http://www1.youm7.com/News.asp?NewsID=545936&SecID=297> , le : 06/12/2011, 11:;15

خلاصة الفصل:

إن التطور الكبير الذي مس القطاع المالي وبالتحديد أسواق الاوراق المالية الدولية، جعل منها أكبر المراكز المالية في العالم ومن أهمها أسواق الاوراق المالية الأمريكية التي تعتبر السوق الرئيسي في العالم، إضافة إلى أسواق الاوراق المالية الأوروبية واليابانية، ورغم هذا التطور إلا أنها تعاني من أزمات عديدة وعلى العموم يمكن حصر أهم ما تم التوصل له في هذا الفصل في الآتي:

- إن الأزمات المالية تعبر عن اضطراب أو خلل في أحد أو كل المتغيرات المالية، حيث تمس أسواق الاوراق المالية وتحدث بصورة مفاجئة نتيجة ضعف الثقة أو فقدانها في النظام المالي أو في أحد مكوناته أو لأسباب أخرى تؤدي إلى عدم الاستقرار في النظام المالي كما يمكن أن تحدث تدهور في قيمة العملة.

- إن أسواق الاوراق المالية الدولية خاصة في الدول المتقدمة تعتبر من أهم المراكز المالية الرئيسية في العالم، حيث تتميز بدرجة عالية من التقدم التكنولوجي واستعمال التقنيات الاتصال الحديثة في التعامل فضلا عن حرصها على مواكبة التطور الحاصل وحركة التجديد والابتكار المستمرة في مجال الأدوات المتداولة أو كيفية التعامل، إلا أن عولمة الأسواق المالية وترابطها، جعلتها عرضة للتأثر بالاضطرابات التي قد تصيب أحد هذه الأسواق وانتقال عدوى الأزمات إليها.

-شهد العالم العديد من الأزمات المالية، وأدى جلها إلى انهيار البورصات والأسواق المالية العالمية، بفعل انتشارها على مستوى العالم لتصبح أزمة مالية عالمية، نتيجة الأثر الكبير الذي أحدثته العولمة، ومن أهم أزمات العولمة المالية " الأزمة المالية العالمية 2008 " التي ظهرت في سوق الرهن العقاري الأمريكي وامتدت إلى باقي القطاعات، وانتشرت على مستوى دول العالم.

- أدت الأزمة المالية العالمية 2008 إلى إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية العالمية الأمر الذي تسبب في انخفاض قيمة أصول المالية المتداولة في البورصة وبالتالي تدهور وتراجع مؤشرات البورصات الرئيسية وإحاق خسائر كبيرة بها.

الخاتمة العامة

تتضمن الخاتمة العامة خلاصة عامة للدراسة ونتائج اختبار الفرضيات والتوصيات والاقتراحات إضافة إلى آفاق البحث وذلك على النحو التالي:

الخلاصة العامة:

حمل التحرير المالي العديد من الانعكاسات التي أثرت على عمل أسواق الاوراق المالية الدولية، ودفعتها إلى تعديل وتطوير آليات عملها لمواكبة هذه التحديات، في ظل بيئة مالية واقتصادية متغيرة تتميز بالانفتاح والاندماج المالي العالمي وتتطلع نحو المزيد من عمليات الابتكار والتجديد في المجال المالي.

وقد تم التعرض لذلك من خلال دراسة مظاهر التجديد المالي التي جاءت بها متطلبات عولمة الأسواق المالية وأثرها على عمل هذه الأسواق من خلال فتح المجال أمامها للقيام بعمليات الترابط والتكامل الماليين بينها وبين أسواق الاوراق المالية الدولية الأخرى وفرضت عليها التعامل بالعديد من المنتجات المالية المستحدثة وطرق تعامل جديدة وإحداث تغييرات جذرية في هيكلها ووظائفها، وظهرت معها بيئة مالية متغيرة تتسم بحركية مستمرة ودائمة في وسائل وأدوات العمل ضمن ما تفرضه هذه البيئة من متطلبات التجديد والابتكار الماليين، في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد العالمي موجات من التغييرات والتطورات المستمرة والسريعة في جميع قطاعاته وفي جميع دول العالم.

إن لتكنولوجيا المعلومات والثورة التكنولوجية مساهمة واسعة في سرعة انتشار المعلومات وإبرام الصفقات على مستوى دولي، كما أن ظهور بعض الاختلالات والاضطرابات على مستوى سوق معين سوف تمتد آثارها وتداعياتها إلى باقي الأسواق بفعل عمليات الترابط بين هذه الأسواق. وظهر مثل هذه الأزمات المالية يعتبر مؤشر سلبي يعكس عدم قدرة أو جاهزية هذه الأسواق سواء من حيث الأدوات المتداولة فيها أو هيكلها والتعامل غير العقلاني من قبل المتعاملين

وتزايد حدة المضاربة يعكس عدم مواظمتها وتماشيتها مع ظروف العمل الجديدة، في الوقت الذي ظهرت العديد من مظاهر التجديد المالي وتحديدًا الابتكارات المالية " المشتقات المالية " والتي يعتبر الهدف الأساسي من ظهورها الحد أو التقليل من الاضطرابات التي تصيب أسواق الأوراق المالية، فضلا عن تحقيق المزيد من الأرباح وبمستويات متدنية من المخاطر، إلا انه اتضح أن هذه الأدوات يمكن أن تكون هي سببا أساسيا في حدوث أزمات مالية إذا ما تم استخدامها بشكل غير صحيح وكثرت المضاربات بشأنها، لأن التعامل بهذه الأدوات بجميع أنواعها يكون على أصل المالي مستقبلي، فتغيرات الأسعار بين فترة الاتفاق وفترة التنفيذ من الممكن أن تكون في غير صالح الطرفين وهذا ما يقود إلى حدوث حالة عدم استقرار في السوق، والتي تؤدي في الأجل المتوسط أو الطويل وحتى الأجل القصير عند استمرارها إلى أزمة.

وساهمت ظاهرة العولمة المالية والى حد كبير في عالمية هذه المنتجات وساعدها على ذلك تطور الاتصالات والتكنولوجيا العالية، وفقا لهذه المتطلبات زادت المنافسة بين البنوك والمؤسسات المالية والمؤسسات الأخرى على التسابق لابتكار وخلق أدوات جديدة وطرحها للتداول في أسواق الأوراق المالية وهي أدوات تصاحبها العديد من المخاطر والاضطرابات في مستويات الأسعار المرتبطة بها، وعند عدم جاهزية أسواق الأوراق المالية وبعض الأنظمة المالية العالمية ككل لتبني مثل هذه الاستراتيجيات والسياسات والاستعمال المفرط والخاطيء لها فإنها سوف تفرض تحديات وآثار سلبية تنعكس سلبا على عمل أسواق الأوراق المالية الدولية. وقد اتضح من خلال هذه الدراسة وجود علاقة ازدواجية على مستوى أسواق الأوراق المالية بين مظاهر التجديد والأزمات المالية.

تعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 من أهم آثار هذه العلاقة، حيث ظهرت هذه الأزمة على مستوى قطاع معين وهو قطاع العقارات نتيجة التوسع المفرط والهائل من قبل البنوك في منح القروض العقارية للمقترضين الأمريكيين لشراء مساكن دون التأكد من الملاءة المالية لهم، ولم تكنفي البنوك بهذا وحسب بل قامت بعملية توريق هذه القروض وتحويلها إلى أوراق المالية تتداول في البورصات من طرف مستثمرين محليين وأجانب، وهذه التقنية ساعدت على تحويل جزء كبير من المخاطر إلى البورصات وتحمل المستثمرين هذا العبء فتوسعت دائرة المتضررين من هذه

المخاطر فضلا عن دخول مؤسسات التأمين فيها، وعملت سياسات التحرير والانفتاح الماليين على نقلها إلى باقي أسواق الاوراق المالية الدولية الأخرى لتصبح أزمة على مستوى عالمي.

بينت الأزمة المالية العالمية 2008 بشكل واضح الضعف الشديد في عمل الأجهزة الرقابية لأعمال البنوك وعدم ضبط أنشطتها خاصة في ظل ما تفرضه الضغوط التنافسية التي تتعرض لها من مثيلاتها أو من المؤسسات المالية الأخرى والممارسة غير الأخلاقية للمنتجات المالية، وبالتالي التأثير المباشر أو غير المباشر على نشاط البورصات، لأن الخلل لا يكمن في عدم اندماجها مع ظروف بيئة العمل الجديدة فهذه الأسواق تتمتع بمزايا عالية من التكنولوجيا والسرعة والدقة مما يعني استكمالها على جميع المعايير الواجب توفرها للترابط والاندماج والتحرر العالمي، فيمكن القول أن منتجات مظاهر التجديد خلقت هذه الأزمة وأن عولمة أسواق الاوراق المالية عملت على تدويلها، ومن الممكن انه لو كانت هناك ضوابط فعالة تحكم وتراقب هذه الأنشطة لقللت من حدتها أو توافر مؤشرات الإنذار المبكر بحدوث أزمات وبالتالي خلق رؤى اقتصادية ومالية من خلال أنظمة وبرامج متكاملة لمعالجة الأزمات وإدارتها قبل انتشارها بالشكل الذي ظهرت به الأزمة المالية العالمية 2008.

نتائج اختبار فرضيات البحث

- لوحظ من خلال البحث أن تزايد الاعتماد على أسواق الاوراق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في الاقتصاد وتجديد وتطوير الأدوات التي تتعامل بها في الوقت الذي تراجع فيه التمويل عن طريق السوق النقدية والجهاز المصرفي، حيث قامت العديد من الدول خاصة المتقدمة منها باللجوء إلى أسواق الاوراق المالية في عمليات التمويل وانتهاج طريقة التمويل المباشر عن طريق البورصات حيث العلاقة المباشرة بين المستثمرين والمدخرين بدلا من اللجوء إلى الوساطة المالية والحصول على قروض لاستخدامها في عمليات التمويل، وجاء هذا بعد رغبة معظم الدول تغيير أنماطها التمويلية واتجاهها من اقتصاديات تعتمد على المديونية إلى اقتصاديات تعتمد بشكل كبير على أسواق الاوراق المالية، أما بالنسبة إلى الدول الناشئة والدول العربية فإن اغلب هذه الدول تسعى جاهدة إلى فتح المجال نحو عمليات التحرير المالي وإلغاء دور الوساطة المالية في متطلبات

التمويل ومواكبة التطورات الحاصلة على مستوى البيئة المالية العالمية فعمدت إلى انفتاح الأسواق على العالم الخارجي والعمل على توفير جميع الظروف والشروط اللازمة لذلك، وهو ما يوافق طرحنا في الفرضية الأولى.

-بعد الدراسة اتضح أن عملية عولمة الأسواق المالية وترابطها إلى جانب تداول منتجات التجديد المالي في هذه الأسواق، يمكن أن يحدث بعض حالات عدم الاستقرار خاصة ونحن نعلم أن أسعار هذه المنتجات هي شديدة التقلب، كما تعمل العولمة على نشر هذه الاضطرابات حيث تم استعراض الأزمة المالية العالمية 2008 والتي بينت بوضوح دور كل من العولمة المالية والترابط بين الأسواق من جهة وعمل الابتكارات المالية من جهة أخرى في نشوءها ومن ثم انتشارها عالمياً، حيث يستطيع المستثمرين العالميين تحويل وإبرام صفقات بكميات كبيرة بين سوق وآخر بفضل التقنيات التكنولوجية العالية إضافة إلى المضاربات الشديدة على المشتقات المالية بهدف تعظيم الأرباح كل هذا له آثار سلبية على الاقتصاد، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

-بعد اختبار الفرضية الثالثة وجدنا أن الاعتماد على التكنولوجيا المتطورة في أسواق الأوراق المالية الدولية يؤدي إلى تميزها من خلال تقديم أفضل الخدمات المالية وأحسنها حيث تتميز بالسرعة والدقة وهذا ما يجعلها تعزز دورها الاقتصادي، لأن هذا التميز في تقديم الخدمات المالية في ظل التطورات التي تشهدها الصناعة المالية العالمية يرتبط بمستوى التكنولوجيا المستخدم فيها— غير أن هذا مرتبط بالأسواق في الدول المتقدمة التي تستطيع ابتكار هذه التكنولوجيا وخلقها وفق ما يناسبها، أما فيما يخص الدول الناشئة والدول النامية خاصة فإنها تعمل على استيراد هذه التكنولوجيا من الدول المتقدمة لمواكبة أداء أسواق الأوراق المالية فيها في الوقت الذي نتحدث فيه عن سوق مفتوحة، وفي كثير من الأحيان تكون التكنولوجيا سبب أساسي في نقل الأزمات وزيادة حدتها كما هو الحال في الأزمة المالية العالمية 2008. وبالتالي فإن صحة الفرضية الثالثة أمر غير مؤكد.

نتائج البحث

تم من خلال هذا البحث استخلاص جملة من النتائج المتعلقة به، وهي كما يلي:

- إن أسواق الأوراق المالية تعتبر من مصادر التمويل الهامة التي تعتمد عليها معظم الاقتصاديات، خاصة وأنها توفر العديد من الخدمات المالية المتميزة وتقوم بوظائف ومهام متعددة تعمل جميعها على تطوير الاقتصاد وتحديثه، وهو ما نلاحظه في توجه اغلب الدول إلى اقتصاديات الأسواق المالية.

- إن العولمة المالية وما جاءت به من عمليات التحرير المالي وتزايد درجات الترابط والاندماج بين أسواق الأوراق المالية الدولية وإزالة كافة القيود والعراقيل بينها أدت إلى تسريع حركة التحولات والتطورات التي يعيشها النظام المالي العالمي، إلى جانب تطور الاتصالات والثورة التكنولوجية التي سهلت من سرعة وحرية انتقال المعلومات، كلها عوامل فرضت على أسواق الأوراق المالية ضرورة التغيير ومواكبة هذه التغييرات أمر حتمي.

- تعتبر الابتكارات المالية " المشتقات المالية " من المنتجات المالية ومظهر من مظاهر التجديد الذي عرفته أسواق الأوراق المالية في فترة السبعينات من القرن الماضي، وهذا ضمن ما فرضته العولمة المالية في إطار عمليات التجديد والابتكار في مجال الأدوات المالية بهدف تعظيم أرباح المستثمرين والتقليل من المخاطر التي يتعرضون لها، كما جاءت هذه المنتجات كوسيلة للحد من التقلبات التي تحدث في البورصات وبالتالي الحد من الأزمات التي تهددها إلا أنها في كثير من الأحيان تأخذ أشكال أخرى من الاستخدام كالمضاربة والمراهنة.

- إن منتجات الابتكار المالي تحتوي في حد ذاتها على العديد من المخاطر لأنها أدوات قيمتها مشتقة من قيمة أصول مالية أخرى كالأسهم، وإن التعامل بها يجري في فترات مستقبلية كما لا يلزم البعض منها توفر الأصل محل التعاقد، إذن أن هذه الأدوات يمكن النظر لها من زاويتين الأولى أنها أدوات مبتكرة تتماشى مع متطلبات البيئة المالية المعاصرة وتعمل على تسهيل عمليات التعامل وتوفير فرص إضافية للربح، كما أن التعامل بها لا يخلو من المخاطر والتقلبات.

- توجد علاقة ازدواجية بين مظاهر التجديد والمنتجات التي تطرحها وبين الأزمات المالية، وبالطبع فإن كلاهما يكون على مستوى أسواق الأوراق المالية.

- إن الأزمة المالية تعبر عن خلل أو اضطراب يمس النظام المالي أو أحد مكوناته والتي يمكن أن تؤدي إلى انهياره إن لم يتم التحكم فيها وإدارتها، حيث يظهر الخلل في أحد المتغيرات المالية

كأسعار الأصول المالية أو تقلب قيمة العملة أو غيره من المتغيرات الأخرى، سرعان ما ينتشر إلى باقي المكونات من النظام أو إلى باقي القطاعات في الاقتصاد بواسطة العديد من القنوات والتي تعتبر أسواق الاوراق المالية أهمها، فالتقلبات والاضطرابات في قيم الأصول المالية المتداولة فيها من شأنه أن يحدث خللا في السوق وبحكم الترابط بينه وبين الأسواق الأخرى فإن هذا الأثر سوف ينتقل ويمتد ليصح أزمة مالية على مستوى البورصة.

- عدم تكافؤ المعلومات المتداولة في البورصات إضافة إلى الضغوط التي تفرضها متطلبات العولمة من مظاهر الترابط والتجديد يساهم إلى حد كبير في خلق العديد من الأزمات.

- إن الأزمة المالية العالمية 2008 تعتبر من أهم الأزمات التي أفرزتها عولمة الأسواق المالية ومنتجات مظاهر التجديد. وقامت بتصديرها أسواق الاوراق المالية الدولية إلى باقي الأسواق في الدول المتقدمة والناشئة والدول النامية أيضا.

التوصيات المقترحة:

يمكن الإشارة إلى مجموعة من التوصيات المستخلصة والتي تعتبر كإضافة لهذا البحث للوصول إلى صورة أوضح حول الموضوع وهي:

- توفير مناخ ملائم لإنشاء أسواق الاوراق المالية وهذا يتعلق بالجانب التشريعي والتنظيمي لها، وآلية العمل المناسبة مثل سن قانون سوق الأوراق المالية أو قوانين تنظم الشركات المدرجة في السوق، إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار التي تنظم تداول الأوراق المالية واستثمارها والقوانين التي تراقب وتؤثر على عمل وأداء السوق.

- العمل على عصرنه أسواق الاوراق المالية من خلال إدخال التقنيات المتطورة في أنظمة التداول داخل السوق وذلك لرفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية لدى المتعاملين وربط السوق بالأسواق الخارجية وبالتالي كبر حجم التعاملات العالمية. وهي تعتبر من أهم الخدمات التي استفادت منها أسواق الاوراق المالية الدولية.

- العمل على نشر الوعي الادخاري وتحفيزه لدى الأفراد والتقليل من الاستهلاك والاتجاه نحو الاستهلاك الأمثل وذلك للعمل على تحقيق عوائد إضافية والمحافظة على نمو وتنشيط سوق الاوراق المالية.

- توفير قواعد وآليات للتعامل بالمشتقات المالية لضمان تحقيق هدفها الرئيسي وهو التقليل من المخاطر والحد منها واستبعاد الممارسات الخاطئة لها والتي تكون سبب في حدوث حالات عدم استقرار داخل السوق.

- محاولة الاستفادة من الأوضاع التي جاءت بها عملية عولمة الأسواق المالية وترابطها من أجل تسريع وتفعيل التعامل ضمن أسواق الأوراق المالية، عن طريق تهيئة البيئة المالية العالمية لمثل هذه الأوضاع واختيار الوقت والكيفية المناسبين للقيام بعمليات الانفتاح المالي والاندماج في الأسواق العالمية والعمل على تحديد الآثار التي تنتج عنها مستقبلاً للتصدي لها.

- العمل على ربط البورصات في الدول المتقدمة مع بورصات الدول الناشئة والنامية ومحاولة الاستفادة من الخبرات والتقنيات المطبقة فيها والعمل على تبني سياسات وإجراءات تعمل على تفعيل وتقوية هذا الترابط.

- تطوير مجالات التطوير والابتكار المالي في مجال أسواق الأوراق المالية مع تحديد الآثار الناتجة عن التعامل بهذه الأدوات لتفادي آثارها.

- وضع أنظمة وأجهزة للإنذار المبكر بحدوث أزمات تتضمن مجموعة من المؤشرات الاقتصادية والمالية التي تتنبأ بحدوثها والتي تظهر من خلال التغيرات التي تطرأ على هذه المتغيرات، وبالتالي إمكانية وضع بعض الحلول والاقتراحات لمعالجة هذه الأزمات قبل انتشارها.

آفاق البحث:

بعد التعرض من خلال هذا البحث إلى دراسة الآثار التي فرضتها مظاهر التجديد المالي على عمل أسواق الأوراق المالية من خلال حدوث العديد من الاختلالات التي تمتد لتصبح أزمة مالية ونظراً لتشعب محتوى هذا الموضوع وأهميته فإنه يبقى مفتوحاً لدراسات وبحوث أخرى تكون أكثر عمقا وتفصيلاً، وذلك من خلال:

- إجراء دراسة متعمقة أو ميدانية للوقوف على الآثار المترتبة على أسواق الأوراق المالية نتيجة التعامل بمنتجات الابتكار المالي باعتبارها أهم مظاهر التجديد في هذا المجال.

- بحث مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية والتوجه نحو سوق عربية موحدة في ظل التزايد نحو عمليات الاندماج العالمي وسياسات التحرر المالي.

- بحث آفاق الترابط بين أسواق الاوراق المالية في الدول المتقدمة وأسواق الاوراق المالية في الدول النامية ومدى استفادة الأسواق النامية من مقومات نجاح الأسواق المتقدمة وبالتالي تحديد مجالات المنافسة بينهما.

- البحث في سبب عدم تأثر أسواق الاوراق المالية في الدول النامية بالأزمات المالية إلى هددت الكثير من أسواق الاوراق المالية الأخرى بما فيها المتقدمة، وهل هذا راجع إلى قوة ومثانة النظام المالي فيها أو عدم انفتاحها ومواكبتها للتطورات المعاصرة.

وفي ختام هذا البحث نرجو أن نكون قد أسهمنا مساهمة بسيطة في إيضاح وتبيان ما أفرزته مظاهر التجديد ومنتجاتها، والإجابة على بعض التساؤلات المتعلقة بها، كما تجدر الإشارة إلى هذا البحث لا يخلو من التقصير والنقص وهو ملازم لأي عمل إنساني، كما واجهتنا الكثير من الصعوبات والعراقيل عند انجاز هذا البحث نظرا لنقص بعض المعلومات الضرورية لإتمام الدراسة وكذلك عدم توفر الدراسة التطبيقية للموضوع بالنسبة لأسواق المالية محل الدراسة نظرا لاعتبارات الحدود المكانية، والذي ينعكس بالطبع على بعض جوانب البحث.

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
03	انتقال الموارد المالية في السوق المالية	01
08	مكونات سوق رأس المال	02
32	الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية	03
38	التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية	04
41	المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم	05
61	أشكال العولمة الاقتصادية	06
66	تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة بين الدول	07
70	المؤسسات الدولية للعولمة الاقتصادية	08
97	ابتكار الهندسة المالية وأدواتها في أسواق الأوراق المالية	09
99	توسيع قاعدة الأسواق المالية	10
110	أنواع حقوق الخيار	11
114	طبيعة التعامل في عقود الخيار	12
120	عوائد العقود الآجلة لطرفي العقد	13
134	العناصر الأساسية للآزمة	14
148	أسعار العقار في الولايات المتحدة الأمريكية	15
152	فقاعة أسعار المنازل	16
154	طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008	17
158	تطور حجم القروض عالية المخاطر خلال الفترة 2006/1995	18
160	تطور المشتقات المالية	19
162	معدل عدم القدرة على سداد القروض الرهنية عالية المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية	20
216	تحركات بعض مؤشرات البوصة الأمريكية خلال الفترة 2007 / 2008	21
217	تغير مؤشر بورصة لندن خلال الفترة 2007 / 2008	22
218	تغير مؤشرات البورصات الأوروبية واليابانية خلال الفترة 2007 / 2008	23
219	تغير مؤشر داو جونز في الفترة ما بين 2007 / 2009	24

المراجع

1- المراجع باللغة العربية

1- الكتب:

1. احمد ابو الفتوح الناقية: نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية « مدخل للنظرية النقدية وأسواق المال »، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998.
2. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، دار الجامعة، مصر، 2009.
3. أحمد ماهر، إدارة الأزمات، دار الجامعة، مصر، 2006.
4. أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، مصر، 2001.
5. ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة -، دار المسيرة، الأردن، 2004.
6. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010.
7. اشرف محمد دوابه، الأزمة المالية العالمية " رؤية إسلامية "، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2009 .
8. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
9. جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، 2002، الجزء 3.
10. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأوراق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، جزء 2.
11. حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة - دار الكندي، الأردن، 2002.
12. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، الأردن، 1999.
13. خبابة عبد الله، بوقرة رابح، الوقائع الاقتصادية - العولمة الاقتصادية، التنمية المستدامة -، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2009.
14. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007.
15. رسمية أحمد ابو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز، الأردن، 2005.

16. سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر، 2001.
17. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
18. شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر، الأردن، 2008.
19. شعبان محمد إسلام اللبراوري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، سوريا، 2001.
20. شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر -، دار هوما، الجزائر، 1993.
21. صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003.
22. صلاح الدين حسن السيبي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، دار الفكر العربي، لم تذكر بلد النشر، 2008.
23. صلاح السيد جودة، بورصة الاوراق المالتي - علميا وعمليا -، مطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000.
24. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية " المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة "، الدار الجامعية، مصر، 2003.
25. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، مصر، 1999.
26. طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
27. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
28. عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010.
29. عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وسواق الاوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
30. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم - عدوى الأزمات المالية - دار الفكر الجامعي، مصر، 2005.
31. عبد الرزاق الرحاحلة، زاهد محمد ديربي، دراسة متعمقة في إدارة الأعمال الدولية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2010.

32. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005 .
33. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر.
34. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
35. عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Regende, subprime 2009.
36. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية "منظماتها، شركاتها وتداعياتها"، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر.
37. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2003/2004.
38. عبد المطلب عبد المجيد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
39. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008.
40. عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار رضا للنشر، سوريا، 2002.
41. على عباس، إدارة الأعمال الدولية (الإطار العام)، دار حامد، لم تذكر بلد النشر، 2003.
42. عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة ابوظبي للطباعة والنشر والتوزيع، ابوظبي، 2002.
43. عمر الصقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2001/2000.
44. فرنسوا لروا، ترجمة: الضيقة حسن، الأسواق الدولية للراسميل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، لبنان، 1991 .
45. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2004.
46. فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
47. فليح حسن خلف، العولمة الاقتصادية، عالم الكتب الحديث، جدار للكتاب العالمي، الأردن، 2009.
48. فؤاد حمدي بسيسو، محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية، اتحاد المصارف العربية، 2010.
49. محسن احمد الخضيرى، إدارة الأزمات، مكتبة مدبولي، لم تذكر بلد النشر وسنة النشر.
50. محسن احمد الخضيرى، العولمة الاجتياحية، مجموعة النيل العربية، مصر، 2001.

51. محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية ، سلسلة التعريف بالبورصة، لم تذكر دار النشر وبلد النشر، 2002.
52. محمد احمد غانم، التوريق" الماهية، المزاي، الإجراءات والعناصر"، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009.
53. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
54. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات" مدخل الهندسة المالية"، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
55. محمد عبد الحميد عطية، الأزمة المالية وأثرها على أسواق المال، دار التعليم الجامعي، مصر، 2010.
56. محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة – أسهم، سندات، أوراق مالية –، دار حامد، الأردن، 2006.
57. محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة، الأردن، 2008.
58. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية – مؤسسات، أوراق، بورصات –، دار الشروق، الأردن، 2007، الإصدار الثاني.
59. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان ، سوريا، 2009.
60. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، منشأة المعارف، مصر، 1998.
61. منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر، 2008.
62. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة مخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، منشأة المعارف، مصر، لم تذكر سنة النشر، الجزء الأول.
63. منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002.
64. نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، لم تذكر دار النشر، سوريا، ط 3.
65. نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية ، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، لم تذكر بلد النشر، 1998.
66. هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
67. هوشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الأردن، 2003.
68. هيفاء عبد الرحمان ياسين التكريتي، آليات العولمة الاقتصادية آثارها المستقبلية في الاقتصاد العربي، دار حامد، الأردن، 2009.

69. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل، مكتبة رأس المنبع، لبنان، 2003، الجزء الثاني.

70. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2009.

2- الرسائل والأطروحات:

71. المهدي ناصر، المراكز المالية خارج الحدود وظاهرة غسيل الأموال، مذكرة مقدمة لنيل

شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية بنوك، جامعة بليدة، 2005.

72. بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة

التنافسية للبنوك الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه قسم العلوم الاقتصادية، تخصص

نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2006/2005.

73. بن ثاب علال، الأسواق المالية في ظل العولمة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير قسم

علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2002.

74. بوكساني رشيد، معوقات أسواق أوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل

شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006-2005.

75. خاطر طارق، قوى التغيير الإستراتيجية في مجال العمل المصرفي وأثرها على أعمال البنوك

- دراسة حالة الجزائر - ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية تخصص

نقود وتمويل، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006 / 2005.

76. رحال فؤاد، تأثير تحرير تجارة الخدمات المصرفية على تنافسية البنوك التجارية- وأثرها

على القطاع المصرفي الجزائري -، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية،

تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2006/ 2005.

77. سعيد غزلان، اثر العولمة على الاستثمارات الأجنبية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير،

قسم العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامع الجزائر، 2004/2003

78. محمد زميت، النظام المصرفي الجزائري في مواجهة تحديات العولمة المالية، مذكرة مقدمة

لنيل شهادة الماجستير قسم العلوم الاقتصادية، فرع التخطيط، جامعة الجزائر، 2006/2005.

79. محمد حداد، العولمة وانعكاساتها على اقتصاديات الدول العربية " مع الإشارة إلى حالة

الجزائر ومصر " ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير تخصص نقود وتمويل،

جامعة الجزائر، 2004/2003.

80. ميلودي محمد الكريم، الجهاز المصرفي في ظل العولمة" حالة الجزائر"، مذكرة مقدمة لنيل

شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة الجزائر، 2004/2003.

3- المجالات:

81. حاج موسى نسيمية، علوي فاطمة الزهراء، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007/2008، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، العدد 8.
82. حسين عبد المطلب الاسرج، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على التجارة الخارجية للدول العربية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، دراسات اقتصادية، 2006، العدد 13.
83. صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، بسكرة، جوان 2005، العدد 2.
84. محمد بوجلال، مقاربة إسلامية للأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، العدد 6.
85. نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، 2010، العدد الثاني، المجلد 2.

4- الدراسات والتقارير:

86. احمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثارها على تنمية الدول النامية، مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع " استراتيجيات الأعمال في ظل العولمة"، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 15، 16 مارس 2005.
87. أسماء دردور، نسرين بن الزاوي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية"، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009.
88. بلعزوز بن علي، عبو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسطينة، الجزائر، ماي 2009.
89. بوعافية سمير، قريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية"، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009.

90. بوعشة مبارك، الأزمة المالية " الجذور، الأسباب والأفاق "، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009.
91. حرفوش سهام، إيمان صحراوي، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحالية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009.
92. الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13 و 14 مارس 2009 .
93. زايري بلقاسم، بلمهدي ميلود، الأزمة المالية العالمية" أسبابها وأبعادها وخصائصها "، مقدمة إلى المؤتمر حول " الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13 و 14 مارس 2009 .
94. شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول " الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010 .
95. عبد الحق بوعتروس، تحليل الأزمة المالية الراهنة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول الأزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية ، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسطينة، الجزائر، ماي 2009.
96. عبد المنعم محمد الطيب حمد النيل، العولمة وأثارها الاقتصادية على المصارف " نظرة شمولية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية الجزائرية والتحويلات الاقتصادية " واقع وتحديات "، جامعة حسيبة بن بوعلى، الشلف، الجزائر، 14، 15 ديسمبر 2004.
97. عرابة رابح، بن عوالي حنان، ماهية الأزمات المالية والأزمة المالية الحالية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسطينة، الجزائر، ماي 2009.
98. عيسى بن ناصر، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية " السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009.

99. فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية "لمحة عامة، التنبؤ الوقائي للآزمة، فرص الاستثمار المتاحة والحلول الممكنة لمواجهتها"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية "السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009.
100. فوزي عبد الرزاق، كاتية بوروبة، الأزمة المالية والبدايل المطروحة في ظل النظام الرأسمالي "رؤية مستقبلية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسطينة، الجزائر، ماي 2009.
101. لمياء عروج، الأزمة المالية الحالية "دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الأول حول الأزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسطينة، الجزائر، ماي 2009.
102. محمد احمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13 و 14 مارس 2009.
103. محمد زيدان، النظام المصرفي الجزائري وتحديات العولمة، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الوطني الأول حول النظام المصرفي الجزائري "واقع وآفاق"، جامعة قلمة، الجزائر، 5، 6 نوفمبر 2001.
104. مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية "السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009.
105. مراد ناصر، الأزمة المالية العالمية "الأسباب، الآثار وسياسات المواجهة"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية "السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 21 و 21 أكتوبر 2009.
106. مها رياض عمر عبد الله، تقويم أداء صندوق النقد الدولي في الأزمة المالية العالمية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، 1 و 2 ديسمبر 2010.
107. نور الدين جوادي، عقبة عبد اللاوي، الأزمات المالية سجال التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، الأردن، 1 و 2 ديسمبر 2010.

108. نور الدين جوادي، مقاربة نظرية حول أزمة القروض الرهن العقاري الأمريكية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، الجزائر، 28 و 29 افريل 2010.

II – المراجع باللغة الأجنبية

1. les livres:

1. Charles – Henri d'arcimoles, Jean – Yves saulquin, finance appliquée, libraire Vuibert, paris, 2006, 4^{em} édition.
2. J.-p. gourlaouen, les nouveaux instruments financiers, libraire Vuibert, Paris.
3. Louis Sabourin, Organismes économiques internationaux, la documentation française, paris.
4. Paul Krugman, Maurice Obstfeld, Economie internationaux, Pearson éducation, france, 2006.
5. Philippe Spieser, la Bourse, Vuibr, paris, 2004 , 2^{em} édition.
6. Robert FERRANDIER, Vincent Koen, Marchés de Capitaux et Techniques Financières, édition ECONOMICA, paris, 4^{em} édition, 1997.
7. Roland Portait, Patrice Poncet, finance de marché (instrument de base, produits, dérivés portefeuilles et risques), édition dollaz, paris, 2008.

III المواقع الالكترونية

1. http://www.jps-dir.com/Forum/uploads/1364/Isra_23.pdf,
le :14 /08/2011, 16:45.
2. <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/suma.pdf>,
le : 14/09/2011, 15 :38.

3. http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime_mortgage_crisis ,
le : 04/12/2011, 22 :50.
4. <http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/what-explains-comovement-in-stock-market-returns-during-the-2007-08-crisi>,
le : 05/12/2011, 10:45.
5. <http://www.epips.com/djia/2007-2009-financial-crisis.html>,
le : 27/11/2011, 22 :30.
6. على فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم، الأزمة المالية حقيقتها، أسبابها، تداعياتها وسبل العلاج الموقع الإلكتروني:
<http://boulemkahel.yolasite.com/resources> , le: 18/ 08 / 2011, 15: 30.
7. فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية، الموقع الإلكتروني :
<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/kourtel.pdf> , le 18/ 08 / 2011, 15:53
8. الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، الموقع الإلكتروني:
<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/dreldjouzi.pdf> , le: 17 /07/2011,
13:45.
9. عبد الله شحاتة، الأزمة المالية " المفهوم والأسباب "، الموقع الإلكتروني:
<http://www.pidegypt.org/download/forum-papers/14.pdf>، le: 17/09/2011,
22 :50.
10. طالب عوض، اثر التقلبات المالية على أسواق الدول النامية الموقع الإلكتروني:
[http://www.ju.edu.jo/Resources/EconomicObservatory/Research%20Output%20Files.](http://www.ju.edu.jo/Resources/EconomicObservatory/Research%20Output%20Files/) / le: 08/ 08/2011, 23 :50.
11. رفيق حلمي الأغا، سعيد مصطفى أبو مدللة، اثر الأزمة المالية العالمية على العلاقات الدولية،
الموقع الإلكتروني :
<http://boulemkahel.yolasite.com/resources/> le 14/08/2011 16:46
12. طارق ملاس، الأزمة الاقتصادية الحالية: قراءة لأهم المسببات و نظرة على أهم النتائج
الموقع الإلكتروني:
<http://knol.google.com/k/>
13. حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية " محاولة للفهم "، الموقع الإلكتروني:
<http://www.iid-alraid.com> , le : 18/08/2011, 23:30

14. حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية، الموقع الالكتروني:
<http://www.midadulqalam.info/midad/modules.php?name=News&file=article&sid=1007#a6> , le : 14/09/2011, 15 :38.

15. محمد أيمن عزت ميداني، الأزمة المالية العالمية أسبابها وتداعياتها ومنعكساتها على الاقتصاد العالمي والعربي والسوري، الموقع الالكتروني:
http://mafhoum.com/syr/articles_09/midani.pdf, le 14/07/2011, 12 :53.

16. مصطفى الفحل، الأزمة المالية العالمية، الموقع الالكتروني:
<http://www.9alam.com/forums/attachment.php?s=d1c5f0ae710bef9cbb04dd545e0b802e&attachmentid=588&d=1230290776>, le : 05/07/2011, 10 :33.

17. خالد الشيباني، استمرار انهيار الأسواق المالية العالمية رغم خطط الإنقاذ، الموقع الالكتروني:
<http://azmah.wordpress.com/category/بورصات-الأسهم/>, le : 04/12/2011, 12 :45.

18. الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد المصري، الموقع الالكتروني:

<http://knol.google.com/k> , le : 27/11/2011, 22 :15 .

19. VIKAS BAJAJ, MICHAEL M. GRYNBAUM, For Stocks, Worst Single-Day Drop in Two Decades:

<http://www.nytimes.com/2008/09/30/business/30markets.html>, le : 05/12/2011, 10:50.

20. Robert Winnett, Financial crisis: London stock exchange suffers worst fall in history:

<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/3147764/Financial-crisis-London-stock-exchange-suffers-worst-fall-in-history.html>, le : 15/08/2011, 12:55.

21. Vasily Koltashov , The crisis of the global economy:

<http://links.org.au/node/517>, le: 05/12/2011, 10:33.

22. Ioana MOLDOVAN, Stock Markets Correlation: before and during the Crisis Analysis:

<http://store.ectap.ro/articole/629.pdf>, le: 04/ 12/ 2011, 12:55.

23. كيف بدأت الأزمة المالية العالمية و مدى تأثيرها على سوق المال المصري، الموقع الإلكتروني:

<http://www.iinvest.org.eg/icons/topics.htm> le | 04/ 12/ 2011, 12: 30.

24. تراجع مؤشرات الأسهم الأمريكية، الموقع الإلكتروني:

<http://www.tahrironline.net/Pages/NewsDetails.aspx?NewsID=46974> , le :
05/12/2011, 11 :10.

25. الأسهم الأمريكية تسجل أفضل أداء أسبوعي منذ 2009، بورصة نيويورك " رويترز"، الموقع الإلكتروني:

<http://www1.youm7.com/News.asp?NewsID=545936&SecID=297>, le :
06/12/2011, 11: 15.