



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم : العلوم الاقتصادية



الموضوع

أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية
العربية- دراسة حالة عينة من الدول العربية خلال
الفترة (2003-2009)-

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص : نقود ومالية

الأستاذة المشرفة :

نوي فطيمة الزهرة

إعداد الطالبة :

رزاق حليلة

2015/.....	رقم التسجيل:
.....	تاريخ الإيداع

الموسم الجامعي: 2015/2014

شكر وتقدير

الحمد والثناء والشكر لله العلي القدير على نعمه الظاهرة والباطنة الذي بحمده تتم الصالحات

واعترافا بالفضل وتقديرا للجميل لا يسعني وأنا أنتهي من هذا العمل إلا أن أتقدم بالشكر والإمتنان

للأستاذة المشرفة "توي فطيمة الزهرة" التي لم تبخل علي بإرشاداتها ونصائحها القيمة وتوجيهاتها

المجدية وتخصيصها لجزء من وقتها لمتابعة هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر للجنة المناقشة لما بذلوه من جهد

وأخيرا وليس آخرا، من لا يشكر الناس لا يشكره الله لذلك أتقدم بأسمى معاني الشكر والعرفان والتقدير

لكل من ساهم وقدم لي المساعدة والمشورة لإتمام هذه المذكرة

فجزاهم الله عني كل خير

الإهداء

حمدا كثيرا وشكرا جزيلا لخالقي ومولاي باسط الدين بالعطايا والنعم ذو الجلال والإكرام منبع
التوفيق ميسر الأعمال الذي أنار لنا الدرب وسطر لنا الأسباب ما يكفي لقطف ثمرة الجهد والاجتهاد إلى
الحبيب المصطفى عليه أفضل الصلاة وأزكى التسليم

إلى الذي كان له الفضل في تربيتي وتعليمي ولم يبخل علي بعطفه وحنانه إلى من سعى لتوفير أحسن ظروف
الحياة لي وأوصلني إلى ما أنا عليه، إلى الذي أفقده ومن يرتعش قلبي لذكراه، يا من أودعتني لله أهديك
ثمرة جهدي هذا البحث "أبي" ووالدي رحمة الله عليك.

إلى المدسة الكبيرة في الحياة التي غمرتني بالحب وأعاتني بالدعوات إلى جدتي أطال الله في عمرها.

إلى أسمى مراتب الحب والحنان إلى من وضعت الجنة تحت أقدامها إلى التي اسمها أحلى ما نطق به لساني إلى
من سهرت من أجلي الليالي وكان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أنبل وأدق قلب في
الوجود "ماما الحبيبية"

إلى أُمِّي الثانية حبيبة قلبي من ربتي وسهرت على راحتي إلى "ماما الغالية".

إلى الذي حبه ومكانه في قلبي مهما كان بعيدا عني أبي الغالي
إلى زهرات قلبي من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فؤادي إلى أعز الناس على قلبي وسندي في
الحياة أختي الغاليتين سادة الزهرة وزوجها أخي العزيز نجيب.

إلى أعز الناس أخي الحبيب "يوسف" وإلى الشمعة التي تضيء حياتنا "جنى".

إلى رمز الجود وذخر الوجود أخوالي مسعود وكمال والشريف وعائلاتهم وإلى أحباب قلبي خالاتي
دليلة ونزيهة وعائلاتهم.

إلى حبيبتي التي تعاندي دائما "منى الحياة" أدعوا الله أن يهديها وأتمنى لها كل النجاح والتوفيق.

إلى بنات خالي وخاصة الطيبة والحنونة التي أتمنى لها السعادة في حياتها "مريم".

إلى من أدتشف معهم كأس الصداقة وكن لي إخوة دون نسب أو رضاعة:

إلى أختي وحبيبتي ورفيقة دربي وتوأم روحي إلى التي طالما رافقتني في لحظات فرحي وحزني و"رددة" وإلى
أمها وأخص بالذكر والدتها العزيزة، وإلى صاحبة القلب الطيب والبهجة التي ملأت حياتي "عبير". إلى
حبيباتي اللاتي تقاسمت معهن بهجة حياتي "لمياء" وزوجها أخي الغالي فؤاد، وإلى وصديقتي "سارة" إلى
أختي العزيزة صاحبة القلب الطيب الحنون "وداد" وإلى أعز أخواتي صديقاتي: زهرة، هناء، سلمى، مروءة

يعيش الاقتصاد العالمي بصفة عامة والأسواق المالية بصفة خاصة اضطرابات واختلالات لم يشهدها منذ أزمة الكساد العظيم عام 1929 ، حيث ألقت هذه الاضطرابات بظلالها الكثيفة على معظم دول العالم، وقد أحدثت تلك الاضطرابات حالة من الضبابية وعدم التأكد في المستقبل مما أدى إلى انهيار الثقة في الأسواق المالية عموماً وأصبحت حالة الذعر في هذه الأسواق هو العامل المشترك بين المستثمرين على مستوى العالم وقد تباين انعكاس الآثار السلبية لهذه الأزمة من بلد إلى آخر كل حسب درجة انكشافه واندماجه مع الاقتصاد العالمي.

إن الأزمة المالية العالمية عصفت ولا زالت تعصف بأكبر البلدان العالمية اقتصادياً وسياسياً وامتدت لتشمل باقي أنحاء العالم وقد تجاوزت منطقتي المعالجة الظرفية والنسبية ، وتتجاوز أيضاً منطقتي الترميم والترقيع والتداوي لأنها ببساطة أعمق وأشد وطأة.

ولم تقتصر الأزمة المالية العالمية على أسواق الولايات المتحدة الأمريكية بل تعدتها لتعصف بالبورصات العالمية وفي مقدمتها البورصات الأوروبية والآسيوية، ولم تكن البورصات العربية بمأمن منها على الرغم من حداثة نشأتها، حيث امتدت لها أزمة من خلال عدة عوامل محلية وخارجية لأن الأسواق المالية العربية شديدة الحساسية تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسية خارجية، حيث أن هناك أموال عربية ضخمة موظفة في الأسواق المالية الخارجية، وكذلك اعتماد العديد من الدول العربية على الإيرادات النفطية لتمويل النشاط الاقتصادي من العوامل الأكثر تأثيراً لامتداد الأزمة بصورة البورصة في أعمال بيع وشراء السندات وبالتالي ستترك آثارها على هذه الأسواق.

إشكالية الدراسة:

تشكل الأزمات المالية تهديدا صريحا للركائز الأساسية في أي اقتصاد ومن أهم هذه الركائز الاقتصادية هي البنوك وأسواق المال وبالتالي فإن الأزمة المالية العالمية تشكل تهديدا لجميع الأنظمة الاقتصادية ولمختلف أسواق الأوراق المالية العربية على حد سواء.

وعلى هذا الأساس تم طرح الإشكالية التالية:

➤ ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية ؟

من أجل الإجابة على الإشكالية يمكن تجزئتها إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية:

1. هل الأزمة المالية هي اختلالات تصيب الأسواق المالية ؟
2. كيف تحولت أزمة الرهن العقاري الأمريكية إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية ؟
3. هل أداء الأسواق المالية العربية تأثر بنفس الدرجة نتيجة الأزمة المالية العالمية ؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على التساؤلات الفرعية يمكن صياغة الفرضيات التالية:

1. الأزمة المالية هي اختلالات تصيب النظام المالي بما في ذلك الأسواق المالية، وسوق الصرف والبنوك وكذلك هي أزمة مديونية.
2. إن النظام المالي هو نظام عالمي له روابط قوية عبر البلدان فما كان في البدء أزمة أمريكية ما لبثت أن أصبحت أزمة عالمية.
3. إن الأزمة المالية العالمية أثرت بشكل كبير وسلبى على مؤشرات سوق الأوراق المالية في البلدان العربية وهذا التأثير تتباين حدته من بلد إلى آخر حسب انكشاف سوقها المالي على الأسواق العالمية .

أهمية الدراسة:

تحتل أسواق المال مكانة هامة في أي اقتصاد نامي أو متقدم و الحفاظ على هذه الأسواق من الأزمات المالية التي قد تتعرض لها تقع على جانب كبير من الأهمية و بالتالي جاءت هذه الدراسة لتسليط الضوء على الأزمة المالية العالمية الأخيرة و تداعياتها و الآثار المترتبة عليها و تحديدا على لأسواق المال العربية، فضلا عن تقديم مجموعة من السبل و الإجراءات التي يمكن من خلالها المحافظة على القطاع المالي والمصرفي و تحديدا الأسواق المالية العربية من مخاطر الأزمات المالية التي قد تعصف بهذا القطاع الحيوي.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى جملة من الأهداف التالية :

- ✓ محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية ، مع تحديد موقع سوق الأوراق المالية ضمن السوق المالية .
- ✓ التعرف على ماهية الأزمات المالية مع عرض التطور التاريخي للأزمات المالية.
- ✓ الكشف عن أسباب و جذور الأزمة المالية العالمية 2008.
- ✓ بيان واقع أسواق المال العربية.
- ✓ التعرف على انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية عينة الدراسة (الإمارات، عمان مصر، السودان).
- ✓ تقديم بعض الأساليب التي استعملت لمواجهة الأزمة المالية العالمية، والآليات اللازمة لتجنب الأزمات في المستقبل.

منهج الدراسة:

لدراسة الجوانب والنقاط المتعلقة بالموضوع، تم الاعتماد على:

✓ **المنهج الوصفي** في الجوانب النظرية المرتبطة بالأزمة المالية العالمية ، و الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية كفاءتها و مؤشراتها .

✓ **المنهج التاريخي**: من أجل تتبع بعض الوقائع التاريخية و التسلسلات الزمنية لبعض المراحل التاريخية للأزمات المالية و أيضا الأسواق المالية العربية.

✓ **الأسلوب التحليلي** في الكشف عن انعكاسات الأزمة المالية العالمية الأخيرة 2008 على الأسواق المالية العربية عينة الدراسة (الإمارات، عمان، مصر، السودان).

حدود الدراسة:

نتطرق في هذه الدراسة إلى تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية خلال الفترة 2003-2009 قبل وقوع الأزمة وبعد وقوعها ،حيث يتم دراسة أهم المؤشرات المالية و معدلات نموها بالتعرض إلى أربعة أسواق مالية (سوق دبي للأوراق المالية و سوق مسقط، سوق مصر، سوق الخرطوم للأوراق المالية).

أسباب اختيار الموضوع

يمكن تلخيص الأسباب والدوافع التي دفعتنا إلى اختيار هذا الموضوع فيما يلي:

✓ أهمية الأسواق المالية العربية في تفعيل التنمية الاقتصادية، وسياسة الخصخصة خاصة في السنوات الأخيرة ، يجعلنا نبحث عن إمكانية تأثير المتغيرات الخارجية عليها، كالأزمات المالية التي يمكن أن تكون عائقا لقيام الأسواق المالية العربية بتحقيق أهدافها التنموية.

✓ خطورة الأزمات المالية وخاصة أزمة الرهن العقاري التي مازال العالم إلى يومنا الحالي يعيشها تجعلنا نحاول البحث على مدى انعكاسها على البورصات العربية ، ومن ثم محاولة الوصول إلى تقديم اقتراحات للتحوط منها .

الدراسات السابقة:

دراسات باللغة العربية

1- محمد الهاشمي حجاج ،أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية ،دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية العربية الفترة 2007-2008 ،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة مرباج، ورقلة.
تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية والأزمات السابقة التي واجهتها الرأسمالية.
وقد وصلت الدراسة الى أن الأزمة المالية العالمية بأثرها على سوق الدوحة للأوراق المالية نتيجة لانخفاض مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول ،حيث كان أداء البورصة أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة .

2- رشيد بوسكاني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه دولة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر ،2006 .

تدور إشكالية البحث حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة وأوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تطويرها قصد ترابطها ،وقد قدم الباحث إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي و جعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية

العربية، و استطاع الباحث من خلال هذه الدراسة من إرساء إطار نظري ثري حول أسواق الأوراق المالية و معوقاتهما في الدول العربية.

3- عبد الغاني بن علي ، أزمة الرهن العقاري و أثرها في الأزمة المالية العالمية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، فرع تحليل اقتصادي ، جامعة دالي ابراهيم 2009-2010.

حيث تتبلور الإشكالية في دراسة طبيعة أزمة الرهن العقاري ومدى تأثيرها في الأزمة المالية العالمية وتوصل الباحث في هذه الدراسة إلى أن الأزمة المالية العالمية سببها حدوث أزمة الرهن العقاري و سببها توسع المؤسسات المالية الأمريكية في منح القروض السكنية بصورة لم يسبق لها مثيل وهذه الاضطرابات حالة من عدم التأكد في المستقبل وانهيار الثقة في العالم فالأزمة المالية العالمية هي أزمة ثقة و أزمة سيولة و أيضا أزمة أسواق المال و أيضا أزمة مديونية و عولجت هذه الأزمة بضخ السيولة من طرف البنوك المركزية.

4- حاج موسى نسيمة ، علوي فاطمة الزهراء، أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية 2007-2010، 2008.

هدفت الدراسة إلى معالجة مدى تأثير البورصات العربية بأزمة الرهن العقاري من خلال استعراض اتجاهات المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، حجم التداول، عدد الشركات للبورصات العربية مع محاولة مقارنتها مع بعض البورصات المتقدمة ومن ثم التعرف على الأسباب التي أدت إلى تراجع البورصات العربية خلال فترة الأزمة.

وتوصلت الدراسة إلى أن التراجع الذي سجلته البورصات العربية والذي قدر بنسبة 49,4 % مرتفعا جدا مقارنة بالمسجل في البورصات المتقدمة ويعود ذلك إلى سلوك القطيع وتخوف المستثمرين المحليين والأجانب.

1. Ahmad Mashal , The **Financial crisis of 2008-2009 and the Arab states Economies** , International Journal of Business Management , 2012.

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية خلال الفترة 2009-2008.

وتوصلت الدراسة إلى أن مختلف الاقتصاديات في الدول العربية قد تأثرت بالأزمة وأن هذا الأثر اختلف باختلاف طبيعة هذه الاقتصاديات ودرجة الانفتاح على الاقتصاد العالمي ويعود هذا لعوامل داخلية وأخرى خارجية وخلصت الدراسة في الأخير إلى أن هناك أثر مباشر على القطاع المالي لبعض الدول العربية نتيجة التشابك مع النظام المالي.

2. Nagy Altony, Mustafa Babiker, **Arab Capital Markets Development and Institutions**, Journal of Economic & Administrative Sciences, 2005.

والهدف من هذه الدراسة هو تقييم الكفاءة التشغيلية العربية لأسواق المال العربية خلال العقد الماضي من أجل توقع قدرتها على المنافسة في المستقبل، كما تقدم الدراسة تقديرات الكفاءة التشغيلية لأسواق المال العربية من خلال تحليل مدى نجاعتها في استخدام كل المعلومات المتاحة والموارد المالية الأخرى لتوليد الأرباح.

وتشير النتائج إلى أن الزيادات الصغيرة في نوعية المؤسسات تؤدي إلى تحسينات كبيرة في كفاءة سوق الأوراق المالية، وعلى وجه الخصوص فإن أهم المتغيرات المؤثرة على الكفاءة التشغيلية في الدول العربية نجد الرقابة على السوق وبيئة الاقتصاد الكلي، وتطوير المؤسسات إلا أنه تبقى أسواق الدول العربية أقل كفاءة من أسواق المال للدول المتقدمة.

وهناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الأزمات المالية ، وركزت أغلبها على أزمة 1929 و أزمة دول جنوب شرق آسيا ، كما اهتمت دراسات أخرى بالأسواق المالية العربية وركزت معظمها على خصائص هذه الأسواق و معوقاتهما ، وبالتالي نلاحظ قلة الدراسات التي تربط بين الأزمات و الأسواق المالية العربية و خاصة الأزمة المالية العالمية و أثرها على أسواق المال العربية و أيضا دراسة الحالة تشمل أربعة دول عربية عينة الدراسة كل حسب درجة انفتاحها على العالم.

هيكل الدراسة:

تبعاً للأهداف المتوخاة من البحث ولمعالجة أسئلة الدراسة و لاختبار الفرضيات، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، تسبقهم المقدمة تشمل موضوع البحث و اشكاليته ، وتعقبهم الخاتمة التي تتضمن تلخيص عام لموضوع الدراسة وللنتائج المتوصل إليها، وفي الأخير سيتم تقديم بعض الاقتراحات بناء على النتائج المتوصل إليها وكانت تقسيمات فصول الدراسة كما يلي:

الفصل الأول:

الذي جاء بعنوان الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية حيث تناولنا في المبحث الأول للأسواق المالية بصفة عامة و كذلك تعريف وبنية سوق الأوراق المالية ،ثم تطرقنا في المبحث الثاني لوظائف سوق الأوراق المالية، الأدوات و التنظيم ثم تناولنا كفاءة سوق الأوراق المالية ، مؤشرات و مقومات نجاح هذه الأسواق في المبحث الثالث .

أما الفصل الثاني:

خصصناه لدراسة الأزمة المالية العالمية حيث تطرقنا في المبحث الأول لمفاهيم عامة حول الأزمات المالية مع أهم النماذج لهذه الأزمات، و في المبحث الثاني تطرقنا إلى جذور و أسباب الأزمة المالية العالمية

،وفي المبحث الثالث تناولنا أهم تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأمريكي و الاقتصاد العالمي و كذلك تداعيات الأزمة المالية العالمية .

والفصل الثالث:

جاء تحت عنوان انعكاسات الأزمة المالية على أسواق المال العربية -دراسة حالة لعينة من البلدان العربية للمدة 2003-2009 حيث تطرقنا في المبحث الأول لأسواق المال العربية ،واقعها ودوافع انجازها أما المبحث الثاني درسنا فيه انعكاسات الأزمة على الأسواق التالية (سوق دبي، مسقط، مصر، الخرطوم) وفي المبحث الثالث تناولنا سلبيات ومعوقات الأسواق المال العربية أهم الحلول العربية لمواجهة الأزمة المالية العالمية.

تمهيد

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل المجالات الاقتصادية، الصناعية و الاجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، حيث حظيت باهتمام بالغ على جميع المستويات و ذلك نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق نمو اقتصادي أمثل.

و أحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فإذا كانت هذه السوق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها و سيولتها، فسينعكس ذلك ايجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، و يتم تحقيق ذلك من خلال الجمع بين المدخرين و الجهات التي تقوم باستثمار الأموال، و بذلك احتلت هذه السوق مكانة هامة في اقتصاديات معظم الدول، و حظيت باهتمام كبير و خاصة من طرف الحكومات و المستثمرين.

و في هذا الفصل سوف نحاول إعطاء مفاهيم أساسية لفهم و تحليل أسواق الأوراق المالية و ذلك من

خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية، الأدوات و التنظيم.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية المؤشرات، و مقومات النجاح.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية و على وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها و تطورها، و التي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد، و تعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستقلة بالإضافة إلى الدور الحيوي و المهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزا في السيولة النقدية.

المطلب الأول: الأسواق المالية

ظهرت الأسواق المالية نتيجة تراكم رأس المال و زيادة التعاملات بين الأفراد سواء كان محليا أو دوليا، و ارتبطت نشأتها بتزايد أهمية القروض، حيث أصبح تطور أي اقتصاد يقاس بمدى نشاط سوقه المالي، و في هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم السوق المالية و مختلف أنواعها بالإضافة إلى الشروط الملائمة لتكوينها و عوامل نجاحها.

الفرع الأول: تعريف السوق المالي

تعددت تعريفات السوق المالي إلا أنها تنصب في نفس المعنى و يعرف سوق المال على النحو التالي:

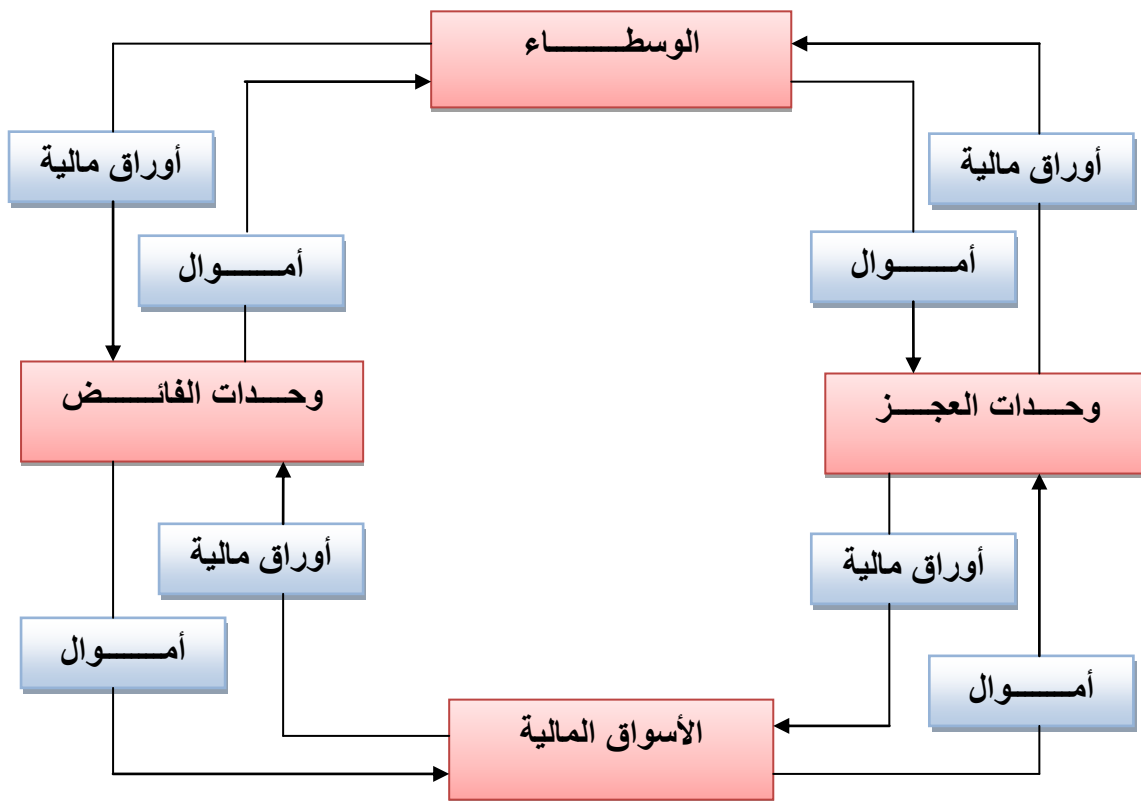
يمكن النظر إلى السوق المالي على أنه المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في اقتراضها (المدخرين)، و الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، و من ثم تنشأ و تتداول داخل إطاره التنظيمي (الأصول المالية) (الشناوي، مبارك، ص 117).

كما يمكن تعريفه بأنه المجال الذي تعمل فيه المؤسسات المالية و المؤسسات غير المالية، و هي منشآت وسيطة بين طائفتين هي الوحدات الاقتصادية في المجتمع، و تعرف الوحدات الاقتصادية على أنها وحدة استلام الدخل و التصرف فيه (أبو الفتوح، 2001، ص 9).

يعرف السوق المالي بأنه "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، و لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه (مطر، 2006، ص، ص 164، 165).

و عليه فإن مفهوم السوق المالي طبقاً للمفاهيم السابقة، تحقق مزايا لكل من وحدات الفائض و وحدات العجز، و هذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (1-1): السوق المالية و المؤسسات العاملة بها.



المصدر: عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي، دار صفاء، عمان، 2012، ص 165.

يتضح من الشكل أن السوق المالية تقدم خدمات إلى الوحدات التي تعاني من عجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها و بكلفة أقل، أما بالنسبة للوحدات التي لديها فائض فإنها تستفيد من آلية

السوق، و عليه فإن الأسواق المالية تسمح بتوفير أرضية للعرض و الطلب على الأموال، حيث تتاح العديد من الفرص الاستثمارية المتنوعة أمام المدخرات للمساهمة في إنشاء الكثير من شركات المساهمة أو توسيع القائمة منها.

و خلاصة القول أن السوق يقوم على ثلاثة أركان أساسية هم أصحاب الفائض وأصحاب العجز و فئة الوسطاء.

الفرع الثاني: الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية

يتطلب إنشاء سوق مالي توفر عدة شروط يمكن إجمالها في الآتي (سلطان، 2010، ص 6):

- ✓ زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة بحيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد و تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم.
- ✓ تحويل المدخرات إلى استثمارات: حيث تعتبر السوق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمععة إلى استثمارات، و ذلك لكون هذا السوق مجالا لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال المؤسسات.
- ✓ إنشاء بورصات للأوراق المالية: حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار و الاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث يلعب كلا من القطاع العام و القطاع الخاص دوره في هذا الشأن.
- ✓ الاهتمام بوسائل الإعلام و مراقبتها: تكوين الشركات و طرح الأسهم و السندات لا بد أن يكون مصحوب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر و مدخر الفرصة التي قد يحتاج لتوظيف أمواله و لا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المستثمرين و حتى تكون هذه الإعلانات ذات صبغة جدية.

الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية.

يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق داخل السوق المالي هما:

- أسواق النقد.

- أسواق رأس المال.

أولاً: سوق النقد:

لقد تعددت تعاريف سوق النقد سنحاول ذكر أهمها:

- وهو الشق الثاني للسوق المال و يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل و ذلك من خلال السماسرة و البنوك التجارية و بعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق (حنفي، قرياقص، ص 8).

- السوق النقدي هي أساسا سوق للقروض قصيرة الأجل (شهاب، 2000، ص 137).

- هي السوق التي تتعامل في القروض قصيرة الأجل مثل أذون الخزانة في حالة التضخم أي وجود كميات وافرة من السيولة في السوق دون استثمار (زويل، 2000، ص 26).

و يتصف السوق النقدي بعدد من الخصائص أهمها (صافي، البكري، 2009، ص 31):

- أدوات الاستثمار المستخدمة في هذه الأسواق تعتبر عالية السيولة.
- يمثل هذا السوق سوق ادخار.
- يتميز السوق بسرعة إنجاز معاملات البيع و الشراء.
- سعر الفائدة على الأوراق المالية المتداولة قد تكون فيه عادة منخفضة.
- كما يتميز السوق بالمرونة العالية و السيولة العالية لأدوات الاستثمار المستخدمة فيه فهي لا تتجاوز السنة، و انخفاض درجة المخاطرة (فرق، سالمي، 2007، ص 10).

ثانياً: سوق رأس المال

هي السوق التي تتعامل في الأوراق المالية المتوسطة و طويلة الأجل على أن تسلم بعد انجاز الصفقة مباشرة، لذا كانت هذه الأسواق فورية، أو أن تسلم من خلال العقود و اتفاقيات تنفذ في تاريخ لاحق و ذلك في حالة أسواق رأس المال الآجلة التي تطلق عليها أسواق عقود المستقبل و من أهم وظائف هذه السوق القيام بعملية التوسط بين الأموال المعروضة و الطلب التجاري عليها بما يحقق التوازن الاقتصادي و المالي في المكان المعين (النقاش، 2009، ص ص 162 ، 163).

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية النشأة، التطور و التعريف

بعد التعرف على السوق المالي و مختلف أنواعه و الدور الذي تلعبه في الحياة الاقتصادية، نحاول التطرق على سوق الأوراق المالية و الذي يحتل موقعا مهما على خريطة السوق المالية لماله من أهمية بالغة في التطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية:

يرجع نشأة الأوراق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء (marcaterim collegin) في القرن الخامس قبل الميلاد. و كذلك أنشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا و كانت هناك أسواق عرب في الجاهلية، حيث كانت لقريش رحلات تجارية شتوية إلى اليمن، وصيفية إلى الشام، كما كان هناك حي للتجار في المدن الكبرى يسمونه بازار (BAZAR) يعرض فيها التجار أمتعتهم و يتفقون فيها على الأسواق (عبد العظيم، 2012، ص 12).

أما البورصات ففي نهاية القرن الثالث عشر ميلادي بدأت بيوت التجارة و الصرافة بالهجرة من إيطاليا إلى بلاد الفلندر ببلاد الفلمنك، و أقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن و المراكز التجارية

العالمية في ذلك الحين و هي مدينة بروج (Bruge) البلجيكية. و أصبح هذا المكان مهبطا للتجار و رجال الأعمال، ففي عام 1300 أقيمت بورصة في مدينة بروج، و احتفظت بمركز الصدارة في المال و التجارة إلى سنة 1485، إلى أن أقيمت بورصة أنفرس الفلندرية (Amcers)، حيث تم توسيعها عام 1531 فاستوعبت التجارة في كل مكان (نبيه، 2012، ص 17).

و تعود البدايات الأولى لظهور و تشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي عرفت باسم البورصات، ثم تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منظمة لحركة و تداول رؤوس الأموال، فكانت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا عام 1724 م و في بريطانيا بأوائل القرن التاسع عشر، أما الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة عام 1821 في شارع وول ستريت (السيبي، 2003، ص 6).

الفرع الثاني: مراحل تطور سوق الأوراق المالية:

لم تنشأ أسواق الأوراق المالية بأنظمتها و هيكلها و إدارتها الحالية بصورة فجائية، بل مرت بمراحل يمكن عرضها كما يلي (بن عزوز، 2011، ص 18):

• مرحلة إنشاء بورصات البضائع:

أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304، و بعد ذلك أنشأت بورصة أمستردام للبضائع عام 1608 م فكانت مركز السوق الآجلة للبضائع.

• مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

بدأت في فرنسا في القرن 13 تداول الكمبيالات و السحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول و في إنجلترا سنة 1688 م كان التعامل يتم في سندات الائتمان، و كذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست في سنة 1599 م.

- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي و على قارعة الطريق:

بعد خروج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع، بدأوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع و المقاهي في الأيام الباردة و الممطرة.

- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها و أنظمتها:

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد و تطور الصناعة و زيادة الدخول من ناحية، و رواج التعامل بالأوراق المالية من ناحية أخرى، دفع لقيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، و ضرورة تطور نظمها و أساليب التعامل فيها و من البورصات المشهورة في العالم، و التي استقلت بنظمها و ميادينها في وقت مبكر، بورصة لندن، نيويورك و طوكيو.

الفرع الثالث: تعريف سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعريف لسوق الأوراق المالية نستعرض منها ما يلي:

- هي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، حيث يلتقي فيها طالبوا و عارضوا الأموال، فمن أجل تغطية و سد الحاجة للتمويل تقوم الدولة، الجماعات العمومية و المؤسسات بإصدار أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم و سندات) للحصول على مقابل من قبل الأعوان الاقتصاديين الذين يتميزون بفائض مالي، يوجد له في السوق المالي التوظيف المناسب له (BARREAU, Delahaye 1995, P 85).
- السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل و هي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها عن السنة (كروش، 2014، ص 61).
- يمكن تعريف سوق الأوراق المالية وظيفيا بأنه السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية، و الأسهم الممتازة و السندات، و هو بهذا يمثل الحيز أو الإطار الذي يجمع بائع

الورقة المالية بمشتريها، أيا كانت وسيلة هذا الجمع أو مكان التقاء طرفي هذه العلاقة، ما دام هذا الحيز أو الإطار يوفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في هذه السوق، بحيث توحد هذه القنوات الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية لأية ورقة مالية متداولة في السوق (العقلا، 2007، ص 8).

من خلال المفاهيم السابقة يمكن استنتاج العناصر الأساسية لسوق الأوراق المالية و هي:

- الأوراق المالية: و تمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق.
- المتعاملون: و هم البائعون و المشترين و المؤسسات و الهيئات و الشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- المعلومات: و تمثل محركات و مؤشرات اتخاذ قرارات الشراء و البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية لمعرفة المستثمرين الحاليين و المرتقبين.

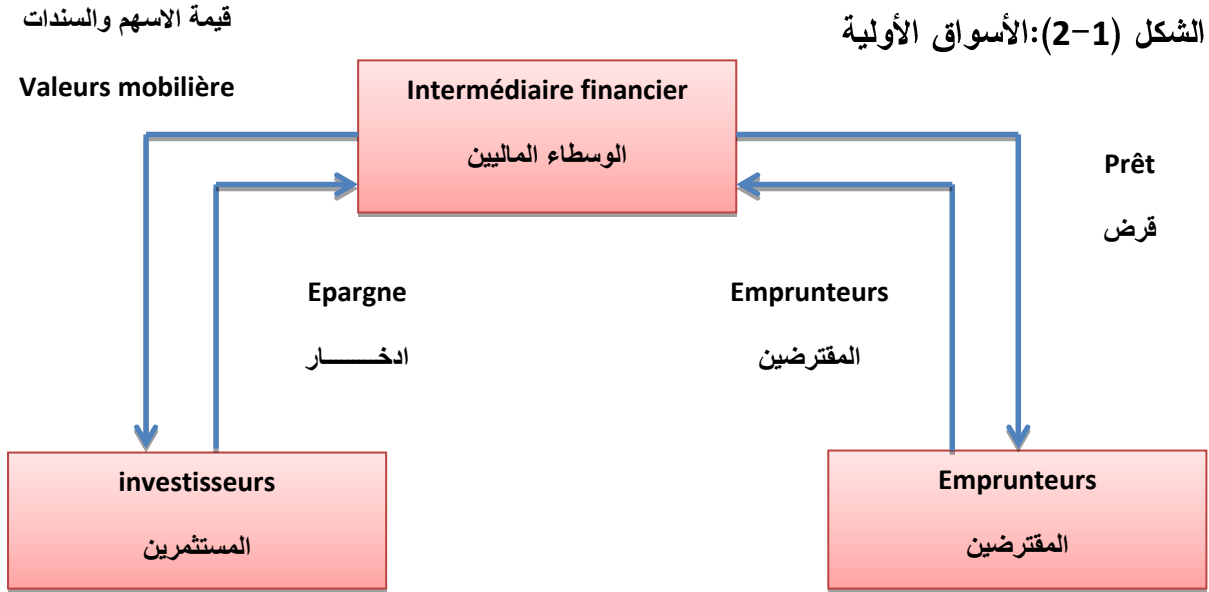
المطلب الثالث: بنية سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق ثانوي و يسمى سوق التداول، و كلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية و يتوقف كل منهما على الآخر، فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، و تنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة، حيث جاء هذا المطلب ليبرز أقسام و بنية سوق الأوراق المالية من خلال تسليط الضوء على السوق الأولية، السوق الثانوية.

الفرع الأول: السوق الأولية

و هي سوق الإصدارات الجديدة، حيث تسمح هذه السوق للأعوان الاقتصاديين بالتزود بالأموال الضرورية لتمويل مشروعاتهم الاستثمارية، فهذا السوق يؤدي دور الوساطة بين المستثمرين و المقترضين حيث تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية و بين المكتتب لها (Ramage,2002, P26).

و تعرف أيضا على أنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة و تختص بتأسيس الشركات أو التوسع في رأسمالها في صورة أوراق مالية (أحمد، 2005، ص 22).



المصدر: pierre ramage, le marche financière, édition d'organisation, paris, 2002, p 27.

الفرع الثاني: السوق الثانوية

السوق الثانوية و التي يطلق عليها سوق التداول و هي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل و التي سبق إصدارها بالسوق الأولي، سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة يطلق على هذا السوق بالبورصة (مطوع، 2001، ص 74).

قد يتخذ السوق الثانوي شكلين هما:

أولاً: الأسواق المنظمة:

و يطلق عليها بورصة الأوراق المالية، حيث تتميز هذه الأسواق بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع و الشراء و تكون الأوراق المالية المتداولة فيه مسجلة و مستوفاة لشروط التداول (هندي،

1999، ص 288).

ثانياً: الأسواق غير المنظمة

يطلق على التعامل بالأوراق المالية التي يجري تنفيذها خارج السوق المنظمة، و ليس هناك مكان معين للتداول لإجراء التعامل، إذ أن تنفيذ العمليات يتم من خلال الوسطاء و سمسرة الأوراق المالية المزودين بشبكة من الاتصالات السريعة و بالشكل الذي يجعل المستثمر يختار أفضل الأسعار (العيساوي، 2012، ص 164 ، 165).

و تحتوي السوق غير المنظمة على سوقين:

1- الأسواق الثالثة

و هي جزء من الأسواق غير المنظمة و تتم فيها عمليات البيع و الشراء الكبيرة من خلال سمسرة غير أعضاء في السوق المنظمة لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبياً، و تضم بيوت السمسرة و المتعاملين في الأوراق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع و الشراء بأي كمية و في أي وقت و عادة ما تكون الصفقات الشركات نفسها (العيساوي، 2012، ص 165).

2- الأسواق الرابعة

و هي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى و بين المستثمرين و التي يكون الهدف منها استبعاد السمسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى (عبيد، 2004، ص 73).

المبحث الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية، الأدوات و التنظيم

إن سوق الأوراق المالية هو طريقة لتمويل المنشآت الجديدة أو تلك التي ترغب في تطوير نشاطها و تمويل خططها التوسعية، و لذلك أن سوق الأوراق المالية على غرار الأسواق الأخرى فإن لها مكان معين و نوع خاص من السلع، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملين كالمستثمرين السماسرة و الوسطاء من خلال إصدار أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو أي نوع من الأوراق التي كان التطور المالي سببا في ظهورها.

المطلب الأول: وظائف و خصائص سوق الأوراق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية و المالية دور مزدوج في تعبئة الموارد المالية في المجتمع، وضخها في التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى، كما أن لها خصائص تميزها عن باقي الأسواق.

الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية

تؤدي أسواق الأوراق المالية وظيفتها التمويلية و الاستثمارية بشكل عام من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية أو من قبل الذين لديهم فائض مالي إلى الذين لديهم عجز مالي (الحمزة، 2010، ص 10).

و قد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات و حاجات المتعاملين، و من ثم أصبحت ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية بين الأفراد و الشركات، هذا و تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى العرض و الطلب و تتبع الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات و المبادلات (الحمزة، 2010، ص 10).

و بشكل أكثر تفصيلا يمكن حصر أهم وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي (السيد، 2000، ص ص37 ، 38):

- حشد المدخرات المالية باتجاه خلق الاستثمارات المالية و زيادة الإنتاج.
- توفير السيولة السريعة للمستثمرين عن طريق تسيير سبل البيع و الشراء بين المتعاملين كافة و المحافظة على قدر معين من السيولة.
- مؤشر لقوة أو ضعف الاقتصاد القومي.
- إيجاد سوق مستمرة من خلال إيجاد مشتريين و بائعين دائمين.
- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المستثمرين.
- المساعدة على التنبؤ باتجاهات الأسعار و حجم الإنتاج في المستقبل.
- نشر الوعي المالي و الاستثماري حيث تقوم الشركات مصدرة الأوراق المالية في وسائل الإعلام و إعلانها للجمهور بشكل دوري و مستمر تحقيقا للإفصاح و الشفافية اللازمة لعمل قوي للسوق الحرة و ظروف المنافسة التامة (عبد العظيم، 2012، ص 41).

الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى مذكر منها (بوسكاني، 2005،

ص 46):

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين.
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، و تكتب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

- يتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة و بإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصة للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة و ممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، و بالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة و المخاطرة.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم الأدوات المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي أدوات مالية تعكس الملكية و أدوات مالية تعكس المديونية، بالإضافة إلى المشتقات، و هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل ذات فترة استحقاق أكبر من سنة أو التي يتم إصدارها بدون فترة استحقاق، كما تتصف بأن الاستثمار فيها يتضمن درجة مخاطرة أعلى من أدوات السوق النقدي، و ذلك لتذبذب أسعارها في السوق، مما يعرض المستثمرين في هذه الأدوات المالية لخطر الخسائر الرأسمالية.

الفرع الأول: الأسهم

تعد الأسهم أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، كما أن هناك العديد من التصنيفات للأسهم، و تتميز بعدة خصائص و مزايا تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى.

أولاً: تعريف السهم

صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة و يعطي للمساهم ليمثل حصة في رأس مال الشركة (مطر، 2006، ص 210).

يتمتع حامل السهم بالحصول على عائد سنوي نتيجة استثماره هذا، و هذا العائد قد يختلف من سنة إلى أخرى حسب أرباح الشركة أو خسائرها (الهندي، الناشر، 2000، ص 40).

ثانياً: القيم المختلفة للسهم

للسهم أكثر من قيمة مالية، حيث سنوجز هذه القيم فيما يلي (زويل، 2000، ص ص48 ، 49):

- القيم الاسمية: و هي القيمة التي يتم بها الإصدار و تكون مدونة في عقد التأسيس.
- القيم الدفترية: و هي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي كما أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية، فهي تحسب بقسمة إجمالي حقوق المساهمين (مجموع رأس المال المساهم و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم المصدرة، و بذلك فهي تعتبر مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم.
- القيم السوقية: و هي عبارة عن سعر السهم في سوق الأوراق المالية و هذه القيمة تتغير بناء على عوامل مختلفة من العوائد التي تحققها الشركة و التوزيعات.
- القيمة الحقيقية أو القيمة العادلة: و هي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.

ثالثاً: خصائص الأسهم

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، و من أهم الخصائص ما يلي (البكري، الصافي، 2009، ص 122):

- القابلية للتداول: تعطي الأسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، إذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى، بشكل جزئي و محدد فإن الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.
- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدار شركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة، و لا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

- **المسؤولية المحددة للمساهم:** المسؤولية للمساهم تكون محدودة في الشركة بقدر المساهمة و المشاركة فقط لهذا المساهم كحصة من رأس المال أو الملكية للشركة.
- **تقادم حق المساهم:** لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام و ذلك طالما أن الشركة المهذرة قائمة، و يبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ و ينتقل فيه حق المساهم في حق الملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم و دفع رأس المال.

رابعاً: أنواع الأسهم

تأخذ الأسهم عدت أنواع و أشكال نميز نوعين منها فيما يلي:

1- الأسهم العادية:

السهم العادي يمثل جزء من ملكية الشركة المصدرة للسهم، فأى مستثمر يشتري أسهما فإنه يعتبر مالكا بقدر قيمة الأسهم، و عائد هذه الأسهم يخضع لما تحققه الشركة من أرباح و خسائر (عبيد، 2004، ص 56).

1-1- تعريف السهم العادي

السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوق و واجبات متساوية لمالكيها، و تطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، و يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية (هوشيار، 2003، ص 95).

1-2- حقوق حملة الأسهم العادية

تحول الأسهم العادية لحاملها مجموعة من الحقوق التالية (عطون، 2003، ص 82 - 85):

- تعطي لحاملها حق التصويت و الاشتراك في الجمعيات العمومية باعتبارهم هم أصحاب المشروع و مالكيه.
- تعطي لحاملها حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال.

- تعطي لحاملها حق الاطلاع على المركز المالي للشركة و كافة السياسات و القراءات المتعلقة بوضعية الشركة و تسيير شؤونها.

- تعطي لحاملها حق نقل الملكية (البيع) دون الرجوع للشركة.

1-3- مستجدات الأسهم العادية:

و يقصد بالمستجدات المستحدثات في الأسهم و تتمثل هذه الأخيرة فيما يلي (عبيد، 2004، ص 56):

الأسهم العادية بوفرات ضريبية: ظهر هذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية، و تباع للعاملين في الشركة، و تمنح الشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة قبل حساب الضريبة عكس ما هو عليه الحال في الأسهم العادية الأخرى.

الأسهم العادية المضمونة: ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية، تمنح لحاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة بالتعويض إذا أخفضت القيمة السوقية للسهم عند حد معين خلال مدة محددة بعد الإصدار.

الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: في الأصل إن المنشأة الواحدة لها مجموعة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل، و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية حيث يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة للشركة.

2- الأسهم الممتازة

إن السهم الممتاز يقع في منطقة الوسط بين الأسهم العادية و السندات من حيث الدخل أو من حيث النصيب في حالة تصفية الشركة.

2-1- تعريف السهم الممتاز

يمثل جزء من رأس مال الشركة، و العائد يتوقف على تحقيق الشركة أرباحا و الامتياز يأتي من حق الأولوية لحملة الأسهم الممتازة في الحصول على الأرباح الموزعة قبل حملة الأسهم الأخرى (صبري، 2009، ص 206).

2-2- حقوق حملة الأسهم الممتازة

إن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية من حيث أن حصول أصحابها على العائد يتوقف على وجود الأرباح و أيضا اتخاذ القرار بتوزيعها، لكنها تختلف عنها من حيث (الحمزة، 2010، ص ص 23، 24):

- لحاملها حق الأولوية في الحصول على الأرباح.
- لحاملها حق الأولوية عند تصفية الشركة و تستوفى قيمة الأسهم الممتازة بالأولوية على حملة الأسهم العادية.
- لا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم.
- لحاملها حق الأولوية في الاكتساب في أسهم الشركة عند تقرير زيادة رأس مال.

الفرع الثاني: السندات

تعتبر السندات من أهم الأوراق المالية المتعارف عليها و المتداولة في سوق الأوراق المالية، و تعتبر مصدر أساسي للتمويل للعديد من الجهات سواء كانت شركات أو مؤسسات و حتى الحكومات التي تقوم بإصدار السندات.

أولا: تعريف السندات

السندات أداة مديونية ذات صفة مالية قابلة للتداول، لحاملها الحق في الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق (عزمي، 2004، ص 86).

ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة تطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض و فوائده وفقا لشروط الإصدار (مطر، 2006، ص 220).

ثانيا: خصائص السندات

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها (البكري، صافي، 2009، ص 108):

السندات أداة دين: يرتب السند لحامله عن الشركة المصدرة حق دائنيه، يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء عن أرباح الشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس.

السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، و السند في ثبات دخله يشبه السهم الممتاز.

محدودية الأجل: دائما يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه، و يسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار و يعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، و كذلك السعر السوقي له.

قابلية السند للتداول: و هذه الخاصية تشبه خاصية تداول السهم، خاصية التداول هذه تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي (بلجيبية، 2009، ص 18).

ثالثا: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة لكننا سنقتصر على بعض الأنواع و هي

كالآتي (عصران، 2010، ص 239):

السندات المضمونة: و هي سندات صادرة بقيمة اسمية تكتتب بفائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة.

السندات القابلة للتحويل: و هي تعطي لحاملها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر معين و خلال مدة معينة.
 سندات محلية: و هي سندات تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.
 سندات دولية: و هي سندات تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين.
 سندات متوسطة و طويلة الأجل: و هي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام و تعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال، و تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة أو متوسطة الأجل و من الأمثلة عليها السندات العقارية.

سندات حكومية: تصدرها الحكومة أو هيئاتها تتراوح مدتها من سنة إلى ثلاثين سنة تتميز بأنها خالية من المخاطر و تنتج بدرجة عالية من السيولة و ذات قابلية تسويقية عالية.

الفرع الثالث: المشتقات المالية

يقصد بالمشتقات المالية أن هناك ما يتم اشتقاقه من الأصل، و المقصود هنا بالمشتقات أنها اشتقت من الأوراق المالية الأساسية، و لذلك فهي ليست أوراق مالية إنما عقود نابعة من الأوراق المالية.

أولاً: تعريف المشتقات

عرفت المشتقات بأنها " أية ورقة مالية تشتق قيمتها من ثمن أصل آخر يكون محلاً للتعاقد" (بلعزوز و آخرون، 2013، ص 79).

"هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو سلعة أو عملات أجنبية، و التي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة هذه الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد و على خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده و ليس هناك عائد مستحق على الاستثمار و تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض و تشمل إدارة المخاطر، و المراجعة بين الأسواق و أخيراً المضاربة" (رضوان، 2005، ص 60 ، 61).

ثانياً: أنواع المشتقات المالية

تتعدد المشتقات المالية لكن أكثرها في سوق الأوراق المالية ثلاث هي:

- عقود الخيار.
- العقود المستقبلية.
- عقود المبادلات.

1- عقود الخيار

هو عقد بين طرفين يعطي لحامله الحق لشراء أو لبيع أوراق مالية معينة، بسعر معين و لأجل معين و يسمى الخيار الذي يعطى لمالكه الحق في الشراء بخيار الشراء، في حين يطلق على الخيار الذي يعطى لمالكه الحق في بيع الأصل محل الخيار خيار البيع، و يمكن التمييز بين الخيار الأمريكي و الخيار الأوروبي، عقد الالتزام بممارسة الحق في تاريخ معين فإن ذلك يتبع عقود الخيار الأوروبية، بينما إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال فترة معينة، فإن ذلك يتبع نموذج عقود الخيار الأمريكية (اليساوي، 2012، ص 174).

إن عقد الاختيار في بورصة الأوراق المالية يتكون من ثلاث أطراف: بائع الاختيار، و مشتري الاختيار و غرفة المقاصة بيت السمسرة الذي يضمن وفاء الطرفين بتعهداتهم و التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع و المشتري (بلعزوز و آخرون، 2013، ص 99).

2- العقود المستقبلية

هي التزام بين طرفين على شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد و بتاريخ مستقبلي حيث يتم التسليم و الاستلام في تاريخ مستقبلي، و يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، و من أجل جعل التداول ممكناً تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، و نظراً لأن طرفي العقد فد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضماناً بأن العقد سوف يحترم (جودة، 2000، ص

3- عقود المبادلات

هي التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي (أو أصل معين) يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر بالسعر الحالي و بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق (خميسي، 2009، ص 8).

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بتشجيع الادخار و تنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد و التعامل مع وحدات العجز و الفائض عبر آليات بيع و شراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي تشتغل به سوق الأوراق المالية و لتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية سوف نتطرق إلى العناصر التالية:

- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية.

- المتعاملون.

- شروط الدخول إلى البورصة.

الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة، و ذلك داخل قاعة للتعامل عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، و ذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل لتغير الأسعار - كلما كان ضروريا - و تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، و تتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات و الكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها و غيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين (سعد، 1998، ص 29).

من خلال ما يبق يتضح أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:

أولاً: قاعة التداول: و هو المكان المخصص للتداول.

ثانياً: الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة:

و هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، و يمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، و يمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة، فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناعات السوق و موجهوه، فهم المحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها، و بالتالي فالوسيط يعتبر أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة (الخصيري، 2001، ص 55).

كما يقدم الوسيط النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القومية، و يوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع كم خلال النصائح و المشورة و الرأي و الرؤية المستقبلية فيها يتصل بالسوق ككل، و من هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، و كذلك بالدوافع و الأسباب التي تكمن وراء تقلباته، و أن يكونوا ملمين بقواعده و توازناته من خلال التحصيل العلمي و الخبرة المكتسبة في مجال سوق المال (الخصيري، 2001، ص 56).

ثالثاً: طرق التداول بسوق الأوراق المالية

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع و المشتري عن طريق الوسيط بإحدى

الطريقتين (سعد، 1998، ص 30):

1- طريقة المفاوضة: و في هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع و أسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، و يتم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، و تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

2- طريقة المزايمة: و في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، هذا و يتم الإعلان عن الأسعار علنا، و ينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، و التي يتم تسويتها بالتسليم و التسلم الفعلي، و تظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

الفرع الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

أولاً: تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع و شراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، و الذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع و الشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية (بن عزوز، 2011، ص 50):

1- المضاربون المحترفون:

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق و تخطيط عملياته، و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي و الاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2- المضاربون الهواة:

و هم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، و لا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية و الصعودية لأسعار الأسهم، و عادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

3- المتآمرون:

تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار و توجيه السوق صعودا و هبوطا بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض و الطلب العاديين، و يتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، و يستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

و للمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.
- العمل على موازنة الأسعار و عدم تقلبها.
- التشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

4- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي، و يهدف إلى السيطرة على الشركة و إدارتها من خلال تملك عدد كافي من الأسهم، و يكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.
- المستثمر العادي، و يهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

ثانياً: تصنيف المتعاملون إلى عارضين و طالبيين

يلاحظ من التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية أنه تجاهل الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار، و عليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين و الطالبيين لرأس المال.

1- العارضون لرأس المال:

و هم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، و يريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، و على العموم ينقسم عارضوا رؤوس الأموال إلى فئتين (زويد، 2000، ص 51).

- الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي و هو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق و تتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها بالتناظر و عدم التجانس.

- الفئة الثانية: تضم البنوك و شركات التأمين و صناديق الإيداع و للادخار و صناديق الاستثمار و من أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

و مما سبق يتضح أن الفئة الثانية مفضلة عن الفئة الأولى للأسباب التالية:

- محرك السوق و منعشها.
- يجمع و يعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.
- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة و مستمرة.
- يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم و يقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

2- الطالبون لرؤوس الأموال:

و يقصد بالطالبيين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية و يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية و التجارية، و الشركات التي تصدر السندات بهدف ترقية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية (نبيه، 2012، ص 145).

بالإضافة للعارضين و الطالبيين يوجد الوسطاء الماليون، و هم صناع و محركو السوق و يمكن تقسيمهم إلى (السيبي، 2003، ص 95):

- السماسرة و وكلاء التبادل.
- صناديق الاستثمار: هي محفظة من الأوراق المالية المنوعة تعمل على تقليل المخاطر بالمقارنة بالاستثمار في الأوراق المالية الفردية.
- المحكومون و المراقبون: يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة و الوسطاء المندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم و بين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.

الفرع الثالث: شروط الدخول إلى البورصة

تتطلب عملية دخول الشركات و المؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط منها ما يتعلق بالجانب المالي و منها ما يتعلق بالجانب القانوني، و ما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، و من بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة، و يمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية (بن دحان، 2012، ص 7):

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25%، حيث تطرح النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية و ذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.
- أن يكون قد مر على تأسيسها و نشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.
- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع تنويع الأرباح خلالهما.
- تكوين ملف الدخل و إيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، و تقديم نشاط المؤسسة و آفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخل إلى سوق الأوراق المالية.
- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية، المؤشرات ومقومات النجاح

يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتداولها في السوق المالي بالدرجة الأولى على الإفصاح عن البيانات والمعلومات الخاصة بجميع الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية فالعنصر الرئيسي في تحديد أسعار الأوراق المالية هو دقة البيانات والمعلومات المنشورة التي تؤثر كثيرا على قرارات المستثمرين، وأي خلل في هذه البيانات قد يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق المالي وينعكس بصورة مباشرة على تدهور الاسعار، وانطلاقا من أهمية كفاءة سوق الأوراق المالية في تحقيق الكفاءة الاقتصادية سنحاول من خلال هذا المبحث إلى التطرق إلى الجوانب المختلفة لهذا المفهوم.

المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية

أضحى قيام أسواق الأوراق المالية ضروريا وخاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم التي تقع في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التداول فيها حتى تتصف هذه السوق بالكفاءة.

الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

عرفها PAUL Samuelson أنه في ظل السوق الكفؤة تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة وبخاصة الأسهم، كل المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت هذه الأوراق سواء تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الاعلام أو في تحاليل وتقارير مراكز الدراسات والبحوث الاقتصادية عن الأوضاع الاقتصادية العامة المؤثرة على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية (حسين، 2008، صص 30، 31).

كما يمكن تعريف السوق الكفاء بأنها تلك السوق التي تعكس فيها أسعار الأسهم المتداولة كافة المعلومات المتاحة ذات التأثير على أسعار تلك الأسهم، وينصب هذا التعريف بصورة رئيسية على كفاءة انتقال المعلومات بالأسواق المالية وسرعة انعكاس تلك المعلومات على أسعار الأسهم (ساعد، 2008، ص 136).

غير أن المفهوم الواسع لكفاءة السوق المالية يمتد دور تلك السوق في توجيه الأموال إلى الوحدات الاقتصادية ذات المراكز المالية القوية وبأقل تكلفة ممكنة (مطوع، 2001، ص 367).

من خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج أن السوق الكفؤة هي تلك السوق التي تتميز بما يلي (الرزين، 2005، ص 9):

➤ سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة المتاحة للمتعاملين فيه دون فاصل زمني كبير بعبارة أخرى أن تكون جميع المعلومات المتاحة في السوق والخاصة بكل أصل مالي مدمجة وبسرعة في سعر ذلك الأصل، وتعتبر هذه الخاصة مؤشرا على الكفاءة الخارجية أو كفاءة التسعير.

➤ انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي ويقصد بها تكاليف الصفقات المالية وأن يكون السوق قادرا على خلق توازن بين العرض والطلب، وتعتبر هذه الميزة مؤشرا على الكفاءة الداخلية للسوق المالية أو كفاءة التشغيل.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

لا يكتمل مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية إلا بعد التعرف على مفهوم كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق وهوما نوضحه فيما يلي:

أولاً: الكفاءة الكاملة: يقوم مفهوم الكفاءة الكاملة أساساً على عدم وجود فترة زمنية فاصلة بين المعلومة الجديدة والاستجابة السعرية المباشرة للورقة المالية المتعلقة بها (الداغر، 2005، ص 281).

هي قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقاً لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر التوازني للورقة المالية (حنفي، 2001، ص 185).

وحتى يتحقق هذا الأمر لا بد من توفر مجموعة من الشروط (بن دحان، 2012، ص 14):

- لا بد أن تتاح المعلومة لجميع من في السوق في نفس الوقت وبدون تكاليف.
- انعدام القيود على التعاملات مثل تكاليف التعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد ويسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العلمية.
- حرية الدخول والخروج والبيع والشراء لأي كمية من الأسهم دون شرط.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية: يفترض في الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية، مما يعني أن القيمة السوقية للورقة المالية قد تبقى أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمرين وراءه أرباحاً غير عادية على المدى الطويل (مفتاح، معارفي، 2009، ص 183).

الفرع الثالث: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية وصيغها المختلفة

أولاً: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها، كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً (السيسي، 2003، ص 25).

ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من:

1- الكفاءة التخصيصة: تعتبر الكفاءة التخصيصة عن مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية إلى الاستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، ويرى البعض أن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان تلك الموارد الاقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات لأكثر تفضيلاً بالنسبة للمجتمع، ويعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات، وفي هذا الإطار يمكن القول أن السوق يلعب دورين أساسيين، الأول مباشر والثاني غير مباشر، فمن خلال الدور المباشر فعندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما فهم يشترون في حقيقة الأمر العوائد المستقبلية المنتظر أن تحققها هذه المؤسسة، وهذا يعني أن المؤسسات التي تعمل في مجالات تتوافق وتفضيلات المستهلكين سوف تحقق عوائد أعلى، بما ينعكس على ارتفاع ربحيتها وزيادة العائد التي سوف تعطيه لحملة أسهمها، هذا ما يجعل المؤسسة في وضع يسمح لها من إصدار المزيد من الأسهم بسهولة، كما يسمح لها بالاقتراض، وهي في ظروف جيدة تؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها، أما الدور غير المباشر الذي تقوم به فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها (حنفي، 1991، ص 45).

2- كفاءة التسعير: تدعى بالكفاءة الخارجية، وفي هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق، لأنها تعتمد على وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير وبتكلفة منخفضة لما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات المتاحة، وفي ظل كفاءة التسعير لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير مبررة متكررة على حساب باقي المستثمرين باعتماده على تلك المعلومات التي تتوفر لديه (حسين، 2008، ص 33).

3- كفاءة التشغيل: تعرف بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب ويتصف السوق بالكفاءة التشغيلية في حال تنفيذ العمليات بأقصى سرعة ممكنة ودون تكبد المتعاملين فيه تكلفة مرتفعة (حسين، 2008، ص 34).

والكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية تتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية، والتي تمثل أساسا فيما يلي (مفتاح، معارفي، ص 2009، ص 60):

1- يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة جدا تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، و العلاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.

2- في ظل المناخ التنافسي للسماسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة و في نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، و ما يميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

3- فور وصول هذه المعلومات الجديدة و التي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، و للإشارة أنه لا وجود لفاصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم و حصول كافة المستثمرين عليها.

4- و حتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، و على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه و التي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا و ذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

خلاصة القول أنه لا يكون السوق كفاء إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات و تحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، و هو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية و حينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.

ثالثا: الصيغ (المستويات) المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة أسواق الأوراق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة و بين المعلومات و البيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق:

1- **الصيغة ضعيفة الكفاءة:** تقتضي هذه الفرضية أن أسعار الأوراق المالية تعكس كل المعلومات التاريخية بالتغيرات في أسعار و أحجام المعلومات و عوائد الأوراق المالية و أسعار الفائدة للفترات السابقة، و لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، و لذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض و لا يوجد بينها أي علاقة، و من هنا يطلق على هذه الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد، و بالتالي لا يوجد مستثمر قادر على تحقيق عوائد زائدة، و بالتالي يمكن تعريف الأسواق ضعيفة الكفاءة بأنها: "تلك الأسواق التي لا تقدم فيه الأسعار السابقة أي معلومات عن الأسعار المستقبلية، الشيء الذي لا يسمح للمتعامل الذي يجري معاملات قصيرة الأجل أن يكسب عائدا أعلى من الذي يمكن الحصول عليه عن طريق الاستراتيجية البسيطة: الشراء و الإبقاء على ما يشتريه" (حماد، 2000، ص 261).

2- الصيغة متوسطة الكفاءة: تفترض هذه الصيغة أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المرتبطة بها، بل تعكس أيضا المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين سواء كانت هذه المعلومات خاصة بالاقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو بالمؤسسة، و خاصة البيانات الواردة في القوائم و التقارير المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد و التوزيعات و التحسينات المدخلة على المنتج (حماد، 2000، ص 262). و في ظل هذا الافتراض فإن أسواق الأوراق المالية ذات الكفاءة متوسطة القوة تعرف بأنها" السوق التي تعكس فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر في تسعير هذه الأوراق ممثلة بالظروف الاقتصادية و المالية و معلومات تاريخية و حالية عن الأسعار و الأحجام التبادلية و مستويات الائتمان في الاقتصاد، و حجم الاصدار و لا تنحصر فقط في الأسعار الماضية و حجم التعاملات، لذلك فإن المستثمرين و البائعين يستخدمون ما هو متاح من معلومات للتسعير، و لا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة (الداغر، 2005، ص 284).

3- الصيغة قوية الكفاءة: بمعنى أن سعر الورقة المالية في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي تحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، و هذا استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين و قد ثبتت صحة هذا الفرض (ناصر، 2005، ص 4).

من الملاحظ من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي و غير منتظم.

المطلب الثاني: مؤشرات كفاءة سوق رأس المال

لتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية و درجة تأثيرها على الأداء الاقتصادي للبلد حيث اهتمت الدراسات الحديثة بإضافة مؤشرات عديدة يمكن دمجها ضمن مفهوم كفاءة و تطور سوق رأس المال، و من أهم هذه المؤشرات ما يلي:

الفرع الأول: مؤشر حجم السوق:

يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الايجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في الأوراق المالية، فكلما اتسع حجم السوق دل ذلك على التطور الايجابي لها، و يقاس حجم السوق من خلال المؤشرين التاليين:

أولاً: مؤشر معدل الرسملة السوقية (الرسملة البورصية): و الذي يقاس بنسبة رأى المال السوقي (يمثل القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المقيدة في السوق) إلى الناتج المحلي الاجمالي و يعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل الرسملة السوقية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المقيمة}}{\text{الناتج المحلي الاجمالي}}$$

و يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تنويع المخاطر و تعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار و بذلك كلما ارتفع المؤشر دل ذلك على تطور و كفاءة سوق الأوراق المالية بما يساهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي (ساعد، 2008، ص 141).

ثانيا: مؤشر عدد الشركات المسجلة

يؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق و ارتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية و من شأن ذلك أن ينعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم و الاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة، و يساهم التنوع في الشركات المدرجة في التقليل من حدة مخاطر الاستثمار نظرا لما يوفر من فرص للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة، غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذ لم يصاحبه استخدام مؤشر نسبة رأس مال السوق، إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيرا و لكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيرا (مزاھدية، 2006، ص 136).

الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق

و يعكس سهولة البيع أو الشراء للورقة المالية بسرعة و دون تكلفة باهظة من شأنها أحداث تغيير كبير في قيمتها السوقية، حيث تزداد سيولة السوق و كلما كان هناك عدد كبير من أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية و سرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض و الطلب (ساعد، 2008، ص 141).

و بذلك فإن ارتفاع مؤشر سيولة السوق يشير إلى قدرته على إتاحة الفرصة للمستثمرين لتقليل المخاطر و مباشرة الاستثمارات طويلة الأجل، و هذا الأمر من شأنه أن ينعكس إيجابا على كفاءة تخصيص الموارد، كما أن الاقتصاد الذي يتميز بوجود سوق سائلة للأوراق المالية يجعل من الأموال المالية أكثر قبولا كضمان للقروض المصرفية و يعزز الاستثمار، و تقاس سيولة السوق بمؤشرين هما (الرزين، 2005، ص 12).

أولاً: مؤشر حجم التداول

و يعبر عن نسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج الإجمالي، و تشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد القومي أي

قدرة البورصة على توفير السيولة لاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي، و بالتالي فإن هذه النسبة تعكس بشكل كبير السيولة في الاقتصاد الوطني.

ثانياً: مؤشر معدل الدوران

يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على اجمالي الرسملة السوقية، و يوضح ارتفاع هذا المؤشر ارتفاع درجة السيولة حيث يعكس مدى ارتفاع القيمة المتداولة من اجمالي حجم رأس مال السوق، و بذلك فهو يشير إلى سرعة نمو سوق رأس المال.

فإذا كان هذا المؤشر مساو للواحد الصحيح فهذا يعني أن الورقة المالية قد تم تداولها بمتوسط مرة واحدة في السنة و تدل القيمة المرتفعة لمعدل الدوران على انخفاض تكاليف المعاملات كما تدل على التدفق الحر للمعلومات و سرعة استيعابها من قبل الأسعار، و مع ذلك قد تشير القيمة المرتفعة لهذا المؤشر إلى تعاضم نشاط المضاربة في السوق، و يكمل معدل الدوران من جهة مؤشر معدل الرسملة السوقية حيث قد تكون السوق صغيرة و نشطة فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق، و نشطة لارتفاع معدل الدوران بها، و يكمل من جهة أخرى معدل التداول ففي حين توضح نسبة التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق.

فمثلا السوق الصغيرة التي تتميز بارتفاع درجة السيولة تنخفض فيها نسبة التداول بينما يرتفع فيها

معدل الدوران (أندراوس، 2005، ص 97).

الفرع الثالث: مؤشر درجة تركيز السوق

يعني مؤشر درجة التركيز مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على سوق رأس المال، و يقاس هذا المؤشر بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في حركة التداول في السوق الثانوية أو سيطرتها على حصة

كبيرة من رأس المال السوقي، و تعتبر السوق أكثر كفاءة عندما تنخفض قيمة المؤشر أي عند انخفاض مساهمة الشركات الكبرى في اجمالي قيمة التداول أو اجمالي رسملة السوق، و بالمقابل فإن ارتفاع درجة التركيز يعد أمرا غير مرغوب فيه لأنه قد يؤشر سلبا على أداء سوق الأوراق المالية(السوقي، 2000، ص 168).

الفرع الرابع: مؤشر درجة التذبذب

تعني درجة التذبذب مدى وجود تغيرات على عوائد الأوراق المالية، وتقاس من خلال الانحراف المعياري العائد لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق، ويدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال، حيث أن انخفاض درجة التقلب يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في السوق مما يؤدي إلى زيادة الاقبال على الاستثمار في الأسواق المالية، غير أنه في بعض الأحيان قد يؤخذ ارتفاع درجة التقلب أو التذبذب على أنه مؤشر لتطور سوق رأس المال لأن التذبذب يشير إلى أن السعر يعكس فعلا المعلومات الجديدة الواردة، وتحسب درجة التذبذب في العوائد حسب الصيغة الموالية(ساعد، 2008، ص 143):

$$TV = \frac{(R_m - \bar{R})^2}{N}$$

حيث أن: TV درجة التذبذب في العوائد

R_m العائد الاجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

\bar{R} متوسط العائد للأوراق المالية المتداولة في السوق.

N عدد سنوات المشاهدة.

الفرع الخامس: مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي

يتأثر أداء أسواق الأوراق المالية بدرجة كبيرة بالعوامل التشريعية والمؤسسية السائدة، فوجود القوانين والشريعات التي تلزم الشركات ومؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات اللازمة للاستثمار في الأوراق المالية من شأنه أن يدعم المتعاملين في السوق (ساعد، 2008، ص 143).

إلى جانب ذلك تؤثر اجراءات التسوية والمقاصة والادراج وهيكل الضرائب وتكاليف الصفقات على قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالإيجاب أو السلب حسبما تكون عليه جودة تلك الاجراءات وهناك ثلاث مؤشرات لقياس مدى تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية وهي (مزاهدية، 2006، ص 145):

1. مدى نشر الشركات المقيدة في السوق للمعلومات المتعلقة بالسعر والعوائد والمخاطر، وتقييم الدول وفق هذا المؤشر بالدرجة (1) في حالة نشرها للمعلومات، وبالدرجة (2) في حال عدم افصاحها عن المعلومات الضرورية للاستثمار.
2. مدى تطبيق معايير المحاسبة الدولية، إلى جانب مؤشر مدى توفر قوانين حماية المستثمرين، وتقييم الدول وفقا لهذا المؤشر بقيم تتراوح بين درجتى (0) و (2).
3. مدى توافر العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل الرساميل، ويتم هنا التركيز على دراسة مدى توافر التشريعات الخاصة بإعادة توطين الأرباح ورؤوس الأموال، والسماح للأجانب بالاستثمار في الأسواق المحلية.

المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية

إن قيام سوق الأوراق المالية في أي بلد ما يتطلب توفير مقومات النجاح لتلك السوق واحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية والتنظيمية والادارية، وهذا لتفادي العقبات التي تقف كحجرة عثرة

أمام عملية تطويرها، الأمر الذي يساعد في انجاح مسيرة السوق وقيامها لدورها بفاعلية، والمقصود بالنجاح ليس زيادة أحجام التداول أو ارتفاع الأسعار، بل قيام السوق بواجبها وهو توفير السيولة للمستثمرين.

ولذلك يشترط لنجاح أي سوق للأوراق المالية توفير مجموعة من المقومات والشروط سوف نقوم بإدراجها في هذا المطلب عن طريق العناصر التالية:

- الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية.
- الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية

وهي الشروط التي تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام الذي تتواجد فيه سوق الأوراق المالية منها (أبو فخره

وآخرون، 2005، ص 79):

➤ وجود نظام اقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملاً في إنمائها والحصول على أكبر عائد ممكن، ومن غير الممكن تصور قيام أو اعتماد بورصة للأوراق المالية في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد وتهميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخصخصة أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأسمالها للعمال أو المواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، وفتح رؤوس أموالها أمام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي في حالة اعتمادها تلقائياً إلى تنشيط عملية الادخار الذي يفضي بدوره إلى إقامة سوق الأوراق المالية.

➤ الاستقرار السياسي والاقتصادي وذلك من خلال "توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الايمان بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل، وبالذور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، ومدى الرغبة لدى راسمي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا

القطاع لدوره، باعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات والفوائد الخاصة ونقلها إلى أوجه الاستخدام لعملية الإنتاج".

➤ وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة والاقتصاد الوطني.

➤ وجود عملية وطنية قوية تتمتع بحد معقول من استقرار قيمتها.

➤ مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الادخار.

➤ توافر الوعي الاستثماري والثقافة البورصية لدى الأفراد.

➤ وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم وفعال لما له من دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز في التمويل.

➤ كما يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة في العالم على ما توفره الحكومة من رعاية و حماية لهذه السوق، ويتم ذلك عن طريق(الصيرفي، 2006، ص ص36،37):

• وجود تشريعات قانونية واضحة صريحة وقوية تشجع قيام ظاهرة السمسرة والوساطة والوكالات لضمان التصريف والتجديد والابتكار وزيادة ثقة المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة.

• وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية، على أن تكون هذه التشريعات متفقة مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية والاجتماعية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني.

• ضرورة توفير مؤسسات متخصصة في تحليل البيانات المالية والاستثمارية.

• فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة

التعامل في سوق الأوراق المالية.

- وجود نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين البدائل.

الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية

ويمكن ايجازها في ثلاث شروط أساسية:

أولاً: شرط الذرية

يقوم هذا الشرط على ثلاث مبادئ تهدف إلى جعل بورصة الأوراق المالية أكثر تنافسية وبالتالي أكثر قدرة على جذب الادخار وهي (صبح، 2000، ص 140):

- مبدأ تعايش قسمي السوق: فكلاهما مهم ولازم للآخر ومكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة الأولى في نشاط البورصة حيث تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب في البورصة وبالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحلة التالية فتتم في السوق الثانية، السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولى بتغطية احتياجاتهم من السيولة.
- مبدأ تعدد المتدخلين: فوجود عدد كبير من المتدخلين سواء كانوا بائعين أو مشتريين، عارضين أو طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.
- مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: وذلك من أجل تقليص المخاطر.

ثانيا: شرط السيولة

يقصد بها مجموعة الخصائص التي إذا توفرت في سوق ما جعلت من الممكن سهولة تسويق الأوراق المالية فيه وهو شرط يهدف إلى ضمان فعالية سير بورصة الأوراق المالية عن طريق مجموعة من المبادئ (بن عزوز، 2011، ص 61):

- مبدأ حرية الدخول والخروج: أي سهولة الدخول والخروج من وإلى السوق دون مضايقات أو حواجز.
- مبدأ حرية الاستثمار: بعدم التمييز بين المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق تسري على الجميع دون تمييز.
- مبدأ عدم استقرار رأس المال: لضمان سيولة الادخار للمستثمرين لأجل طويل، وكذا حرية تنقل رؤوس الأموال.
- مبدأ الاستقرارية: فتنأثر أسعار الأوراق المالية بنوعين من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعني، ومخاطر نظامية ناجمة عن عدم استقرارية محيط بورصة الأوراق المالية من جميع النواحي السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية.

ثالثا: شروط الشفافية

فيجب أن تتوفر للمدخر كافة المعلومات الدقيقة والصادقة التي يمكن الوصول إليها في أي لحظة لجميع المستثمرين، توفر هذه المعلومات يكون عن طريق النشرات الرسمية للبورصة وكذا الملصقات واللوات الالكترونية التي تكون مجانية على حساب البورصة الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون آخر ويدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين (زويل، 2000، ص 83).

كما يجب فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مظللة أو إخفاء معلومات ضرورية.

ويمكن اضافة شروط أخرى تتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية (بن عزوز، 2011، ص 62).

- كجودة ادارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام ولها القدرة على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

- كذا وجود اطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات والتغيرات المالية و الاقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية ويمنع التلاعب أو الاستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم وبين الوسطاء.

الخلاصة

تناولنا في الفصل الأول الذي جاء بعنوان الإطار النظري لسوق الأوراق المالية تعريف السوق المالي بشكل عام وأقسامه والتعرف على سوق الأوراق المالية الذي يعتبر أحد أقسام سوق رأس المال والذي بدوره أحد جناحي السوق المالي، وكذلك بيان كيف نشأ هذا السوق وتطوره، واتضح أن سوق الأوراق المالية ينقسم إلى قسمين هما السوق الأولية والسوق الثانوية.

كما تم التطرق في المبحث الثاني إلى خصائص سوق الأوراق المالية وتبين أيضا أن سوق الأوراق المالية تضطلع بأداء وظيفتين أساسيتين هما التجميع والتمويل، وايضا تم التطرق إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بمختلف أنواعها وأشكالها، وهي عبارة عن صكوك مالية تتداول في هذه السوق وتصنف إلى عدة أصناف وذلك حسب معايير مختلفة وتم التوصل إلى أن هذه السوق تخضع لتنظيم متكامل، حيث أنها تسير وفق نظام تشغيل يتكون من قاعة للتداول ووسطاء مرخص لهم بالعمل فيها من خلال آليات لتداول هذه الأوراق المالية.

أما من خلال المبحث الثالث توصلنا أن تحقيق الكفاءة في هذه السوق مرتبط بمدى توفر المعلومات لدى المستثمرين وعدالة فرص الاستفادة منها، ويوجد مؤشرات لقياس كفاءة هذه الأسواق ومعرفة أدائها وتبين كذلك أنه من أجل نجاح هذه السوق فإنه يستوجب تحقيق شروط عامة تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام كوجود جهاز مصرفي متكامل، ووجود تشريعات وقوانين تحمي جميع المتعاملين في هذه السوق، كما يجب تحقيق شروط خاصة تتعلق بالسوق في حد ذاتها كشروط الذرية، السيولة والثقافية.

تمهيد

لقد شهد الاقتصاد العالمي عددا من الأزمات المالية التي كان لها تأثير كبير على الاستقرار الاقتصادي للدول و نظرا لطبيعتها الدورية غدت ظاهرة مثيرة للاهتمام، فقد قام العديد من الباحثين و الاقتصاديين بدراستها محاولة منهم لتفسير أسباب حدوثها، و من بين هذه الدراسات نظرية الأزمة التي قامت بها جامعة هارفارد في منتصف الستينات من خلال دراستها لـ: ماهية الأزمة و كيفية مواجهتها، و هذا الاهتمام المتزايد يفسر مدى حدتها و خطورتها و ما تشكله من تهديد على الاستقرار الاقتصادي للدول المعنية.

واجه الاقتصاد العالمي واحدة من أصعب الأزمات في تاريخه الحديث و أكثرها حدة منذ أزمة الكساد الكبير، و قد تضافرت العديد من الأسباب و العوامل و تراكمت لعدة سنوات لتصنع أسوء أزمة يشهدها الاقتصاد الأمريكي و العالمي، و لم تقتصر تداعياتها على الأسواق المالية و البنوك فحسب بل امتدت حتى على الجانب الحقيقي من الاقتصاد، و كانت لها انعكاسات بالغة الخطورة على معظم الاقتصاديات العالمية بما فيها الاقتصاديات العربية، و لهذا سنحاول في هذا الفصل توضيح مفهوم الأزمات المالية و تقديم أهمها و أهم ما جاءت به الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الاقتصاديات من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

المبحث الثاني: جذور و أسباب الأزمة المالية العالمية

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأزمات المالية

شهدت الساحة الاقتصادية العالمية تحولات غير مسبوقة منذ بداية القرن العشرين، و تمثلت أساسا في الأزمات المالية التي كانت و لا زالت تؤثر على جميع دول العالم دون أن تتحكم فيها حدود أو فواصل تحمي الكيانات القطرية و الإقليمية، فكون هذه الأخيرة قد أضحت ظاهرة دورية فإن نصيبها من التحليل و الاهتمام قد أخذ مجالا واسعا، نظرا لخصائصها، أسبابها و أنواعها بالإضافة إلى مؤشراتها، و أهم نماذج الأزمات المالية، و هذا ما سنتطرق له في هذا المبحث.

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية

تعتبر الأزمات المالية من بين أهم المواضيع التي تمت دراستها و ذلك من خلال الإلمام بجميع النواحي، و لهذا فمن الصعب الوقوف عند مفهوم معين للأزمة المالية نظرا لتعدد مفاهيمها، حيث تعتبر الأزمة مصطلح كثير الاستعمال خاصة في الآونة الأخيرة و عليه يجب تعريف هذا المصطلح الاقتصادي و معرفة خصائصه و أسباب نشوئها و هذا ما سنتطرق له في هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية

أولا: تعريف الأزمة

بالرغم من عدم وجود تعريف محدد للأزمة، إلا أن معظم المفاهيم المقدمة لها منحدر من الكلمة الفرنسية "crise" اللاتينية "crisis" التي تنحدر بدورها من اليونانية و تكتب عادة "krisis" وفقا لحروف اللاتينية حيث ظهرت هذه الكلمة من القرن الرابع عشر للميلاد ضمن الأدبيات الفرنسية (بلعاس، 2009، ص 5).

و للوصول للتعريف الدقيق للأزمة لا بد من التفريق لغويا بين المصطلحات التالية:

- **الصدمة:** هي حدث ينتج عنه شعور فجائي حاد غير متوقع الحدوث، و تكون الصدمة من أعراض الأزمة (سلام، 2002، ص 30).

- **الواقعة:** تعبر عن شيء حدث و انقض أثره و هي خلل أو تحديد في وحدة أو نظام(أوكل، 2009، ص 49).

- **الكارثة:** عبارة عن حدث خطير و جسيم قد يكون متوقع أو غير متوقع، حيث يؤدي إلى حدوث خسائر بشرية مادية أو بيئية(دبار، 2012، ص 3).

- **المشكلة:** هي عبارة عن حدث منذر، يظهر بشكل تدريجي من مصادر متنوعة و اشارات تحذير مختلفة(الفلاح، 2008، ص 8).

- **الأزمة:** تأتي بمعنى الشدة أو القحط، و يقال تأزم الشيء، أي اشتد و ضاق و تأزم إذا أصابته أزمة(باريان، 2011، ص 6).

و يمكن تعريف الأزمة من الناحية الاجتماعية: توقف الأحداث المنظمة و المتوقعة و اضطراب العادات و العرف لما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن و لتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة (دبار، 2012، ص 3).

أما من الناحية السياسية فتعني حالة أو مشكلة تأخذ بأبعاد النظام السياسي تستدعي اتخاذ قرار لمواجهة التحدي الذي تمثله (اداري، سياسي، نظامي، اجتماعي، اقتصادي، ثقافي) لكن الاستجابة الروتينية المؤسسية لهذه التحديات تكون غير كافية فتحول المشكلة إلى أزمة تتطلب تجديدات حكومية و مؤسسية إذا كانت النخبة لا تريد التضحية بمركزها و اذا كان المجتمع يريد البقاء (أوكل، 2009، ص 49).

أما اقتصاديا فيقصد بالأزمة أنها ظاهرة تعبر عن خلل عميق قد وقع في واحدة على الأقل من مؤشرات الاقتصاد الكلي أو الجزئي(عبابة، 2011، ص 17).

ثانيا: تعريف الأزمة المالية

تعرف الأزمة المالية على أنها: التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول و التي من أبرز سماتها هو فشل النظام البنكي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، و الذي ينعكس سلبا على قطاع الانتاج و العمالة مؤديا إلى انهيار الأسواق المالية و انكماش اقتصادي حاد (الرملاوي، 2011، ص 15).

تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل التغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، و اجمالي القروض و الودائع المصرفية و معدل الصرف (كواشو، 2009، ص 4).

و تعرف الأزمة المالية بأنها فترة زمنية التي تشهد انقلابا حادا في الاتجاه النزولي في مؤشرات الأسواق المالية(فريد، 2011، ص 43)، والأزمة المالية هي أيضا حالة اضطراب مالي يقضي إلى تعرض المتعاملين في الأسواق المالية لمشكلات سيولة أو إعسار(صلاح، 2013، ص 54).

الفرع الثاني: خصائص الأزمات المالية و أسباب نشوئها

أولا: خصائص الأزمات المالية

يمكن أن تكون للأزمة المالية خصائص عدة أهمها(جاد الله، 2008، ص ص 20، 21):

- **المفاجأة:** تتسم الأزمات المالية بأنها تحدث بشكل مفاجئ، إذ أنه لا يمكن التنبؤ بها مما يعني حدوث أمر غير متوقع يؤدي إلى الحاق الضرر بالجانب الذي أصيب به.
- **نقص المعلومات:** و تعني نقص و عدم توفر المعلومات عن حجم الأزمة أو معلومات لإيجاد ضوابطها.
- **تصاعد الأحداث:** إن توالي الأحداث و تسارعها و تشابكها يضيق الخناق على من يمر بالأزمة.
- **فقدان السيطرة:** أن جميع أحداث الأزمات المالية و غيرها تقع خارج نطاق توقعات الأمور العادية.

- **حالة الذعر:** حيث تصدر ردود أفعال و تفاعلات جديدة من قبل جميع الجهات المتعلقة بالأزمة و بروز حالة عدم الاستقرار و التوتر اتجاه الأزمة.
- تمثل مجابهة الأزمة تحديا للنظام الاداري و المالي نظرا لتهديدها مصالح النظام و استمراره في أداء وظائفه و تحقيق أهدافه و أمنه و استقراره، و يتطلب ذلك توافر درجة عالية من الكفاءة و الخبرة للخروج من هذه الأزمات.
- الحاجة إلى وقت طويل و غياب الحل الجذري السريع، فمواجهتها تستوجب خروجاً على الأنماط التنظيمية المألوفة، و ابتكار نظم أو أنشطة تمكن من استيعاب و مواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية، و قد تحتاج الأزمة لبعض السنوات للخروج منها، و تجاوز آثارها.

ثانياً: أسباب نشوء الأزمات المالية

- لقد تعددت أسباب الأزمات المالية من محلل اقتصادي إلى آخر كل حسب وجهة نظره نذكر منها ما يلي(الجابري، 2009، ص 20):
- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي المتمثل بالاستغلال و الغش و التدليس و هو ما يقود إلى حدوث ثورات اجتماعية عند سد الديون و القروض.
 - سوء سلوكيات مؤسسات الوساطة المالية و التي تقوم على إغراء الراغبين بالاقتراض و التدليس عليهم و إغرائهم، و كذلك يطلبون عمولات عالية في حالة وجود مخاطر.
- و أسباب أخرى أيضاً(رزيق، 2009، ص 30):
- عدم الموائمة بين حجم الأصول و حجم الالتزامات للمؤسسات المالية، حيث لا تتناسب المخاطر التي تتحملها تلك المؤسسات مع أصولها، و بالتالي تتعرض لإمكانية التعثر و الإفلاس.

- أثر العدوى أو ما يسمى بانتقال الأزمات المالية مثل تلك الخاصة بأسعار العملة أو انهيار أسواق الأسهم و انتشارها في دول أخرى.
- ضعف الرقابة و الاشراف الحكومي الذي يؤدي إلى تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة و قدرتها على القيام بالإصلاحات المناسبة لمواجهة الأزمة (أبو الفتوح، 2011، ص ص 58،59)
- بالإضافة إلى (رحال، 2011، ص 140):
- المتغيرات الدولية عن الكوارث و الحروب و الأزمات الاقتصادية و الحروب التجارية.
- التغيرات التكنولوجية مثل المنتجات الجدية و الاختراعات و تحول الطلب على المنتجات و الخدمات و هياكل محفظة الاستثمار.
- الإشاعات و المعلومات غير المؤكدة و غير الحقيقية، و المضاربات الغير محسوبة.

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية و مؤشرات

تتعدد أنواع و تصنيفات الأزمات الاقتصادية و المالية، حيث أنها من الممكن أن تكون مشتركة في أكثر من قطاع فتصبح آثارها آنذاك أكثر عمقا و تأثيرا، كما يمكن أن تكون في دولة واحدة و يمتد تأثيرها إلى عدة دول، و التي يمكن التنبؤ بحدوثها من خلال مؤشرات مختلفة.

الفرع الأول: أنواع الأزمات المالية

يمكن التمييز بين عدد من الأزمات المالية فيما يلي:

أولا: الأزمة المصرفية

تحدث الأزمة المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة و مفاجئة في الطلب على سحب الودائع، فيما أن البنك يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض و التشغيل، و يحتفظ بنسبة محددة من هذه الودائع لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة (قدي، الجوزي، 2009، ص 6).

و يواجه البنك أزمة مصرفية حقيقية عندما يواجه هذا الارتفاع المفاجئ و التزايد الكبير في الطلب على سحب الودائع و التي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب، و بالتالي يحدث ما يسمى أزمة سيولة لدى البنك و عندما تتفاقم هذه الأزمة و تمتد إلى البنوك الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية زائيري، ميلود، 2009، ص (3).

و ليس بالضرورة أن تكون الأزمة المصرفية هي أزمة سيولة، فهذه الأزمة قد تكون أزمة ائتمان و تحدث هذه الأزمة عندما تمتنع البنوك عن إعطاء القروض و منحها للزبائن رغم توافر الودائع لديها خوفا من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب، و بالتالي تحدث أزمة في الإقراض (الشحات، 2001، ص 15).

ثانيا: أزمة العملة و أسعار الصرف

تتجم هذه الأزمة عن حدوث تغيرات سريعة و كبيرة في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل (عبد الحميد، 2010، ص 190).

و تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات و تحدث هذه الأزمة عندما تقوم السلطات النقدية باتخاذ قرارات تقتضي بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة أو إلى إكراه السلطات الحكومة لهذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق رفع أسعار الفائدة عليها بشكل حاد، و بالتالي تؤدي لانهيار سعر تلك العملة (كريستان، 2002، ص 6).

ثالثا: أزمة أسواق المال

تحدث أزمة أسواق المال عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعا يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول و بصورة غير مبررة، و هذا الارتفاع يعرف بظاهرة الفقاعة (Bubble)، و يحدث هذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأصول عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع الأسعار و ليس بسبب قدرة

هذه الأصول على توليد الدخل، و تحدث أزمة أسواق المال عندما يتعاظم الاتجاه نحو بيع هذه الأصول فتبدأ الأسعار في التراجع و الهبوط، و تحدث حالة الانهيار، و تمتد آثار ذلك إلى أسعار الأصول الأخرى، سواء في نفس القطاع أو ربما تمتد أيضا إلى القطاعات الأخرى (وصفي، الفلاح، 2009، ص 7).

رابعاً: أزمة مديونية

تحدث أزمة المديونية عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، و من ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة و يحاولون تصفية القروض القائمة، بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواء الكيانات السيادية أو الخاصة. و قد ترتبط أزمة الديون يدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام) كما أن قدرة القطاع العام بالوفاء بالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل و بالتالي إلى أزمة في الصرف الأجنبي (كورتل، رزيق، 2009، ص 3).

الفرع الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمات

في حقيقة الأمر لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلاً بشكل يقيني، و إلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، و من ثم إمكانية تجنب الأزمة، بل هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات و المنهج المستخدم هو بناء "نظام للإنذار المبكر"، يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، و التي تعتبر أداة دائمة و مستمرة للتوجيه و الإنذار و التحذير لمتخذي القرار و واصفي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية أو أزمة عملة، و تقوم بتعريفهم باحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات و إجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات، و تساعد نظم الإنذار المبكر عموماً فيما يلي (الطوخى، 2015، ص 6، 7):

✓ التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية في شكل إطار أو هيكل رسمي للتقييم سواء عند الفحص أو بين فترات الفحص.

✓ التعرف على المواقع داخل المؤسسات التي يحتمل أن تكون فيها مشاكل أو تع فيها بعض الاختلالات.

✓ المساعدة في تحديد أولويات الفحص و التخصيص الأمثل للموارد الإشرافية و التخطيط المسبق للفحص.

✓ الاهتمام و التوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.

كما أن هناك العديد من المخاطر في أنشطة البنوك و مهمة نظم الإنذار المبكر و المؤشرات المالية الرائدة هي توجيه النظر لهذه المخاطر، و تشمل مخاطر السوق، مخاطر الائتمان و السيولة، إضافة لمخاطر التشغيل أو مخاطر الأعمال و يساعد الاكتشاف المبكر لهذه المخاطر واضعي السياسات في اتخاذ اجراءات وقائية لمنع حدوثها أو الحد من الآثار المترتبة عليها بتقليل الخسائر لأدنى حد ممكن إذا لم تكن هناك امكانية لتجنب هذه المخاطر(زايدي، مقران، 2009، ص 8).

توجد بعض المؤشرات التقليدية التي يمكن التنبؤ من خلالها بقرب حدوث أزمة مالية، منها ما يتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية و منها ما يتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية و النقدية، و يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على امكانية تعرض الدولة لأزمات أو هزات في سوق الأوراق المالية و الأسهم و العملات في صنفين هما(زيدان، جبار، 2009، ص 3):

- المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية.

- المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية.

و يمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي:

الجدول (1-2): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية أو البنيوية
- ارتفاع معدل التضخم.	- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر على أسواق الائتمان.
- نمو سريع في التدفق النقدي.	- إطار ضعيف في الجهاز الإداري للإشراف على أسواق المال و قطاعات البنوك.
- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات.	- غياب الشفافية و الإفصاح عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية.
- عجز مالي متزايد.	- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل.
- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.	- ارتفاع معدل التغيير للديون الخارجية.
- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.	- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية و ما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في السوق.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.	- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأوراق المالية.
- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الاجمالي.	- انخفاض معدلات التبادل.
- نمو الديون الخارجية و زيادة الديون في العملات الأجنبية.	- قطاع التصدير أكثر تركيزا.
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي العالمي.	- الرقابة على دخول السوق و الخروج منه.
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي.	
- ارتفاع معدل الأسعار و الأرباح.	
- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية و ارتفاع معدل البطالة.	

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية و إمكانات التحكم، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2005، ص 39.

و بحسب الجدول أعلاه فإن كل مؤشر من هذه المؤشرات يضم مؤشرات تفصيلية و ذلك حسب ظروف كل دولة و طبيعة نظامها المصرفي، و مدى وفرة وجود البيانات المنشورة عن الجهاز المصرفي غير أن معظم نظم الانذار المبكر جاءت من واقع الدول الصناعية المتقدمة و بالتالي قد لا تتلاءم هذه النظم مع ظروف الدول النامية، لذا اهتمت بعض الدراسات بتطوير هذه النظم و المؤشرات لتلاءم ظروف الدول النامية و اختيار مؤشرات أكثر صدقا و تعبيراً عنها(دغوش، 2012، ص 7).

المطلب الثالث: نماذج حول بعض الأزمات المالية

شهد العالم، و بصورة أساسية الاقتصاد الرأسمالي، العديد من الأزمات الاقتصادية و المالية التي هزت أركانه، و غيرت العديد من المفاهيم و القواعد، و حتى بعض الأنظمة المتبعة سابقا، كما كونت في مجملها قطيعة داخل مسار النمو، و اختلفت شدتها و تأثيرها من أزمة إلى أخرى، و رغم اشتراك الأزمات المالية من حيث المبدأ في العديد من الخصائص و المسببات، إلا أنه يبقى لكل أزمة مميزات و خصائصها.

للتعرف على أهم الأزمات المالية التي زعزعت اقتصاديا الدول فيما يلي:

الفرع الأول: أزمة الكساد العظيم 1929

بعد الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى، شهدت العلاقات الدولية نوعا من الاستقرار في العلاقات النقدية و المالية الدولية، و استفاد المواطنون من زيادات في المستوى المعيشي و الاقتصادي عن طريق بعض سياسات الإقراض المسهلة آنذاك و ذلك نتيجة للإصلاحات النقدية و المالية التي شهدتها هذه الفترة، لكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى مع انفجار الأزمة الاقتصادية العالمية 1929، و التي شملت مجالات الإنتاج بالتجارة و مختلف العلاقات النقدية و المالية (مرابط، ميلود، 2009، ص 6).

أولاً- أسباب الأزمة:

هناك عدة أسباب تضافرت و أدت إلى حدوث أزمة 1929، و ساءت في تفاقمها، و من بين أهم

الأسباب ما يلي (بوصيغ، 2010، ص 66):

- التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لذوي الدخل المنخفضة، بحلول 1929 ارتفع مؤشر داو جونز للأسهم الرئيسية لبورصة نيويورك إلى 381.7 نقطة، و قد حذر العديد من الاقتصاديين من وقوع فقاعة مالية و حدث بالفعل.
- الانخفاض المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل خارج عن المألوف و زائد عن الطبيعي.
- المضاربة الوهمية، حيث ارتفعت أسعار الأسهم نتيجة الآمال، و ليس لأن توزيعات و أرباح الشركات في ارتفاع، أي أن الأسعار تتصاعد و تصل إلى مستوى لا يقابل أية أرباح للشركات.
- اتجهت أسعار الأسهم نحو الانخفاض في سبتمبر 1929، و زاد توتر الأعصاب، كما يدل على ذلك عدم انتظام التسعير في البورصة، و قد وجدت التصريحات المتشائمة للإحصائي "بانسون" Banson و رجال الأخبار في تايمز Times فيما بعد صدى لدى المضاربين المنتبهين لأن يبيعوا عند أول بادرة للهبوط، كي يستعيدوا أموال الاقتراض و يحققوا الأرباح.
- تجاهل السوق ما نشر بخصوص مؤشرات الإنتاج الصناعي المتواضعة.
- اتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق، و عمليات البيع الشاملة من أجل أوامر البيع الموقوف و طلبات حد الضمان.

بالإضافة إلى الأسباب التالية (العابد، 2011، ص 51، 52):

- البيع على المكشوف، حيث سارع المضاربون و غيرهم ممن يرغبون في التغطية إلى الزيادة في بيع الأسهم على المكشوف، و ذلك ببيع الأسهم التي ليست في ملكيتهم بأسعار محددة سلفاً، على أمل شرائها

- عند انخفاض السعر و تسليمها للمشتري بعد جني الأرباح، و لعل الانتشار الواسع لهذا النوع من البيوع و بصورة فوضوية آنذاك قد ساعد كثيرا في تعميق الأزمة.
- الممارسات غير الأخلاقية، و من أهم صور الممارسات التي كثر التعامل بها في الصفقات التي كانت تجري على الأوراق المالية طيلة فترة الكساد الكبير.
- البيع الظاهري و هو نوع من الخداع، حيث يتفق مجموعة متعاملين لبيع و شراء ورقة مالية معينة بينهم و هذا لإغواء المتعاملين الآخرين بأن هناك أرباح تجني من وراء هذه العملية.
- الشراء بغرض الاحتكار.

ثانيا: خصائص الأزمة:

- تميزت هذه الأزمة بالخصائص التالية (كافي، 2013، ص 32):
- تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الأمريكي بأكمله.
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا.
- عمق وحدة هذه الأزمة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة مثلا، انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33 % كما انخفضت عمليات الخصم و الإقراض مرتين، و كان عدد البنوك التي أفلست منذ بداية عام 1929 حتى منتصف عام 1933 أكثر من 10 000 بنكا، أي حوالي 40 % من إجمالي عدد البنوك الأمريكية، و قد أدى هذا إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين، خاصة الصغار منهم.
- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة في البنك المركزي لنيويورك إلى 2.6 % في الفترة (1930-1933) مقابل 5.2 % سنة 1929.
- في بداية الأزمة كان الارتفاع في مستويات أسعار الفائدة ناجما عن تزايد الطلب على النقود لسداد القروض لكن مع استمرار الأزمة، انخفضت الطلبات على القروض بسبب زيادة عرض رؤوس الأموال.

ثالثاً- نتائج الأزمة:

من أهم نتائج أزمة الكساد ما يلي (هندي، 2006، ص 75):

- ضياع الكثير من مدخرات المودعين خاصة الصغار منهم و انهيار أسعار الأوراق المالية التي انخفضت بنسبة 66 % في ألمانيا و 99 % في الولايات المتحدة الأمريكية.
- انخفاض الإنتاج الصناعي و المبادلات.
- ظهور أزمات في ميزان مدفوعات العديد من الدول (ألمانيا، أمريكا، ...).
- امتداد الأزمة إلى أوروبا و بلدان في انجلترا ثم و.م.أ و نتج عن مس الأزمة لهذه الدول انهيار النظام النقدي الذهبي في معظم الدول، و في نفس الوقت تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العادية.
- تدهور و انخفاض السيولة لدى البنوك و الاحتياطات الذهبية.
- ارتفاع معدلات التضخم في الولايات الأمريكية.
- عدم توافق إصدار العملات الوطنية مع التطورات الحقيقية.

الفرع الثاني: أزمة الاثنين الأسود 1987

إن الأزمة التي شهدتها أسواق المال الدولية في أكتوبر 1987، و المتمثلة في الانخفاض الكبير و المستمر في أسعار الأوراق المالية، فقد نتجت عن اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع، و توقع حدوث أزمة اقتصادية عامة بسبب تراجع مؤشرات النمو الاقتصادي في معظم الدول، بالإضافة إلى عوامل أخرى منها تدهور قيمة الدولار في أسواق الصرف (بن علي، 2009، ص 24).

كما تعرضت أسعار الأوراق المالية إلى الانخفاض، مما دفع بجملة هذه الأوراق إلى بيعها تجنباً لأي انخفاضات أخرى، و الشيء الذي كان يثير القلق في الأوساط المالية خاصة و أن معظم أصحاب الأوراق

المالية كانوا يرغبون في البيع و لا يوجد مشتررون، و قد أدى تفاقم الأزمة في الأسواق المالية إلى أزمة الدولار الأمريكي لأن معظم الأوراق المالية كانت محررة بالدولار (العقون، 2012، ص 92).

أولاً- أسباب الأزمة:

تتمثل أهم أسباب أزمة الاثنين الأسود فيما يلي (كافي، 2013، ص 33):

- العجز في الموازنة الأمريكية، و رفع سعر الفائدة بسبب الاستمرار في عجز الموازنة الأمريكية.
- تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية.
- ضخامة الصفقات و العمليات المتداولة في الأسواق المالية العالمية.
- اعتماد الأسواق المالية على أجهزة الكمبيوتر، حيث تبرمج هذه الأجهزة على أساس و أوامر الشراء و البيع، كما تحتوي على برامج تعطي انذار مبكر بمجرد هبوط الأسعار إلى حد معين، فيقوم الكمبيوتر بإصدار أوامر بالبيع، كما أن التغيرات في أسعار العملات، و الأسهم، زادت من عرض الأسهم و انخفاض الطلب عليها مما أحدث فوضى أدت إلى المزيد من الانهيار.

ثانياً- نتائج الأزمة:

توقع العديد من الاقتصاديين وقوع أزمة تفوق في حدتها أزمة 1929، و في يوم 17 أكتوبر 1987 بلغت أسعار الأوراق المالية أدنى مستوى لها، حيث فقد مؤشر "داو جونز" 502 نقطة مخلفا خسارة تقدر بـ 500 مليار دولار، خاصة و أن بورصات القيم المنقولة كانت تستعمل النظام الآلي لإصدار أوامر البيع و الشراء، و بعد أسبوع من ذلك أمر الرئيس "ريغن" بتشكيل لجنة لمراقبة هذا النظام، في حالة ما إذا كان التغير في مؤشر "داو جونز" يفوق نقطة (صافي، 2009، ص 9).

الفرع الثالث: أزمة جنوب شرق آسيا 1997

شهدت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهيارا كبيرا منذ يوم الاثنين 1997/10/02 و الذي أطلق عليه يوم الاثنين المجنون حيث ابتدأت الأزمة من تايلاند ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، فانخفض مؤشر (Hang Seng) بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين سنة(الحجار، 2003، ص 163).

على مدى العقود الثلاثة السابقة للأزمة المالية الآسيوية، كانت أندونيسيا، تايلاند، كوريا و ماليزيا يتمتعون بسجل رائع في الأداء الاقتصادي، لكن تجاهل هذه البلدان للمشكلات التي طفت على السطح ظنا منها أنها محصنة، سبب لها تفاقم في أزمة سعر الصرف سنة 1997 حيث انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة و تدني الأرباح في أسواق الأسهم، مما اضطر السلطات النقدية إلى رفع أسعار الفائدة لهدف وقف التحويل من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي فارتفعت أسعار الفائدة في أسواق بعض هذه الدول إلى 200 % من السعر السابق، و بدأ المستثمرين يتخلصون من الأوراق المالية التي لديهم لإيداع قيمتها في البنوك و الاستفادة من أسعار الفائدة، و بلغت نسبة انخفاض أسعار الأسهم ما بين 25 % و 50 % من الأسعار السائدة في السوق و قد بدأت الأزمة في تايلاند لاعتبارها أضعف الحلقات في المنظومة الآسيوية و كان ذلك في 1997، حين قام ستة من كبار تجار العملة في بانكوك بالمضاربة على خفض "البات" العملة الوطنية لتايلاند بعرض كمية كبيرة منه للبيع، فشلت الحكومة في الحفاظ على عملتها بسبب تآكل احتياطي رهيب لأسعار الأسهم بعد قرار الأجانب بالانسحاب من السوق، ثم انتقلت العدوى إلى ماليزيا فانهارت عملتها بنسبة 17.8 % في 1997/09/15 مقارنة بسنة 1996، أما التايوان فقد حافظت على مستوى عملتها، لكن انخفض مؤشر سوق المال بها نحو 20 % و بالنسبة لهونج كونج أقوى الحلقات في المنظومة الآسيوية، و التي تستحوذ على احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية

امتدت العدوى إليها مما دفع بالحكومة إلى رفع سعر الفائدة إلى 200 % فوق تحول ضخم للأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية (ساكري، 2012، ص 24).

مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم و السندات و التأثير على أسواق الدول المتقدمة في العالم (بورصة: نيويورك، لندن، باريس، فرانكفورت و طوكيو)، و لكن سرعان ما عادت هذه الأسواق للانتعاش، بينما استمرت الأزمة في الأسواق الآسيوية (بن زاوي، دردور، 2009، ص 8).

أولاً- أسباب الأزمة:

يمكن تحديدها بالآتي (العزاوي، 2010، ص ص 25، 26):

- الانخفاض الحاد في قيمة الـ (Baht) -العملة الوطنية التايلاندية- بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام سعر الصرف الثابت، و هذا ما حفز على الاقتراض الخارجي و عرض قطاع الأعمال و المال إلى المخاطر.
- فشل السلطات العامة في تقليل الضغوط التضخمية الجامحة المتجسدة بحالات العجز الخارجي الواسع و اضطراب أسواق المال.
- التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال إلى تايلاند و بقية دول المنطقة.
- الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو.
- تدني الأرباح في اسواق الأسهم.

ثانيا- نتائج الأزمة:

كان من نتائج الأزمة على الدول الآسيوية ما يلي(الغزاوي، خميس، 2010، ص 26):

- انخفاض أسعار العملات و الأصول في كل من آسيا نتيجة هروب رؤوس الأموال من أسواق هذه البلدان.
- تباطؤ قوة دفع الإصلاحات بصورة كبيرة في كمبوديا و لاوس خاصة.
- انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بنسبة 91 %، و تعرضت كمبوديا لانخفاض يقدر بنسبة 45 % بسبب هذه الصدمة.

المبحث الثاني: جذور و أسباب الأزمة المالية العالمية

في الوقت الذي بدأت تظهر فيه بعض مؤشرات تعافي الاقتصاد العالمي جراء الأزمة المالية الآسيوية في عام 1997، استيقظ يوم الاثنين الموافق لـ 2008/09/14 على خبر أزمة إفلاس مصرف "LehmanBrothers" أحد أكبر مصارف أعمال في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة لأزمة الرهونات العقارية العالية المخاطر أو الأقل جودة Subprime، لهذا سنتطرق في هذا المبحث لحقيقة الأزمة المالية العالمية و جذورها و أهم المسببات التي أدت إلى حدوثها و المراحل التي مرت بها.

المطلب الأول: نشأة الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكي)

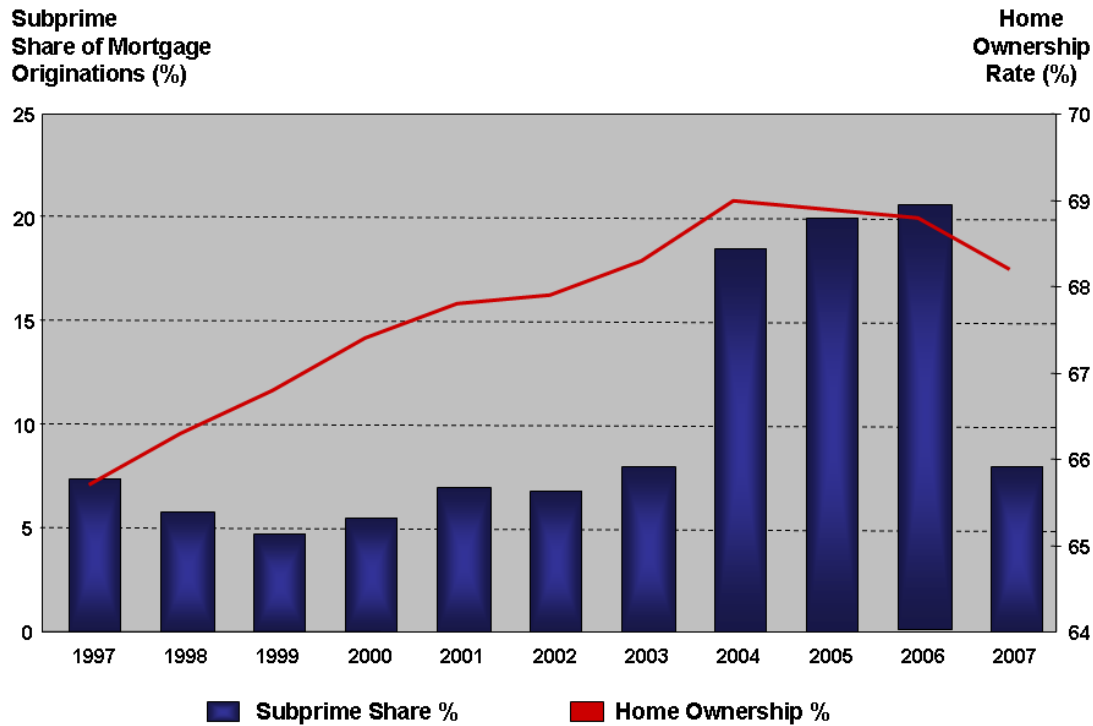
بدأت الأزمة المالية شرارتها في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 2007، ثم اندلعت نيرانها في سبتمبر 2008 في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك و شركات تأمين و شركات التمويل العقاري و صناديق استثمار (محارب، 2011، ص 40).

حيث كان هناك ندرة السيولة في أسواق الائتمان و الأجهزة المصرفية العالمية إلى جانب بداية الانكماش في قطاع العقارات في الولايات المتحدة، و الممارسات المرتفعة المخاطرة في الإقراض و الاقتراض، و قد ظهرت الأزمة بصورتها الحالية عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات، و التي نتجت عن تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة بطريقة ملفتة و شروط تبدو سهلة للوهلة الأولى و لكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل فقد كانت في مجملها التفافا على قوانين الدولة و الحد الائتماني (يوسفات، 2009، ص 83).

تضمنت العقود نصوصا تجعل القسط يرتفع مع طول المدة، و عند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط 3 أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سداده، فضلا عن وجود بنود في العقود ترغم الفائدة عند تغييرها

في البنك الفدرالي الأمريكي، فيما يسمى بالرهن العقاري ذي الفائدة القابلة للتغيير حيث شهدت السنوات السابقة لذلك تساهلاً ملحوظاً في شروط الائتمان اتجاهاً طويلاً لارتفاع أسعار العقارات، ارتفعت أسعار العقارات (بالتحديد السكنية منها) خلال الفترة (1997-2006)، مما حفز الكثيرين على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة، حيث ارتفع معدل التملك السكني في الولايات المتحدة الأمريكية من 64% في 1997 إلى 69.2% في 2004، كما هو موضح في شكل (1-2)، وفي ظل الارتفاع العام لأسعار تلك العقارات أخذ الكثير منهم في الاقتراض بضمان قيمتها التي لم تسدد في الأساس، وكان الاعتماد في هذه القروض بشكل أساسي على قيمة العقار التي تتزايد باستمرار في السوق كضمان. (شحاتة، 2015).

الشكل (1-2): ملكية المنازل و معدل الرهون العقارية في الولايات المتحدة للفترة 1997-2007



المصدر: محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العربية، 2012، ص 78.

شكل وضع شركتي "فاني ماي و فريدي ماك" خطوة غير متوقعة في مسار أزمة الرهن العقاري الأمريكية، حيث كانت تغطيان بمفردهما 45 % من القروض العقارية الأمريكية، فقد قامت بتأمين سيولة سوق القروض العقارية من خلال تأمين هذه القروض العقارية من خلال تأمين هذه القروض أو عبر شرائها من البنوك (حامدي، 2009، ص 99).

و تم تشجيع الاقتراض نظرا لإمكانية خصم الفائدة على الدين العقاري من ضريبة الدخل و كانت " Freddie Mac و Fannie Mae" تمولان نشاطاتهما من خلال إصدار سندات معروفة باسم "سندات المضمونة عقاريا"، و التي لم يكن نجاحها لدى المستثمرين غريبا عن القناعة بأن الحكومة الأمريكية كانت تضمنها و لو دون إعلان صريح، كما ازدادت وتيرة نموها المتسارعة باستمرار، بالتزامن مع إلغاء القيود على المنظومة المالية، و قد كانت الشركتان تدعمان بمفردهما حوالي 96 % من السندات المرفقة بقروض الرهن العقاري (عبد الحميد، 2009، ص 254).

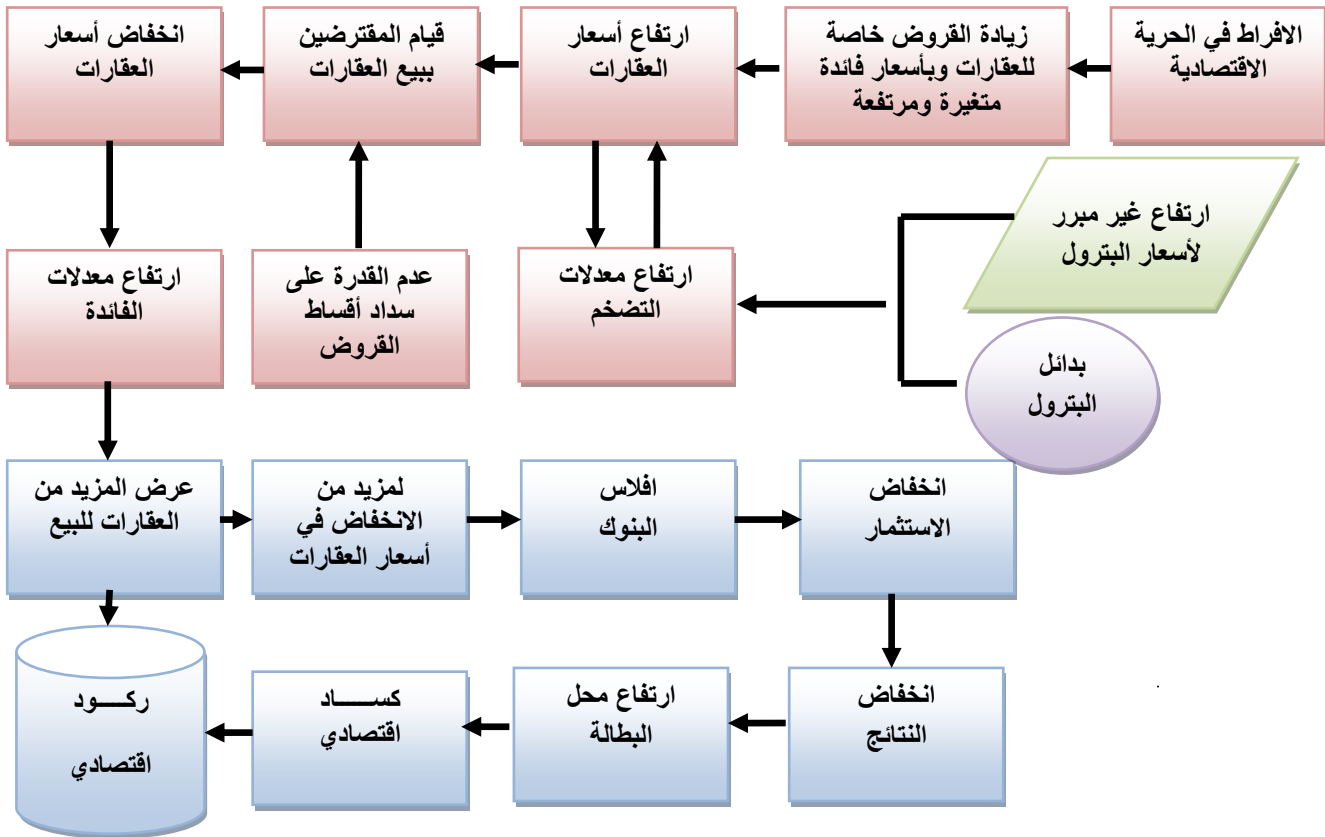
بعد فترة، و تحديدا خلال عامي 2006 و 2007 بدأت أسعار الفائدة في الارتفاع على غير المتوقع مما أدى إلى تزايد التزامات محدودتي الدخل حيث ارتفعت أعباء قروض العقارات التي التزموا بها بالإضافة إلى القروض التي تشكل قيمة العقارات ضمانا لها، فامتنع الكثيرون عن السداد بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، و بدأت أسعار العقارات تهوى للأسفل (الموسوي، 2010، ص 9).

و لاحتواء ذلك الوضع قامت البنوك و شركات العقار ببيع ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بضمان العقارات، الذين لجئوا بدورهم بعد أن تفاقمت المشكلة لشركات التأمين التي وجدت من الأزمة فرصة للربح بضمان العقارات فيما لو امتنع محدودو الدخل عن السداد، فقامت بتصنيف سندات الديون لفتتين (A) قابلة للسداد (B) لا يمكن سدادها و بدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من هؤلاء المستثمرين (حشاد، 2015).

و تعتمد القيمة السوقية للسندات و عوائدها على تقييم وكالات التصنيف لهذه السندات، حيث تحظى السندات التي يتم التأكد من قدرة المدين على الوفاء بالقرض الضامن لها بتقدير أعلى من السندات التي يثور الشك بخصوصها أو تلك التي كانت تمثل ديناً يعجز المدين عن الوفاء به، فتصنف على أنها لا قيمة لها و لتقوية ضمان السندات ابتكرت البنوك العاملة في إطار الرهن العقاري في الولايات المتحدة طرق جديدة بتوجيه حامل السندات إلى التأمين عليها لدى شركات التأمين مع تحميلها المسؤولية في حالة عجز المقترض عن السداد مقابل الحصول على دفعات منتظمة على غرار أقساط التأمين، و قد تم تنفيذ هذا التأمين دون أي رقابة أو إجراءات توجيهية من الأجهزة المالية المسؤولة، مما سهل انتشارها بصورة لم يسبق لها مثيل طيلة العقدين الماضيين، و أصبحت هذه العمليات من أكثر الأدوات المالية انتشاراً، تشجعت البنوك و مؤسسات الرهن العقاري بسببها على التوسع في الاقتراض (بن علي، 2009، ص 74).

و عليه فإن العقارات المرهونة حملت بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمتها، و انقطعت بذلك الصلة بين المستثمرين و المقترضين بضمان العقارات، و عرفت أسعار العقارات انخفاض كبير في الوقت الذي تعذر فيه على المقترضين دفع أقساط القروض المستحقة عليهم بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، مما أدى إلى زيادة ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات و كثرت بذلك المواجهات بين البنوك و المقترضين و عرض ما لا يقل على 3 ملايين منزل للبيع في أواسط 2007، إضافة إلى إفلاس عدد من المصارف و مؤسسات الإقراض الأمريكية في ظل هذا الواقع بدأت تظهر أزمة مالية خطيرة في سوق الرهن العقاري الأمريكية، و عملت على تهديد قطاع العقارات و البنوك و الأسواق المالية ليس في الولايات المتحدة فحسب بل في العالم أجمع، و هذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (2-2): ميكانيزم الأزمة المالية العالمية



المصدر: مفتاح صالح، الأزمة المالية العالمية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، جامعة بسكرة،

2010، ص 12.

المطلب الثاني: تطور الأزمة المالية العالمية

بداية الأزمة الجديدة انطلقت مع إعلان مؤسسة مالية عملاقة "Lehman Brothers" عن إفلاسها و هي كانت بداية رمزية خطيرة، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من مذبحه الكساد الكبير 1929 و تبعها العديد من المراحل و الخسائر المالية التي نجمت عن هذه الأزمة.

الفرع الأول: التحول من أزمة الرهون العقارية إلى أزمة مالية عالمية

كان لانفجار الفقاعة العقارية الأمريكية عاملا مهما لانخفاض أسهم الشركات الأخرى التي لا تنتمي إلى القطاع العقاري في حين لا وجود لمثل هذا العامل في دول أخرى، و مع ذلك فقد هبطت أسهم شركاتها

العقارية و غير العقارية (قصة، 2012، ص 542)، ولم تقتصر الأزمة على الجانب المالي بل تجاوزته لتصيب الجانب الحقيقي للاقتصاد مما أدى إلى تراجع معدلات النمو بشكل حاد خاصة في (الولايات المتحدة، دول الاتحاد الأوروبي، اليابان)(بوعتروس، سبتي، 2009، ص 7).

مع اتساع تنامي تداعيات انهيار سوق الرهن العقاري القائم على القروض عالية المخاطر، تدهورت البورصات الأمريكية و حدثت انهيارات مالية غير متوقعة في وول ستريت في شهر أوت 2007، حيث انخفض مؤشر داو جونز بشكل كبير، و نتيجة ذلك أعلنت بنوك كبرى عن هبوط حاد في أسعار أسهمها و امتدت هذه الانهيارات إلى بورصات كل من طوكيو و فرنكفورت و باريس و لندن و إلى معظم الأسواق المالية العالمية الكبرى، كما هبط المؤشر العام في دول لا توجد فيها استثمارات أمريكية في أسواقها، و على هذا الأساس كثفت البنوك المركزية في الولايات المتحدة الأمريكية و الدول الأوروبية عملياتها في مجال دعم السيولة في البنوك و المؤسسات المالية(حامدي، 2009، ص 28).

و كما يجري في عصر العولمة و انفتاح الأسواق المالية فقد أثرت الأزمة المالية في الولايات المتحدة على معظم الأسواق المالية في العالم، فقد انتقلت عدوى أزمة الرهون العقارية إلى المملكة المتحدة، حيث اضطرت الحكومة البريطانية إلى تأمين "تورثرن روك" خامس أهم مؤسسة مصرفية في قطاع الإقراض العقاري منعا لإفلاسها، ليكون أول بنك للإقراض العقاري تؤممه الحكومة البريطانية، و قد شهدت أسعار العقارات في بريطانيا ارتفاع كبير خلال الفترة التي سبقت الأزمة، كما أصاب الركود سوق العقارات في بريطانيا و العديد من الدول الأوروبية(حجاج 2011، ص 103).

يمكن تحليل عالمية الأزمة المالية العالمية بالاعتماد على ثلاثة عوامل يتعلق العامل الأول و الثاني بمختلف بلدان العالم و يرتبط العالم الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار، و يمكن تحليل هذه العوامل وفق ما يلي (حريري، 2009، ص 202):

- العامل الأول و الأساسي:

و هو ظهور بواذر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى و على أسواقها المالية، فالولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15.5 % من الواردات العالمية.

- 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 فإن أسهمهم في دولة أخرى قد لا تصيبها الخسارة.

- العامل الثالث:

يتمثل في الخوف من هبوط جديد و حاد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى، و على هذا الأساس فإن أي أزمة مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقود إلى سحب استثمارات من بعض الدول لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا و بلدان جنوب شرق آسيا(الحاج، 2009، ص 12).

الفرع الثاني: المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها

يمكن تلخيص أهم مراحل الأزمة المالية التي ظهرت فيما يلي (صالح، 2010، ص 9 - 12):

- فيفري 2007: عدم سداد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد).
- أوت 2007: البورصات تتدهور أمام اتساع الأزمة و البنوك المركزية تتدخل لدعم السيولة.
- أكتوبر إلى ديسمبر 2007: عدة بنوك كبرى تعلن انخفاض في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.

- 22 **جانفي 2008**: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50 % و هو اجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2 % بين جانفي و أفريل 2008.
- 17 **فيفري 2008**: الحكومة البريطانية تؤمّم بنك نورثرن روك.
- 11 **مارس 2008**: تضافر جهود البنوك المركزية مجدد المعالجة سوق القروض.
- 16 **مارس 2008**: "جي بي مرجان تشيز" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي "بيرسيرنز" بسعر متدن مع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.
- 24 **أفريل 2008**: قام بنك "يو بي إس" "UBS" السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية، و التي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله، في أكبر خسارة يتعرض لها أول بنك سويسري في مجال إدارة الثروات الخاصة.
- 7 **سبتمبر 2008**: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري "فريدي ماك و فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتها، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 **سبتمبر 2008**: اعتراف بنك الأعمال "ليمان برانرز" بإفلاسه، بينما يعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية "أوف" أمريكا، شراء بنك للأعمال في وول ستريت هو ميريل لينش، و عشرة بنوك دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا في حين توقف البنوك المركزية على فتح مجالات القروض، إلا أن ذلك لا يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16 **سبتمبر 2008**: الاحتياطي الفيدرالي و الحكومة الأمريكية تؤممان أكبر مجموعة تامين في العالم "AEG" المهدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9 % من رأسمالها.

- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها، و البنوك المركزية تكثف عمليات تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي إس بي" يشتري منافسه "إتش بي أو إس" المهدد بالإفلاس، و السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها الغير قابلة للبيع.
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى التحرك فوراً حيال خطة لإنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تغطي على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، و الأسواق المالية تضاعف.
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية و التأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، و في الولايات المتحدة يشتري بنك "جيبي مورغان" منافسه واشنطن ميوتشوال بمساعدة السلطات الفيدرالية.
- 28 سبتمبر 2008: خطة الانقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس و في أوروبا يجري تقويم فورتيس من قبل سلطات بلجيكا و هولندا و لكسمبروغ، و في بريطانيا يجري تأمين معظم البنوك.
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، و بورصة وول ستريت تنهار، كما تراجع البورصات الأوروبية بقوة هي الأخرى و في وقت سابق خلال النهار، و في اللحظة ذاتها واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعها مانعة البنوك من إعادة تمويل ذاتها، و قبل رفض الخطة أعلن بنك ستي غروب الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية، و في البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي سجلت خسارة تفوق 10 %.

- 1 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

المطلب الثالث: عوامل و أسباب الأزمة المالية العالمية

لقد ساهمت عوامل عدة في تشكل و انفجار الأزمة المالية العالمية، و يمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء اندلاع و ذلك وفقا ما يلي:

الفرع الأول: تغير ظروف الاقتصاد العالمي و الاقتصاد الأمريكي

إن الأزمة المالية العالمية حصلت نتيجة تراجع مهم في أداء الأنشطة الإنتاجية في الولايات المتحدة الأمريكية و باعتبار أن الأزمة المالية لم تأتي من فراغ، بل تفاعلت مع الوضع الاقتصادي الكلي الذي يعاني في الولايات المتحدة الأمريكية من مشاكل خطيرة و اختلالات عديدة منذ فترة طويلة أهمها ما يلي:

أولا: عجز الميزانية

يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9 % من الناتج المحلي الإجمالي، و هذا يؤكد ضرورة الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية و ليس المالية، و يغلب الطابع العسكري على النفقات العامة، حيث لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية (بن شيحة، بن حبيب، 2009، ص7).

ثانيا: العجز التجاري

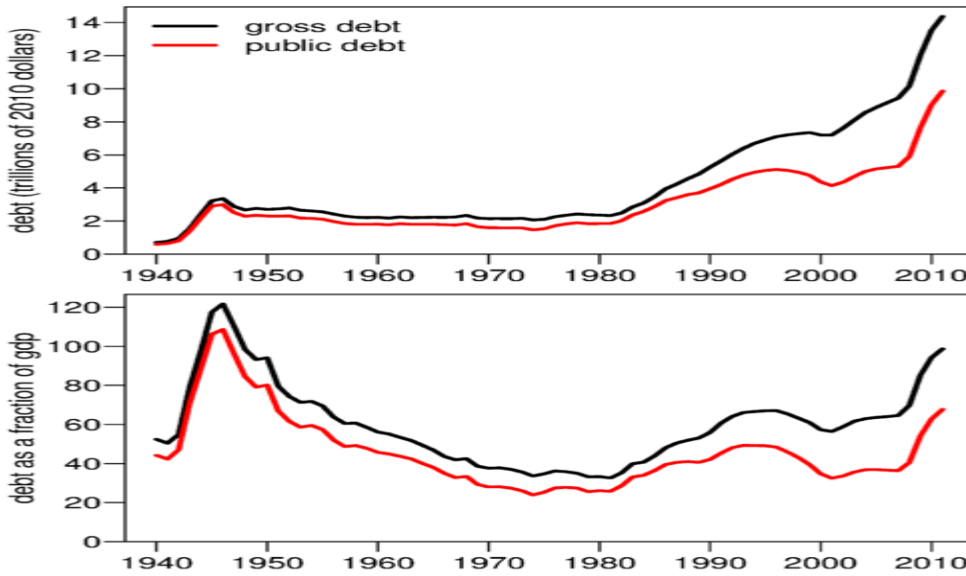
العجز التجاري الأمريكي سجل عجز منذ 1971، إذ أنه لم يسجل أي فائض، بل العجز يزداد سنويا حتى وصل في عام 2002 إلى ما يقارب 450 مليار دولار و إلى حوالي 758 مليار دولار في عام 2007 (Pierre, 2002, p 199).

كما قدر العجز في ميزان المدفوعات حوالي 5.7% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2004، وحوالي 6.2% سنة 2006 (جباري، 2010، ص 17)، بينما نجد أن الفائض التجاري للصين خلال عامي 2007 و 2008 قدر بحوالي 25 مليار دولار شهريا، أي 300 مليار دولار على أساس سنوي (Brunet, 2011, P100)، هذه الأرقام ذات دلالة اقتصادية واضحة وجد مهمة، حيث أن الدول التي تسمى بالناشئة أصبحت هي الدائنة بدل المدين للدول الصناعية الكبرى، خصوصا الولايات المتحدة التي تغطي العجز في ميزان المدفوعات باللجوء إلى رؤوس أموال الدول الناشئة، وقد وصل العجز التجاري للولايات المتحدة مع كل من الصين وهونج كونج 194.3 مليار دولار في سنة 2005 (Salvatore, 2008, p494).

ثالثا: المديونية

أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية ارتفاع الديون الحكومية (الادارة المركزية و الادارة المحلية) من 4.3 ترليون دولار عام 1990 إلى 8.4 ترليون دولار في عام 2003 و إلى 8.9 ترليون دولار في عام 2007، و أصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الاجمالي، و بذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة، ويعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية و يعادل ثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية (جباري، 2010، ص 17).

الشكل (2-3): تطور الدين العام في الولايات المتحدة 1940-2010

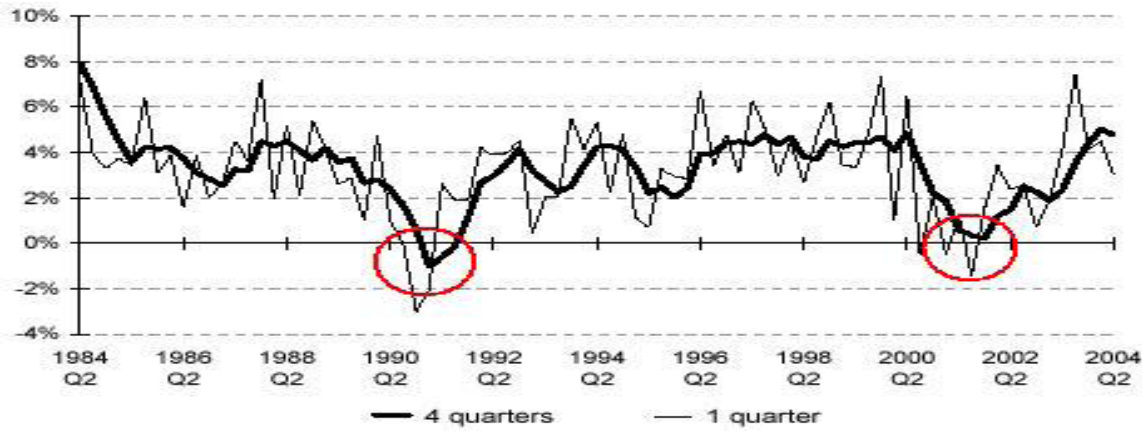


المصدر: الهادي هباني، جذور الأزمة المالية العالمية، منبر الرأي، من الرابط الإلكتروني

www.Sudanile.com تاريخ الاطلاع 2015/03/21.

نلاحظ من الشكل تصاعد الدين العام منذ ثمانينات القرن الماضي (الجزء الأعلى من الشكل) بينما كنسبة من الناتج القومي (الجزء الأسفل من الشكل) لا يزال يقارن بسنوات الركود العظيم في عام 1930 نظرا للزيادة الهائلة في الدخل القومي، لقد كان ذلك مؤشرا مهما لحدوث الأزمات في كل الأزمات السابقة التي حدثت بعد الحرب العالمية الثانية، و قد واجهت الولايات المتحدة الأمريكية تحديات كبيرة بعد أحداث سبتمبر 2001 و شهدت تباطؤا غير مسبوق في معدلات النمو، حيث انخفض معدل النمو الناتج المحلي الاجمالي من 3.7 % عام 2000 إلى 0.8 % عام 2001، وشهدت تباطؤا غير مسبوق في معدلات النمو حيث انخفض معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي من 3.7 % عام 2000 إلى 0.8 % عام 2001، وبيين الشكل الموالي معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية وبشكل ربعي خلال الفترة من الربع الثاني 1984 وحتى الربع الثاني 2004.

الشكل رقم (2-4): معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: ساعد مرابط ومهدي ميلود، الأزمة المالية العالمية 2008، الجذور والتداعيات، الملتقى العلمي

الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20-

21 أكتوبر 2009، ص 9.

الفرع الثاني: تعميم المضاربة و اللجوء إلى أدوات مالية متطورة

أولاً: التوريق

يعتبر التوريق أحد الآليات المرتبطة بأسواق الأوراق المالية الثانوية التي أنتجتها نظرية الاقتصاد الحر و ما شاهده من تطورات هامة و خطيرة إبان حقبتها الحديثة، فعندما تتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهون العقارية، يقوم باستخدام هذه المحفظة لإصدار أوراق مالية جديدة يفترضها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، و هو ما يطلق عليه التوريق (الجوزي، 2015).

يعد التوريق أحد الأسباب الرئيسية التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري، حيث تم تحويل قروض الرهن العقاري إلى سندات تم عرضها و بيعها و تداولها بين العديد من المستثمرين في معظم دول العالم و أقيمت عليها بشكل كبير مؤسسات مالية و بنوك شهيرة ذات ثقل كبير في الأسواق العالمية بغرض تحقيق المزيد من

الأرباح، و الغريب أن العديد من المؤسسات أعلنت بعد وقوع الأزمة المالية بأنها لم تكن على علم بدرجة المخاطرة بين المضاربات المعقدة لعمليات الرهن العقاري و المنتجات و الأدوات المالية الأخرى المتعلقة بها (كامل، الحجازي، 2009، ص 30).

ثانيا: المشتقات المالية

ساهمت المشتقات المالية بشكل كبير في وقوع الأزمة المالية العالمية و في الزيادة من شدتها و كان لها دور كبير في نقل الأزمة إلى الأسواق المالية العالمية (رسول، سالم، 2010، ص 14).

قد اختلفت التقديرات حول القيمة الاجمالية للمشتقات المالية حيث تشير بعض التقارير أن قيمة المشتقات في العالم أثناء انفجار فقاعة الرهن العقاري الأمريكية تجاوزت 590 تريليون دولار، أي نحو عشرة أضعاف ما ينتجه العالم كله من السلع و الخدمات، و قد انهارت بالكامل المتاجرة بالمشتقات في سبتمبر 2008، بعد أن شهدت بورصات العالم عمليات بيع للأسهم شبيهة بشكل كبير عمليات بيع الأسهم عند اندلاع أزمة الكساد الكبير، هذا جانب من صور المضاربات التي تمت في ظل الليبيرالية المتطرفة من خلال المشتقات (الأسرج، 2009، ص 9).

ثالثا: أسعار الفائدة

بدأت بؤادر الأزمة المالية بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، و هو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية و بالتحديد من حيث خدمتها و سداد أقساطها، خاصة في ظل التغاضي عن السجل الائتماني للعملاء و قدرتهم على السداد حتى بلغت تلك القروض نحو 1.3 تريليون دولار في مارس من عام 2007 بعد أن توقف عدد كبير من المقترضين عن السداد للأقساط المالية المستحقة عليهم، مما ترتب عليه تحميلهم أعباء اضافية نتيجة لهذا

التأخير وفقا لسياسة سعر الفائدة المركب، فدفح إلى فقدان الآلاف من الأفراد منازلهم المرهونة للمؤسسات المالية المقرضة (البكري، 2011، ص 122).

الفرع الثالث: تصنيف وكالات التصنيف الائتماني السندات العقارية تصنيف مرتفع الأمان

يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن "عملية تهدف إلى توفير المعلومات و التقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية و قدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية و في نفس الوقت، لا يعتبر التصنيف ضمانا بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها (التميمي، 2014).

لقد انتشر الفساد في الكثير من وكالات التصنيف في الولايات المتحدة و بعض الدول الأوروبية خلال الفترة التي سبقت الأزمة المالية بحيث كان التقديم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك و شركات التأمين و شركات التمويل العقاري (الحنيطي، خصاونة، 2009، ص 11).

بالرغم من الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر قد اشترت من قبل بنوك كبيرة و قوية مثل "مورغان سانلي" و "ليمان برادرز"، فقد قامت وكالات التصنيف الائتماني بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة و المشكوك فيها تصنيفا مرتفعا آمنا (بلعوز، مداني، 2010، ص 8).

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية

إن الأزمة المالية العالمية هي زلزال القرن الواحد و العشرين، فقد أحدثت العديد من الآثار على مستوى مختلف الاقتصاديات، حتى أن تلك الآثار أخذت تتفاعل لدرجة أنها أخذت تلوح بدخول الاقتصاد العالمي إلى شبح الكساد الكبير الذي حدث في 1929-1930 بما أحدثه من آثار و دمار في كل جوانب الاقتصاديات في العالم، فقد تركت هذه الأزمة مجموعة من الآثار على أكثر من مستوى، يمكن إجمالها فيما يلي:

المطلب الأول: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الولايات المتحدة الأمريكية

لقد زادت الأزمة المالية من تدهور الاقتصاد الأمريكي و الذي كان في الأساس يعاني من العديد من المشاكل و قد مست معظم مؤشرات الأداء الاقتصادي و نذكر منها (هارون، نادية، 2009، 25):

- تفاقم عجز الميزانية و الذي وصل إلى ذروته في الربع الأول من سنة 2008، بما يعادل 2.9 % من حجم الناتج المحلي الإجمالي.
- ارتفاع حجم المديونية إلى 32 ترليون أمريكي منها حوالي 9.2 ترليون دولار ديون الأفراد المتعلقة بالقروض العقارية.
- ارتفاع معدلات التضخم التي تجاوزت 4.5 %، و زيادة تباطؤ معدلات النمو منذ جانفي 2008.
- زيادة حصص الأجانب في رأسمال الشركات و المصانع الأمريكية و ذلك بسبب تراجع أسعار أسهمها و انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم، حيث وصل الدولار إلى مستوى 100 ين ياباني و هو أدنى مستوى له منذ التسعينات، كما تجاوزت قيمة اليورو حاجز الدولار و النصف منذ صدور اليورو.

- فقدان المقترضون لأصولهم و منازلهم المرهونة بسبب القروض و أصبحوا في عداد المشردين و اللاجئين و المهجرين و الفقراء و المساكين.
- ارتفاع معدلات البطالة إلى حدود 6 % في شهر أكتوبر 2008 حيث تم تسريح أكثر من نصف مليون عامل من وظائفهم و ارتفاع نسبة طالبي الإعانات الاجتماعية الحكومية و غيرها، و هذا ألقى المزيد من الأعباء على ميزانيات الدول و أوقف العديد من المشروعات الاستثمارية الجديدة.
- إفلاس بنك "ليمان برادرز" رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة الأمريكية و الذي انهار تحت وطأة الأصول عالية المخاطر المرتبطة بشكل أساسي بالرهن العقاري، تبعته شركة "ميريل لينش" أحد أكبر و أهم شركة سمسة للأسهم في العالم، و تتابعت انهيارات البنوك الأمريكية واحد تلو الآخر، حيث انهار بنك "واشنطن ميونشاول" أحد أضخم البنوك الأمريكية المتخصصة في الإقراض العقاري، بالإضافة إلى "فاني ماي" و "فريدي ماك" المختصين بتمويل العقارات، و سرعان ما شمل الإفلاس الشركات الكبرى و كان آخرها بوادر انهيار صناعة السيارات في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أعلنت شركة جنرال موتورز عن إغلاق 30 % من مصانعها في أمريكا الشمالية، و قدرت خسائرها بحوالي 39 مليار دولار، و أعلنت في مرحلة لاحقة عن إفلاسها (بن عوض، 2011، ص 10).
- بالإضافة إلى ما سبق قدرت منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية إجمالي الخسائر الاقتصادية الأمريكية بسبب أزمة الرهن العقاري بحوالي (350-540) مليار دولار، بينما قدر صندوق النقد الدولي هذه الخسائر بحوالي 945 مليار دولار، و مهما كانت درجة الدقة في هذه الأرقام فإنها تبين مدى خطورة الأزمة التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي من حيث حجمها، و لكننا نود التأكيد هنا على نوعية الأزمة أكثر من التأكيد على حجمها، حيث تكمن خطورة هذه الأزمة من كونها ناجمة عن تراجع الاستهلاك الفردي و ليس عن ارتفاع أسعار الفائدة كما كان الأمر في الأزمات السابقة، و هو ما يجعلها أزمة ديناميكية قد تطول بعض الوقت (قصاص، بن عامر، 2009، ص 91).

المطلب الثاني: تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي

أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية و في مقدمتها صندوق النقد الدولي أن الأزمة التي مست الاقتصاد الأمريكي ستطول جميع اقتصاديات دول العالم بنسب متفاوتة و لقد ظهرت تداعيات هذه الأزمة في الربع الأخير من سنة 2008، حيث تبرز هذه التداعيات في مجموعة من المؤشرات الخطيرة التي هددت الاقتصاديات، حيث تمثلت أهم تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي في الآتي:

الفرع الأول: الأثر على معدلات النمو الاقتصادي

شهد الاقتصاد العالمي تباطؤا كبيرا منذ عام 2008 نتيجة لهذه الأزمة، و دخلت معظم اقتصاديات الدول الرأسمالية في فترة انكماش اقتصادي، حيث قام صندوق النقد الدولي بدراسات لمختلف دول العالم حول الانكماش الاقتصادي الذي سببته الأزمة من سنة 2006 إلى غاية سنة 2009، و بهذا شكلت الأزمة قيودا على النمو في تلك الدول و على الاقتصاد العالمي برمته بحكم الصلات و الروابط المالية و الاقتصادية التي تربط الدول الرأسمالية بكل دول العالم، و تشير التقارير الدولية إلى أن معدل النمو الحقيقي للاقتصاد العالمي تراجع إلى حوالي 3.2 % في عام 2008 (تقرير صندوق النقد الدولي، 2009، ص 17).

وفقا لمختلف المقاييس فإن الأزمة المالية العالمية تعتبر أكثر عمقا من متوسط حالة الكساد السابقة منذ الحرب العالمية الثانية و قد تراجعت معدلات النمو في الدول الرأسمالية المتقدمة اقتصاديا من 2.7 % في عام 2007 إلى 0.9 % في عام 2008، خاصة في منطقة اليورو، و ذلك نتيجة خسائر استثمارات البنوك الأوروبية في الولايات المتحدة، و خسائر أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة و الدول الآسيوية كذلك تأثر الاقتصاد الياباني و سجل معدل نمو سالب قدر بحوالي -0.6 % في عام 2008، بعد أن كان موجبا في عام 2007، و يرجع السبب في جزء كبير من هذا التراجع إلى تأثر الاقتصاد الياباني بالأزمة المالية العالمية لاعتماده الكبير على الأسواق المالية العالمية في مجال التجارة و الاستثمار (عبد الوهاب، الباجوري، 2010، ص 14).

تواصل انكماش و تراجع معدلات النمو في الدول الصناعية الكبرى، مع تباطؤ سريع في نمو اقتصاديات الأسواق الناشئة، كما تعمقت حالة الكساد في منطقة اليورو عام 2009 و اقترب الناتج المحلي الإجمالي من 1.5 % و انخفض فيها مؤشر أسعار المستهلكين (حسني، 2009، ص 6).

الفرع الثاني: آثار الأزمة على سوق العمل

يعتبر ارتفاع معدلات البطالة في مختلف قطاعات النشاط الإنتاجي من أهم الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية، حيث فقد الملايين وظائفهم في الكثير من دول العالم، اصدر مكتب الإحصاءات الوطنية البريطاني تقريراً إحصائياً استند إلى دراسة شملت 5000 شركة بريطانية، أكد فيه على ارتفاع معدل البطالة في المملكة المتحدة في نهاية الربع الثالث من سنة 2008 بنسبة 5.7 % مقارنة بنفس الفترة من 2007، حيث ارتفع عدد العاطلين عن العمل بواقع 164 ألفاً ليصل إلى 1.7 مليون عاطل، و هو أعلى مستوى لبريطانيا على مدى 17 عاماً، حينما تعرضت للكساد في أوائل العقد العاشر من القرن الماضي (هارون، 2009، ص 15).

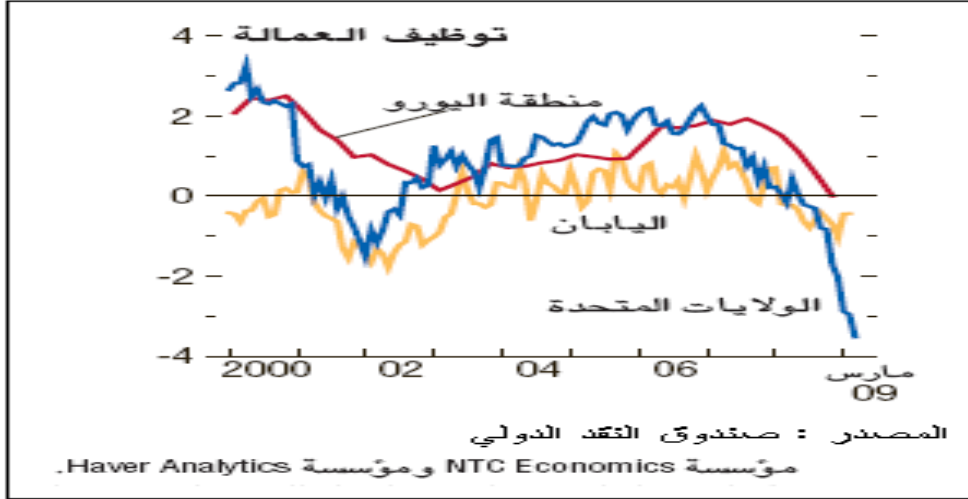
و قد كشف استطلاع للرأي يشمل 15 قطاعاً اقتصادياً حيويًا في ألمانيا أن نحو 215000 وظيفة هددت بالإلغاء عام 2008 (مراد، 2009، ص 7).

كما تشهد منطقة اليورو و اليابان ارتفاعاً في البطالة، و يقدر عدد العاطلين عن العمل في جميع بلدان منظمة التعاون و التنمية بـ 34 مليون في خريف 2008 إلى 2 مليون في عام 2010 (يحيوي، 2010، ص 173).

و هذا ما يوضحه الشكل (2-5) حيث بين كيف انخفض توظيف العمال بسبب الأزمة المالية العالمية المعاصرة في كل من (منطقة اليورو، اليابان، الولايات المتحدة).

الشكل رقم (2-5): تطورات معدلات التوظيف في كل من (منطقة اليورو، اليابان، الولايات المتحدة

الأمريكية).



المصدر: يحيوي مفيدة، واقع الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على مستوى الاقتصاد الكلي

و الجزئي، أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد الثامن، 2010، ص 177.

الفرع الثالث: انهيار البورصات و إفلاس العديد من البنوك و الشركات

تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي، فقد أدت إلى خسائر ضخمة و إفلاس في العديد من البنوك حول العالم و خاصة في آسيا و أوروبا حيث تعرض أكثر من 50 مصرفاً و شركة تأمين أمريكية و أوروبية للإفلاس خلال عام 2008، كما أعلنت أكثر من 927 شركة إفلاسها (ديبار، 2012، ص 34).

و تراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال للتقليل من حدة هذه الأزمة، أسيويا هبط مؤشر نيكاي الياباني لأسهم الشركات اليابانية بنسبة أكثر من 11 % ليسجل أكبر خسارة في يوم واحد منذ انهيار أسواق السهم عام 1987 بل أن التقارير تشير إلى أن البورصة اليابانية هبطت إلى أدنى مستوى لها منذ 25 عاماً، و في بكين

تراجعت أسعار الأسهم الصينية بمقدار 3.57 % و تراجعت بورصة هونج كونج 7.3 % بسبب مخاوف المستثمرين من تداعيات الأزمة المالية العالمية، و يرجع هذا الانخفاض الحاد في البورصات العالمية للأزمة المالية التي أصدرتها الولايات المتحدة، و كان السبب الرئيسي وراء هذه الانخفاضات هو ارتفاع حدة المضاربات في الأسواق المالية العالمية (النجار، 2009، ص ص 72، 73).

يمكن لنا تصور حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية، و قدر الانخفاض الذي لحق بالأوراق المالية، التي تأثرت بالأزمة المالية خلال سنة 2008 من خلال استعراض الجدول التالي:

الجدول رقم (2-2): معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية و أكبر القطاعات المتضررة من أهم

الدول خلال سنة 2008

الدولة	معدل الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة
الولايات المتحدة	36 %	قطاع البنوك و العقارات و السيارات.
اليابان	46 %	قطاع السيارات و الصادرات.
ألمانيا	41 %	قطاع البنوك و السيارات.
بريطانيا	34 %	قطاع البنوك و العقارات.
كندا	34 %	العقارات و هي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نموا أثناء الأزمة.
فرنسا	42 %	قطاع البنوك و السيارات.
الصين	50 %	النشاط الصناعي و اضطرت الدولة للإعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات.

النشاط الصناعي رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو و لكن دون 7 %.	50 %	الهند
قطاع الطيران و إعلان إفلاس شركة أليانا للطيران.	49 %	إيطاليا
قطاع البترول.	66 %	روسيا
قطاع الأخشاب و تراجع معدلات النمو من 10 % إلى 6 %.	50 %	اندونيسيا
قطاع التصدير.	42 %	كوريا الجنوبية
و هي نسبة عالمية على ضوء تواضع دور البورصات بها.	53 %	تركيا
قطاع البترول.	40 %	السعودية
و هي نسبة عالية على ضوء تواضع دور البورصات بها.	36 %	جنوب افريقيا
قطاع الزراعة و أكبر انخفاض في البورصة خلال 20 عام.	42 %	استراليا
قطاع المعادن و الأخشاب و السيارات.	44 %	البرازيل
سبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001.	65 %	الأرجنتين

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية،

الإسكندرية، ص 75.

أما فيما يخص البنوك العالمية فقد تعدت الأزمة حدود الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب مؤسسات مالية ضخمة في أوروبا، حيث تم في البداية انهيار بنك "نورث نروك" خامس أهم مؤسسة مصرفية بريطانية في قطاع الإقراض العقاري و الذي قامت الحكومة البريطانية بتأميمه، كما أممت الحكومة البريطانية بنك "برا فورد و بينغلي"، إضافة إلى بنك (HBOS) رابع أكبر بنك في بريطانيا، أما خارج بريطانيا فقد ضربت الأزمة العديد من البنوك، مثل بنك "جيتنر" في آيسلندا و بنك "هيوريلابستيت" في ألمانيا، كما تم تعويم المجموعة المصرفية و التأمينية العملاقة "فورتيس" (Fortis) من قبل سلطات هولندا و بلجيكا و لكسمبورغ كما جمد بنك BNB Baripas من البنوك الفرنسية الكبرى استثمارات بقيمة 2.3 مليار دولار (كورتل، 2009، ص 7).

الفرع الرابع: تولد حالة من "الركود الاقتصادي"

لم تقتصر تداعيات الأزمة المالية التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية على القطاع المالي فحسب بل تجاوزته لتشمل الاقتصاد الحقيقي، فقد أسفرت ضائقة الائتمان عن أعمق ركود يمر به الاقتصاد العالمي بواقع 1.3 % في سنة 2009، و ما زال هذا الركود يواصل التأثير في جميع أنحاء العالم (صندوق النقد الدولي، 2009، ص 144).

نتج عن هذا الركود أيضا انخفاض في القوة الاستهلاكية و إنفاق الشركات و النشاط الإسكاني، و قد أدى هذا الركود كذلك إلى تدني الاستهلاك الذي يعد القوة الدافعة للاقتصاد بنسبة 31 % و إلى انخفاض السلع المعمرة بنسبة 14 % و أول دولة تواجه ركودا اقتصاديا هي بريطانيا و تليها ألمانيا (قدي، 2009، ص 13).

المطلب الثالث: تداعيات الأزمة على اقتصاد الدول العربية

من الصعب الحديث عن آثار الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية على الاقتصاديات العربية كلها في وقت واحد نظرا لاختلاف الهيكل الاقتصادي لكل دولة و طبيعة صادراتها و وارداتها، و مدى قدرتها على الاستفادة من العوائد و خاصة تلك العوائد النفطية التي تحصل عليها البلدان العربية المنتجة للنفط، إلا أنه و بصفة عامة يمكننا تحديد بعض جوانب تأثير هذه الأزمة على الاقتصاديات العربية على سبيل المثال لا الحصر من خلال ما يلي:

الفرع الأول: التجارة الخارجية

تأثرت سلبا بهذه الأزمة بما يشمل مرافق التجارة من موانئ و قنوات مائية، و من الواضح أن الأزمة المالية و ما ارتبط بها من كساد في أسواق الدول الرأسمالية الكبرى سوف ينعكس بشكل أساسي في انخفاض وارداتها من الدول النامية و العربية، و يزيد من حرج موقف الدول العربية اتساع انكشافها على الأسواق الخارجية، و تقدر نسبة انكشاف الاقتصاد العربي على الاقتصاد العالمي إذا أخذنا في الاعتبار انخفاض نسبة التصنيع المحلي بالاقتصاديات العربية و اعتمادها على الصادرات الأولية من جهة، و على الواردات الأجنبية و بالذات الغذاء و المواد المصنعة من جهة أخرى، حيث لا تقل نسبة صادرات الوقود المعدني إلى إجمالي الصادرات العربية من 75 % و تصل في بعض الدول العربية إلى أكثر من 90 % من إجمالي الصادرات و من ناحية أخرى، تمثل الواردات من الآلات و معدات النقل نحو 36 % من الواردات العربية تليها الواردات الصناعية الأخرى و التي تشكل نحو 28 % من إجمالي الواردات العربية وفقا لبيانات عام 2006، و تقارب نسبة الواردات العربية من الأغذية و المشروبات نحو 12 % من الواردات العربية الإجمالية، و تستحوذ أسواق أوروبا و الولايات المتحدة على نحو 35 % من الصادرات العربية في حين

يأتي منها نحو 47 % من الواردات العربية الإجمالية في هذه الأسواق، و تتأثر هذه الأسواق بشكل أكبر بالأزمة المالية العالمية (دحدح، 2010، ص 3).

الفرع الثاني: تحويلات الأيدي العاملة

تعتمد الدول العربية بصورة ملموسة على تحويلات العاملين في الخارج، و تشكل العمالة العربية 23 % من قوة العمل الوافدة إلى الدول العربية المرسله للتحويلات، و هي بوجه خاص دول الخليج العربي و ليبيا و تعد مصر و اليمن و فلسطين و الأردن أهم الدول المرسله للعمالة العربية إلى دول مجلس التعاون الخليجي و ليبيا، بينما ترسل تونس و الجزائر و المغرب عمالها إلى دول الاتحاد الأوروبي خاصة فرنسا و اسبانيا (محارب، 2011، ص 124).

من خلال تقرير البنك الدولي يتبين أن أهم البلدان العربية المتلقية للتحويلات في عام 2007 و هي: مصر (5.9 مليار دولار)، و المغرب (5.7 مليار دولار)، لبنان (5.5 مليار دولار)، الأردن (2.9 مليار دولار)، الجزائر (2.9 مليار دولار)، اليمن (1.3 مليار دولار)، سوريا (0.89 مليار دولار)، و الضفة الغربية و قطاع غزة (0.6 مليار دولار) سنويا، هذا بالإضافة إلى تحويلات غير رسمية و تحويلات عينية في شكل سيارات و آلات، و أدوات منزلية و ملابس و غيرها، و تفوق هذه التحويلات و بالذات في المغرب العربي و في مصر و السودان و الأردن و لبنان، إجمالي ما تحصل عليه هذه البلدان من معونات أجنبية، أو استثمارات مباشرة (غربي، 2009، ص 7).

و تشكل التحويلات كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي 2007: لبنان (22.8 %)، و الأردن (20.3 %)، و الضفة الغربية و قطاع غزة (14.7 %)، المغرب (9.5 %) و اليمن (6.7 %) و تونس (5 %)، و مصر (5 %) و جيبوتي (3.8 %) و سوريا (2.3 %)، و الجزائر (2.2 %)، و لذلك فهي ذات تأثير هام على أداء الاقتصاد الكلي بهذه الدول، و في السابق تميزت هذه التحويلات عن باقي التدفقات المالية

باستقرارها النسبي، فضلا عن دورها في تحسين الجدارة الائتمانية للدولة المستقبلية الأمر الذي يعزز قدرتها على الاقتراض من أسواق المال العالمية، و بالطبع سينخفض الطلب على العمالة العربية المهاجرة كنتيجة لتراجع حجم الأعمال في الدول المستقبلية للعمالة و بالذات في قطاعات التشييد و البناء يعاني العامل العربي و بالذات في الأسواق الأوروبية، من التمييز، حيث أنه آخر من يستخدم و أول من يطرد و تشير بعض التقديرات إلى انخفاض العمالة الواردة إلى الخليج العربية بمعدل يصل إلى 30 % خلال عام 2009 و يلاحظ أن الطلب على العمالة المهنية مثل الأطباء و المهندسين و المدرسين قد لا يتأثر كثيرا و إن تأثرت رواتبهم بالانخفاض مع زيادة المنافسة و بالذات من العمالة الآسيوية (كرستينا و آخرون، 2009، ص 70).

الفرع الثالث: الطلب على النفط و مستوى أسعاره

إن الاقتصاديات العربية في معظمها تعتمد على إنتاج و تصدير النفط، و شاهدنا أن الأزمة أدت إلى انخفاض سعر البترول بأكثر من 60 %، هذا إضافة إلى اضطرار دول الأوبك إلى تخفيض إنتاجها من النفط، و يعتبر هذا التأثير هو الأبرز للأزمة على الاقتصاديات العربية خاصة إذا أخذنا في الاعتبار أن الإيرادات النفطية هي المصدر الوحيد للدخل تقريبا في الكثير من الدول العربية مما يعني أن الإنفاق الحكومي و هو المحرك الأساسي للاقتصاد سوف يتأثر وفقا لذلك (فياض، الزاندي، 2009، ص 19).

و تتمثل الدول العربية المصدرة للنفط و الغاز الطبيعي هي: الإمارات، البحرين، الجزائر، السعودية السودان، سوريا، العراق، عمان، قطر، الكويت، ليبيا، مصر و اليمن، حيث نجم عن الأزمة المالية العالمية هبوط في الإيرادات النفطية للدول العربية المصدرة للنفط و الغاز الطبيعي و هذا ما سنحاول توضيحه في الجدول الموالي:

جدول (2-3): الإيرادات العامة العربية من القطاع النفطي

النسبة من الإيرادات العامة و المنح			نسبة التغير السنوي (%)			القيمة (مليار دولار)			المجموعة
2009	2008	2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007	
78.4	85.6	81.5	46.5-	60.4	9.1	261.8	489	304.9	دول مجلس التعاون الخليجي
57.5	68.6	64.4	40.5-	51.9	13.4	120.5	202.6	133.4	الدول النفطية الأخرى
70.3	79.8	75.4	44.7-	57.8	10.4	382.3	691.6	438.3	الإجمالي للدول العربية المصدرة، منها:
78.2	85.9	82.4	45.9-	58.7	10.8	315.2	648.8	408.8	الدول المصدرة الرئيسية للنفط

المصدر: نبيل جورج دحدح، تداعيات الأزمة المالية العالمية على أوضاع المالية العامة في الدول العربية

المصدرة للنفط و الغاز الطبيعي، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي أبو ظبي، 2010، ص 13.

نلاحظ من الجدول أن الإيرادات النفطية شهدت تراجع كبير، حيث كانت وطأة الانخفاض أشد بشكل عام في دول مجلس التعاون الخليجي و في الدول العربية المصدرة للنفط الخام، حيث تراجعت الإيرادات النفطية فيهما بنسبة 46.5 % و 45.9 % على التوالي في عام 2009، و قد تراوحت نسبة الانخفاض في الإيرادات النفطية في السعودية و الجزائر و ليبيا و الكويت و الإمارات ما بين 55.8 % و 40 %.

و أثرت الأزمة على مساهمة الإيرادات النفطية في إجمالي الإيرادات العامة و المنح، حيث هذه المساهمة في الدول العربية المصدرة للنفط و الغاز الطبيعي إلى 70.3 %، و في دول مجلس التعاون

الخليجي إلى 78.4، و في دول العربية المصدرة الأخرى إلى 57.5 % في عام 2009، كما تراجع هذه المساهمة في الدول العربية المصدرة الرئيسية للنفط الخام و الغاز الطبيعي إلى 78.2 % في العام ذاته.

الفرع الرابع: البنوك و الأسواق المالية

إن انكشاف البنوك العربية على أزمة الرهن العقاري الأمريكي و أدواته المالية يعتبر محدودا، فمعظم البنوك العربية لا تستثمر سوى القليل في مثل هذه الأدوات، و حسب استطلاع أجرته شركة التصنيف الائتماني "ستاندر آند بورز" أخيرا فإن مجموع استثمارات بنوك المنطقة في سندات الرهن العقاري ذات التصنيف الائتماني المنخفض لا يزيد عن 1 % من مجموع أصول هذه البنوك (Banque mondiale, 2009).

أما التقلبات الحاصلة في أسواق المال العالمية نتيجة الأزمة المالية العالمية كان لها أثر على البورصات العربية التي شهدت خلال عام 2008 تقلبات حادة و تراجع غير مسبوق في مؤشرات متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية التي امتدت لتتطال كافة البورصات العالمية و العربية على حد سواء، و هذا ما تم التطرق له في الفصل الثالث (الداوي، 2009، ص 14).

الخلاصة

لقد تطرقنا في هذا الفصل الذي جاء بعنوان الأزمة المالية العالمية، ففي المبحث الأول تم التطرق إلى تعريف الأزمات المالية، بأنها اضطرابات تصيب النظام المالي و الأسواق المالية، و تؤدي الأزمة إلى آثار غير مرغوب فيها، و تتنوع هذه الأزمات بحيث تنقسم إلى: أزمة العملة و أزمة مصرفية بالإضافة إلى أزمة مديونية، و لا تعد كل أزمة مستقلة عن الأخرى، بل هي كلها تتأثر و تؤثر على بعضها البعض من خلال مكوناتها الأساسية و أبعادها و البيئة المحيطة بها، كما تعرفنا على أهم الأزمات المالية و أسبابها و نتائجها.

كما تناولنا في المبحث الثاني جذور الأزمة المالية العالمية و التي جاءت نتيجة العجز عن سداد الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، و هو ما عرف بأزمة الرهون العقارية، و العديد من الأسباب و التطورات كأسعار الفائدة و التوسع في منح الائتمان و كذلك التوريق و المشتقات المالية لها دور في خلق الأزمة، كما تبين لنا أن خسائر الائتمان قد تفاقمت بحيث اضطرت البنوك و المؤسسات المالية المختلفة إلى بيع أصولها بأسعار متدنية، حيث زاد من تنامي هذه الخسائر الأمر الذي أدى إلى تراجع الثقة في الأسواق بشكل كبير، و هذا ما أدى إلى ظهور أزمة مالية عالمية نتجت عنها العديد من الخسائر.

أما في المبحث الثالث توصلنا إلى أن الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية ضربت الاقتصاد الأمريكي و امتدت إلى الاقتصاد الأوروبي، و قد انعكست آثارها السلبية على جميع اقتصاديات العالم و بقدر انفتاح كل منها و اندماجه في الاقتصاد العالمي و العربي، و انتقلت هذه الأزمة من النطاق المالي إلى الاقتصاد الحقيقي مع تأثير حجم الطلب العالمي الكلي، و انخفاض حجم الصادرات، مما أدى إلى انخفاض غير مسبوق في أسعار المواد الخام و السلع الصناعية كافة.

تمهيد

في ظل العولمة ومع اتساع دائرة اندماج الاقتصاديات العربية مع الأسواق المالية العالمية و انعكاسات صدمتها السلبية، كما أن شدة اعتماد اقتصاديات الدول العربية على الولايات المتحدة و الدول الأوروبية تصديرا و استيرادا، يجعلها شديدة الحساسية لأيّة تغيرات اقتصادية و مالية خارجية تحدث في تلك الدول، خاصة في مجالات تقلبات أسعار الصرف و التضخم و تغيرات أسعار النفط و في السياسات المالية و النقدية و غيرها من التحولات و التداعيات الأخرى.

تختلف الآثار التي انعكست على الدول العربية جراء الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية من دولة إلى أخرى نظرا لاختلاف الهيكل الاقتصادي لكل دولة و طبيعة صادراتها و مستورداتها و مدى انفتاحها و انكشافها على العالم الخارجي.

رغم أن أسواق الأوراق المالية العربية يضي عليها طابعها المحلي، إلا أنها تعتبر شديدة الحساسية تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسية خارجية، فقد شهدت هذه الأسواق خلال عام 2008 تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية، فبعد التحسن النسبي في أدائها خلال عام 2007 و في بداية عام 2008 عادت مؤشرات هذه الأسواق إلى الهبوط مع تفاقم الأزمة المالية العالمية.

على هذا الأساس تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث تتمثل فيما يلي:

المبحث الأول: الأسواق المالية العربية

المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية

المبحث الثالث: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تجاوزها

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية العربية

لقد وجدت أسواق الأوراق المالية العربية منذ زمن بعيد كبورصتي القاهرة و الإسكندرية بمصر إلا أن أغلبها حديثة العهد، فمنها يعود تأسيسها في فترة الاستعمار كبورصة بيروت، و الدار البيضاء و البعض الآخر أنشئ في فترة الاستقلال كبورصة عمان، الجزائر، الكويت، سوق الأسهم السعودي حيث تتباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها و نشاطها و تنظيمها، و لقد وردت عدة تقسيمات نتيجة هذا التباين.

المطلب الأول: مجموعات الدول العربية

لقد تباينت القنوات الرئيسية لاقتصاديات الدول العربية و خاصة التغيرات التي تتعرض لها الاقتصاديات العربية في ظل الأزمات، و ذلك بحسب طبيعة اقتصادياتها و درجة انفتاحها و ارتباطها بالاقتصاد العالمي لذلك تم تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات.

1. المجموعة الأولى دول مجلس التعاون الخليجي

و هي بورصات دول الفائض المالي و الحرية الاقتصادية و تتكون المجموعة الأولى من: الإمارات، البحرين، السعودية، عمان، قطر و الكويت، و التي تتسم بأنظمة مالية و تجارية منفتحة و ذات انكشاف عال على الأسواق المالية العالمية، فإن ارتباطها الوثيق بكل من النظام المالي العالمي و الأسواق العالمية للسلع و في مقدمتها النفط و الغاز و البتروكيمياويات، حيث كانت القنوات الرئيسية لامتداد الأزمات المالية خاصة الأزمة المالية العالمية إلى اقتصادياتها (بوسكاني، 2005، ص 174).

2. مجموعة الدول العربية ذات الانكشاف المالي المتوسط

و هي مجموعة الدول التي تكون درجة انكشافها و الارتباطات البنينة بينها و بين أسواق المال العربية متوسطة نسبيا، إلا أن اقتصادياتها تعتمد على الإيرادات النفطية و بالتالي فان الطلب العالمي و الأسعار العالمية للنفط تؤثر كثيرا على السياسة المالية المتبعة في هذه الدول و المسايرة للدورة الاقتصادية العالمية، أي أن النفقات الحكومية ترتفع مع ارتفاع إيرادات النفط و تنخفض مع انخفاض تلك الإيرادات و ذلك في معظم تلك الدول و من أمثلة هذه الدول (زروق، 2011، ص 9).

3. مجموعة الدول العربية ذات الانكشاف المالي المنخفض

و هي مجموعة الدول التي تكون درجة انكشافها المالي متواضعة أو منخفضة نسبيا على أسواق المال العربية، فهي دول يعتمد القطاع المصرفي المالي فيها على موارد الاقراض المحلي، و بالتالي لا تتأثر اقتصادياتها بصورة مباشرة بالتقلبات في أسواق المال العالمية، غير أن الصدمات الخارجية تنتقل إلى اقتصادياتها من خلال ارتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة و شركائها التجاريين الرئيسيين في الاتحاد الأوروبي و الولايات المتحدة، و من أمثلة هذه الدول ليبيا و السودان(موسى، 2009، ص 10).

المطلب الثاني: دوافع انشاء البورصات العربية و أهميتها

لقد شهدت السنوات الأخيرة إنشاء العديد من البورصات العربية، و انطلاق العديد من برامج الاصلاح و التحديث للبورصات العربية الموجودة، سعيا من السلطات القائمة على إدارتها في أن تواكب بورصاتها التطورات التي تشهدها مختلف البورصات العالمية.

الفرع الأول: دوافع انشاء البورصات العربية

و يعود انشائها إلى عدة أسباب أهمها:

- 1- فشل سياسات الاستدانة و الاقتراض الخارجي فقد واجه عدد كبير من الدول العربية مشكل عدم توفر رؤوس الأموال نتيجة لشح الموارد المالية أو نتيجة العجز النسبي في وسائل تجميعها الأمر الذي دفع الحكومات إلى الاعتماد على التمويل الخارجي كوسيلة لتمويل التنمية المحلية، إلا أن نتيجة هذه السياسات أدت إلى المزيد من التراجع بسبب التكاليف العالية للتمويل، و هو ما دفع الحكومات العربية المتعاقبة إلى تبني سياسات تحفز عملية الادخار المحلي من خلال توجيه المدخرين المحليين نحو بورصات الأوراق المالية التي سعت إلى رعايتها و تنظيمها (راتول، مداحي، 2011، ص 6).
- 2- حاجة الحكومات في أغلب الدول العربية إلى اصدار السندات الحكومية و أدوات الخزينة لتمويل عجز الموازنات العامة.
- 3- ارتفاع حجم الفوائض المالية التي حققتها الدول النفطية في الوقت الذي تشح فيه الموارد المالية و بشدة في دول عربية أخرى، و تمثل بورصات الأوراق المالية النشطة و المنظمة القناة التي ستسهل عملية انتقال هذه الفوائض إلى دول العجز ما دفع بالقائمين على العمل العربي المشترك للسعي نحو تنسيق بين الدول العربية في هذا المجال (بن دحان، 2012، ص 54).
- 4- تبني أغلب الدول العربية لبرامج إصلاح تسعى إلى التأكيد على أهمية دور القطاع الخاص و دعمه من خلال برامج الخصخصة و تعديل القوانين المتعلقة بإنشاء شركات مساهمة (راتول، مداحي، 2011، ص 7).

- 5- التطورات المتسارعة التي شهدتها بورصات الأوراق المالية في العالم من خلال تنوع أدواتها و الشفافية التي تكتسي هذا النوع من الأسواق و توفر المعلومات و سهولة التعامل بها الأمر الذي جذب انتباه شريحة كبيرة من المواطنين و المدخرين في الدول العربية.
- 6- النجاحات الكبيرة التي حققتها الدول الناشئة التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها إضافة إلى نجاح برامج الإصلاح فيها الأمر الذي دعمها لتحقيق معدلات نمو مرتفعة و أصبحت بذلك مغرية لرؤوس الأموال الباحثة عن فرص لتعظيم أرباحها و من بين هذه الدول: الأرجنتين البرازيل، الفلبين، تايلاند، تركيا، سنغافورة، فنزويلا، البرتغال، الهند، إندونيسيا، ماليزيا، المكسيك اليونان، الصين، الشيلي، كوريا الجنوبية (مبروك، 2007، ص 57).

الفرع الثاني: أهمية وجود بورصات عربية

تكتسي عملية إنشاء بورصات عربية فاعلة داخل الوطن العربي أهمية بالغة خاصة في ظل التطورات و الأحداث العالمية المتمثلة في توسع عمليات التحرير و الانفتاح، أو تلك الأحداث التي عرفتها المنطقة العربية المتعلقة بتوجه برامج الإصلاح الاقتصادي أساسا للتأكيد على دور القطاع الخاص في دعم عملية التنمية الاقتصادية و يمكننا أن نبرز أهمية وجود بورصات للأوراق المالية فاعلة داخل الوطن العربي في النقاط التالية (زيان، 2011، ص 13):

- 1- تعتمد الحكومات العربية على بورصات الأوراق المالية في انجاح عمليات الخصخصة من خلال طرح أسهم الشركات العامة للتداول و الاكتتاب.
- 2- تساهم بورصة الأوراق المالية بشكل أساسي في حشد المدخرات الوطنية و توجيهها نحو مختلف القطاعات الاقتصادية على أساس تنافسي ما يرفع من كفاءة أداء المؤسسات داخل الاقتصاد.

- 3- لا غنى عن بورصات عربية متطورة و ذات كفاءة عالية و متكاملة مع بعضها لاستعادة الأموال العربية المهاجرة.
- 4- إن وجود بورصات عربية ذات كفاءة و تضم شريحة واسعة من المتعاملين يساعد السلطات النقدية في الدول العربية على إدارة سياستها النقدية بفعالية أكبر.
- 5- يساعد وجود بورصات أوراق مالية ذات كفاءة الحكومات العربية على تنمية الوعي الادخاري و الاستثماري لدى المواطنين.
- 6- إن دور الرقابة الغير رسمية على أداء الشركات الذي تمارسه البورصات سيحفز هذه الشركات على تحسين أدائها و على رفع من أرباحها و معدلات نموها سنويا.
- 7- يساهم وجود بورصات عربية فاعلة على ظهور مشاريع جديدة و توسيع أخرى ما يوفر العديد من فرص العمل التي تسمح بالتخفيض معدلات البطالة و كذلك يرفع من حجم الانتاج الوطني.

المطلب الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية

تماشيا مع التطورات الاقتصادية العالمية لم يعد بوسع الدول العربية إلا مساندة هذه الأوضاع و من بين الجهود المبذولة في هذا الاتجاه تطوير أسواق الأوراق المالية، حيث قامت أغلب الدول العربية بتطبيق برامج تخصيص واسعة النطاق أوجدتها ظروفها الاقتصادية المتردية، من ثقل حجم مديونيتها الداخلية و الخارجية، و عجز قطاعها العام عن أداء دوره في احداث تنمية اقتصادية، الأمر الذي دفع بكل السلطات في الدول العربية إلى السعي لإنشاء و تطوير أسواق الأوراق المالية و محاولة تنظيمها بالشكل الذي يجعلها قادرة على أداء دورها (خبابة، 2004، ص 7).

تمكنت أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من أن تكون قنوات مهمة لتعبئة الادخارات و التخصيص الكفاء للموارد من خلال مساهمتها في تمويل استثمارات المؤسسات الحكومية و الخاصة

في الأصول المنتجة، و غالباً ما كان يتم هذا التمويل على شكل قروض مما زاد من مديونية المؤسسات إلى جانب وجود قطاع عام عاجز، و لم تتجو من هذا حتى الدول التي كانت خلال سنوات قليلة مضت تحقق فائض على حاجياتها المحلية، أمام هذا الاتجاه نحو عولمة الأسواق المالية و تفاقم المديونية و عزوف الأسواق المالية الدولية عن تقديم قروض جديدة، كان على الدول العربية إعادة النظر في أنظمتها المالية و من بينها تطوير أسواقها المالية (زبطاري، 2004، ص 98).

يبلغ عدد الدول العربية التي لديها أسواق الأوراق المالية 16 دولة في كل من (الأردن، مصر المغرب، الجزائر، تونس، البحرين، السعودية، الكويت، عمان، العراق، قطر، الامارات، لبنان، فلسطين السودان، سوريا) يصدر بياناتها و يرصد تطوراتها صندوق النقد العربي بشكل فصلي، الذي أنشأ قاعدة بيانات للأسواق العربية بهدف جمع البيانات حول أنشطة البورصات العربية، و معالجتها بصورة منسقة و اعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة، و نشرها بصورة دورية و منتظمة، لزيادة الوعي الاستثماري في هذه الأسواق، و تفعيل دورها التنموي في الاقتصاد، و تمكين المستثمرين فيها من اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة (حجاج، 2012، ص 134).

و يعود تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترات السبعينات و الثمانينات من القرن الماضي، باستثناء سوق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية، إذ يعود تاريخ انشائها إلى سنة 1883، تلتها بورصة بيروت 1920، و بورصة الدار البيضاء سنة 1929 و لم يكن في المنطقة العربية حتى منتصف عقد الثمانينات سوى ستة بورصات في كل من مصر و المغرب و تونس و الأردن و الكويت و لبنان، و في عام 1989 شهدت المنطقة العربية قيام سوق البحرين المالي و سوق مسقط للأوراق المالية، و سوق بغداد المالي، إضافة إلى سوق الأسهم السعودي، أما العقد الأخير من القرن

العشرين فقد شهدت تطورات ملحوظة في مجال إنشاء بورصات جديدة في كل من السودان، قطر فلسطين، الإمارات و الجزائر (بن دحان، 2012، ص 79).

شهدت البورصات العربية تغيرات و تطورات تختلف من بورصة لأخرى في الأطر التشريعية و القانونية و الفنية المنظمة لها بما يحفز و يطور هذه الأسواق، و يأتي في مقدمتها تشريعات متعلقة بقوانين أسواق الأوراق المالية و قوانين الشركات و البنوك و مدقي الحسابات (بن دعاس، 2006، ص 74).

و قد قامت معظم البورصات العربية بتطوير قواعد قيد الأوراق المالية، و تأسيس صناديق الاستثمار و ادخال نظم التداول الآلي، بالإضافة إلى أدوات مالية و استثمارية جديدة، مع منح حوافز ضريبية للمستثمرين في الأسواق المالية (حجاج، 2012، ص 135).

عرفت بعض أسواق الأوراق المالية العربية فترات ركود جعلتها تنطلق من الصفر، فمع بداية الستينات و ظهور النظام الاشتراكي في مصر غير من مصير البورصة، حيث كان لتحويل المؤسسات الخاصة لملكية الدولة و محاولة الحد من اعتماد الاقتصاد على القطاع الخاص نتائج سلبية مباشرة و فورية على نشاط البورصة المصرية (عاكوم، 2009، ص 5).

كما تعرضت بورصة الدار البيضاء للانهايار بسبب هروب رؤوس الأموال و المستثمرين الأجانب بعد الاستقلال، و تعرضت بورصة بيروت للإغلاق لمدة ثلاثة عشر سنة بسبب الحرب ليعاد فتحها سنة 1993، فالملاحظ أن الأسواق التي كان من الممكن أن تكون الأنشط بحكم طول فترة تواجدها لم تتح الفرصة أن تعمل بشكل مستمر منذ تاريخ انشائها (زيطاري، 2004، ص 108).

إذا كانت هذه الأسواق قد تعرضت للانهيارات لأسباب خارجية عن نشاط السوق كتغير النظام الاقتصادي أو الحروب، فإن سوق الكويت كذلك عرف الركود سنة 1982 و ذلك لأسباب داخلية متعلقة بنشاط السوق حيث ظهر سوق موازي للأوراق المالية لسوق الكويت الرسمي و عرف بسوق المناخ

و كان ذلك نتيجة منع الحكومة تأسيس شركات مساهمة جديدة، و عدم السماح لزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة، و قد ظهرت بوادر الأزمة عندما انحرف التعامل بالسوق الموازي إلى التعامل بالأجل و التي أخذت في الاتساع بشكل مبالغ فيه و ما صاحب ذلك من مضاربات شديدة، و بالتالي برز ما تم تسميته بسوق المناخ، و تعتبر هذه الأزمة من أكبر الأزمات التي شهدتها الأسواق المالية العربية

(حاج موسى، علوي، 2010، ص 122).

المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق المال العربية

امتدت آثار الأزمة المالية العالمية لعام 2008 على معظم دول العالم عن طريق عدة قنوات تم ذكرها سابقاً، و قد نالت الأسواق المالية العربية حصتها من هذه الأزمة إذ أن تأثر أسواق المال يتم اكتشافه من خلال المؤشرات المالية للسوق (البورصة) و بيان مدى التأثير في كل سوق مالي و بحسب العلاقات المالية و المصرفية أو ما يطلق عليه درجة الانكشاف المالي على أسواق المال الأمريكية و العالمية، و فيما يلي سنتناول مجموعة أسواق مالية عربية مختارة ضمن المجاميع الثلاثة للدول العربية للتعرف على حجم التأثير الذي تسببت به الأزمة المالية العالمية الأخيرة من خلال ملاحظة التغيرات و معدلات النمو الحاصلة في المؤشرات المالية لهذه الأسواق.

المطلب الأول: انعكاسات الأزمة المالية على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي

تعتبر أسواق دول الخليج أكثر الدول تضرراً بالأزمة المالية العالمية باعتبارها أكثر انفتاحاً على الاقتصاد العالمي، حيث تلعب البنوك الدولية دوراً مهماً في الأسواق المالية فقد ارتفعت في النصف الثاني من عام 2008 معدلات الفائدة على الودائع المتداولة في البنوك بشكل حاد، فعلى سبيل المثال ارتفعت في دولة الامارات العربية المتحدة معدلات الفائدة لثلاثة أشهر بمقدار 2.3 % في غضون 3 أشهر، و لا زال هذا الارتفاع مستمر بالرغم من تخفيض معدلات الفائدة على الودائع الدولارية الدولية، كما ارتفع الفارق بين العائد على سندات الشركات الصادرة في دول مجلس التعاون الخليجي و معدل الفائدة على الودائع الدولارية الدولية (نصار، 2015).

ارتفع الفارق بين العائد على سندات الشركات الصادرة في دول مجلس التعاون الخليجي، و معدل الفائدة على الودائع الدولارية الدولية من 1.45 % في نهاية عام 2007 إلى 5 % في نهاية عام 2008

و لقد تأثرت بطبيعة الحال أسواق الأسهم بالأزمة إلا أن هبوط هذه الأسواق يعكس عوامل محلية اضافية إلى تأثير انهيار الأسواق العالمية (موسى، 2009، ص 7).

تم اختيار سوقين يمثلان نموذجا لأسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي و هما سوق دبي و سوق مسقط للأوراق المالية و سيتم الحديث عنهم من خلال ثلاث مؤشرات مالية هي:

1- مؤشرات القيمة السوقية

2- مؤشرات حجم التداول

3- مؤشر معدل دوران السهم

الفرع الأول: أثر الأزمة المالية على سوق دبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، و لقد بدأ مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000، كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة، و السندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية، أو أية حكومات محلية، و وحدات صناديق الاستثمار... إلخ (رشام، 2008، ص 105).

في 27 ديسمبر 2005، تم تحويل السوق إلى شركة مساهمة عامة بقرار من المجلس التنفيذي لإمارة دبي، برأسمال قدره 68 مليار درهم، طرح ما نسبته 20 % للاكتتاب العام، و يعتبر سوق دبي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب في الشرق الأوسط (موقع سوق دبي، 2015).

كانت إمارة دبي ضمن دول مجلس التعاون الخليجي في الوضع الأسوأ بسبب اعتماداتها الكبيرة على الاقتراض لتمويل المشاريع الإنشائية، و بالتالي فهي معرضة لمخاطر انهيار كبير في سوق العقار و كذلك إلى مخاطر إعادة تمويل القروض (بوسكاني، 2005، ص 216).

الجدول الآتي يمثل تطورات المؤشرات المالية في سوق دبي للأوراق المالية و معدلات النمو

الحاصلة فيها للمدة (2003-2009) كآلاتي:

جدول (1-3): معدلات نمو مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية للمدة (2003-2009)

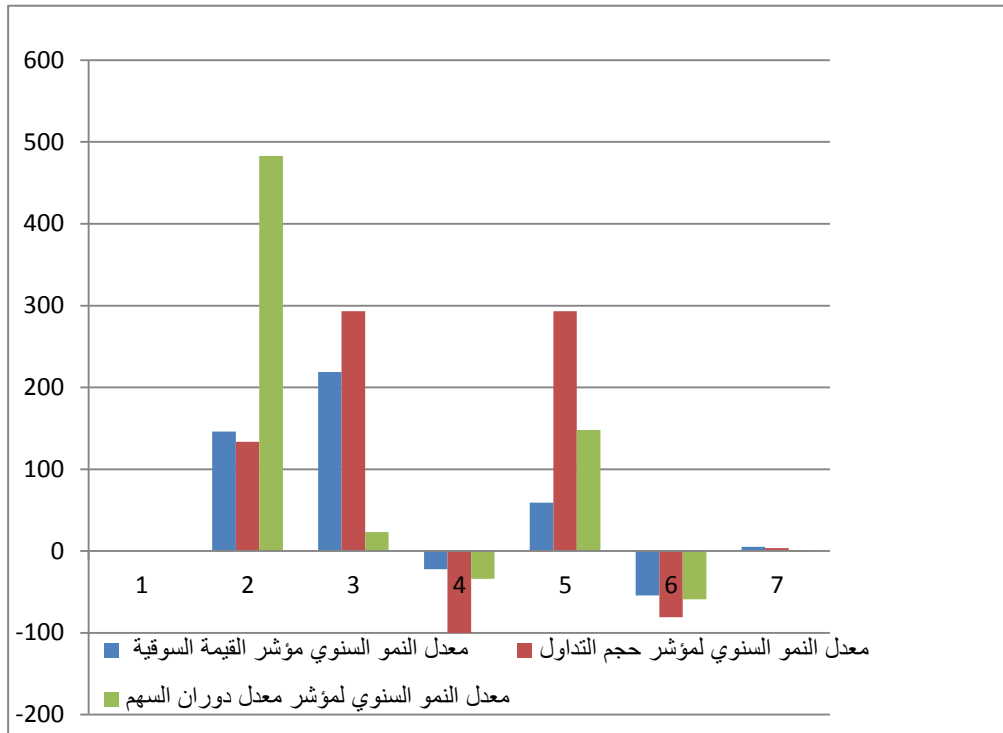
السنوات	مؤشر القيمة السوقية (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر حجم التداول (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر معدل دوران السهم (%)	معدل النمو السنوي (%)
2003	14284.23	-	477.87	-	3.35	-
2004	35090.9	146	6856.07	133.5	19.54	483
2005	111992.68	219	26914.02	293	24.03	23
2006	86895.0	(22.4)	13.734	(99.95)	15.8	(34)
2007	138179.0	59	53.983	293	39.1	148
2008	63099.0	(54.34)	10.241	(81)	16.2	(59)
2009	66468.0	5.34	10.616	3.7	16.0	(1.24)

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، النشرات الفصلية للسنوات

(2003-2009)

() : الأرقام التي بين الأقواس نسب سالبة

(**): البيانات الواردة في هذه النشرة خاصة بالربع الثالث من عام 2009.



على الرغم من أن دولة الإمارات العربية المتحدة قد قامت بتقديم ضمانات للودائع المصرفية من المخاطر الائتمانية و ذلك لتنشيط و تعزيز الثقة في القطاع المالي و المصرفي في الإمارات، إلا أن هذا الإجراء لم يمنع المستثمرين الأجانب من الابتعاد و الخروج من السوق الإماراتية من عام 2008، اذ بلغ حجم الخسائر التي تكبدها المتعاملون في مجمل السوق المالية الإماراتية نحو 460.76 مليار درهم إماراتي، و كان نصيب سوق دبي منها نحو مليار درهم.

و يلاحظ من الجدول (1-3) أن مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية (مؤشر القيمة السوقية و مؤشر حجم التداول و مؤشر معدل دوران السهم) قد انخفضت بنسبة كبيرة في عام 2008 و هذا ما أظهرته معدلات النمو السنوية إذا سجلت هذه المؤشرات معدل نمو سالب بلغ (54.34%، -81% -59%) على التوالي مما يبين حجم التأثير الكبير للأزمة المالية العالمية على سوق دبي للأوراق المالية. و لكن من الملاحظ في هذه البيانات أن جميع المؤشرات المالية في عام 2006 قد سجلت انخفاض كبيراً و واضحاً و بمعدلات نمو سالبة أيضاً و كالاتي (22.4%، -99.95%، 34%) مما يدل على أن جذور هذه الأزمة كانت قبل عام 2008 و كان التأثير واضحاً في عام 2006.

الفرع الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق مسقط للأوراق المالية

أنشئ سوق مسقط للأوراق المالية بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 53/88 بتاريخ 21 جوان 1988 بهدف إيجاد جهاز يتولى مهام تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية و قد كان هذا الجهاز في بادئ الأمر تابع للحكومة و أوكل إليه مهمة الإشراف على التعاملات بالأوراق المالية و استمر عمل السوق إلى غاية صدور المرسوم السلطاني السامي رقم 80/98 الذي ألغى مرسوم 53/88 المنشئ لسوق مسقط ليحل محلها جهازان هما (موقع سوق مسقط للأوراق المالية www.msm.gov.om):

1- الهيئة العامة لسوق المال

هي هيئة رقابية مستقلة تقوم بالرقابة على أعمال السوق و شركة الإيداع المركزي و المتعاملين فيهما و تقوم كذلك بمنح التراخيص و تنظيم تداول الأوراق المالية.

2- سوق مسقط للأوراق المالية

نصت المادة 9 من القانون رقم 80/89 على أنه يتم تداول الأوراق المالية في سوق يسمى (سوق مسقط للأوراق المالية) و يتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية و يكون مقره مسقط.

حيث بدأ نشاط التداول في سوق مسقط للأوراق المالية خلال عام 1989 بعدد 68 شركة مساهمة منها 19 شركة معلقة، و قدر رأس المال الموحد المدفوع بحوالي 225 مليون ريال عماني (663 مليون دولار أمريكي)، و قد ازدادت رسملة السوق لتصبح أربعة أضعاف منذ إنشائها، و ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة حوالي 23 مرة من 11.8 مليون ريال عماني (31 مليون دولار أمريكي) إلى 267 مليون ريال عماني (694.2 مليون دولار أمريكي)، و بنهاية عام 1996 كان هناك عدد 145 شركة

مساهمة من بينها 35 شركة مساهمة مغلقة بلغت عندئذ رسملة السوق الإجمالية 1.6224 مليون دولار عماني.

3- شركة مسقط للمقاصة و الإيداع

و قد تأسست بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 82/98 في 1998/02/25، حيث تمتلك سوق مسقط للأوراق المالية 40 % من رأسمالها في حين تمتلك البنوك و شركات الوساطة الحصة الباقية (بن دحان، 2012، ص 53).

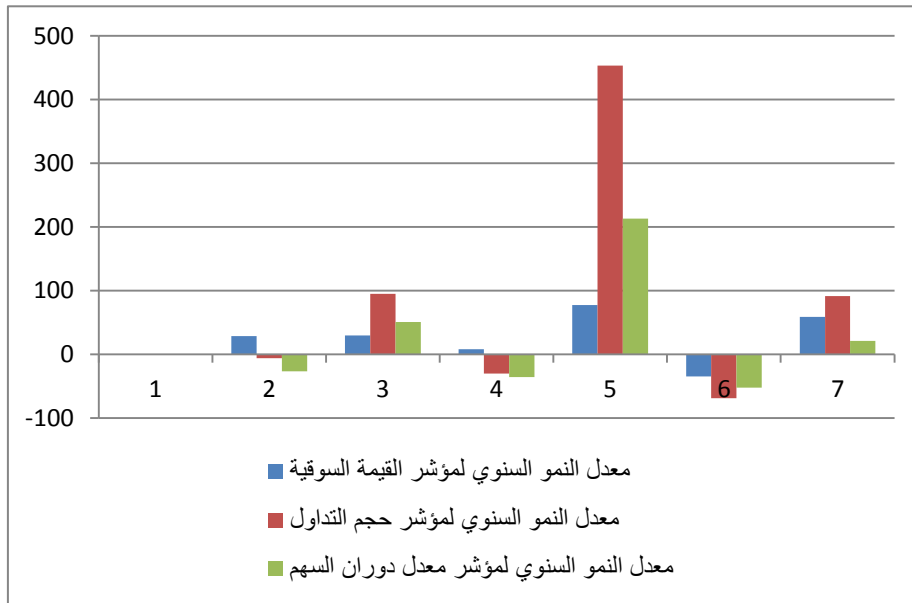
و الجدول التالي يمثل تطور المؤشرات المالية في سوق مسقط للأوراق المالية و معدلات نموها للمدة (2003-2009):

جدول (3-2): تطور المؤشرات المالية في سوق مسقط للأوراق المالية و معدلات نموها للمدة (2003-2009)

السنوات	مؤشر القيمة السوقية (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر حجم التداول (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر معدل دوران السهم (%)	معدل النمو السنوي (%)
2003	7246.23	-	387.43	-	5.35	-
2004	9317.66	28.6	364.96	(5.8)	3.92	(26.73)
2005	12062.05	29.5	711.75	95.02	5.9	50.51
2006	13033.50	8.1	496.8	(30.2)	3.8	(35.6)
2007	23086.0	77.13	2747.0	452.9	11.9	213.16
2008	15139.0	(34.42)	862.2	(68.6)	5.7	(52.1)
2009	24053.4	58.9	1650.3	91.41	6.9	21.1

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، النشرات الفصلية للسنوات

(2003-2009)



يوضح الجدول رقم (2-3) أهم المؤشرات المالية في سوق مسقط للأوراق المالية و معدلات النمو الحاصلة فيها للمدة (2003-2009)، إذ يشير إلى الارتفاع المستمر لمؤشر القيمة السوقية لسوق مسقط للأوراق المالية خلال مدة الدراسة ما عدا عام 2008، إذ انخفض بصورة كبيرة و حقق معدل نمو سالب بلغ (34.42%) و هذا يدل على التأثير الكبير للأزمة المالية العالمية على السوق، أما مؤشرات حجم التداول و معدل دوران السهم فقد تذبذبت في مستويات ارتفاعه و انخفاضه و لكن من الملاحظ أنه حقق معدل نمو سالب و كبير في عام 2008 بلغ (68.6%) فيما بلغ معدل نمو دوران السهم نحو (52.1-%) مما يبرهن على حجم التأثير الكبير بالأزمة المالية العالمية و سريان آثارها على سوق الأوراق المالية في مسقط.

و من الجدير بالذكر أن مؤشرات سوق مسقط للأوراق المالية قد تأثرت جزئياً في عام 2006 إذ بلغ معدل النمو في مؤشر حجم التداول و معدل النمو السنوي في مؤشر معدل دوران السهم (30.2-%) و (35.6%) على التوالي مما يبين أن هناك بدايات للأزمة المالية بالإمكان اتساعها في أي وقت و هذا فعلا ما حدث في عام 2008.

المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق مصر للأوراق المالية

تتشكل البورصة المصرية من بورصتين، بورصة الإسكندرية التي تأسست في سنة 1883، و بورصة القاهرة التي تأسست سنة 1890، (و تعتبر البورصتين مؤسسة واحدة بموقعين مختلفين) حيث يتم التداول عن بعد من بورصة الإسكندرية و تستخدم البورصتين نفس نظام التداول، و نفس قاعدة البيانات و يخضعان لمجلس إدارة واحد، و يعين رئيس مجلس الوزراء المصرفي رئيس مجلس الإدارة لمدة 3 سنوات قابلة للتجديد، أما أعضاء مجلس الإدارة فيتم تعيينهم بالنسبة التالية 60 % من أعضاء مجلس الإدارة يعينون من الشركات المتعاملة في البورصتين (شركات السمسرة، و شركات إدارة صناديق الاستثمار، بنوك الاستثمار... الخ) عن طريق الانتخاب، أما 40 % الباقية فيتم تعيينهم من طرف مجلس الوزراء (صايفي، 2008، ص 135).

و قد عرفت بورصة الأوراق المالية المصرية ثلاث مراحل رئيسية:

المرحلة الأولى: منذ تأسيسها إلى غاية صدور قوانين التأميم

حيث أصدرت الحكومة أول اللوائح التنظيمية بموجب أمر عالي سنة 1909، و قد عرفت البورصة المصرية مرحلة ركود في فترة الحرب العالمية الأولى (1914-1917) و شهدت بعدها انطلاقة و استعادة لنشاطها حيث أصدرت العديد من المراسيم الملكية و اللوائح العامة المنظمة لتعاملات البورصة و قد بلغت البورصتين أوج نشاطهما في الأربعينات من القرن الماضي حيث احتلت البورصة المصرية المركز الخامس عالمياً (تقرير اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا) (اسكوا، 2006، ص 4).

و في سنة 1953 أصدر قانون رقم 326 القاضي بمنح السماسرة لوحدهم امتياز التعامل داخل البورصة، و قد بلغ عدد مكاتب السمسرة 21 مكتبا في سنة 1953، في حين بلغ عدد الشركات المقيدة في

البورصتين 211 شركة و بلغ حجم التعاملات في أوراقها المالية 110 مليون جنيه (أندراوس، 2006، ص 475).

المرحلة الثانية: مرحلة التأميم

تراجع دور البورصة المصرية بشكل كبير نتيجة استبعاد أسهم الشركات المؤممة كما أصبحت الأرباح الموزعة تخضع لاقطاعات ضريبة و كذلك الأمر بالنسبة للسندات (حنفي و آخرون، 2006، ص 69).

المرحلة الثالثة: مرحلة الانفتاح الاقتصادي إلى يومنا هذا

بدأت هذه المرحلة منذ الإعلان عن التوجه نحو سياسة الانفتاح الاقتصادي سنة 1971 و الذي أعاد الاعتبار للقطاع الخاص حيث كثفت الجهود للاستفادة من جميع إمكانيات هذا القطاع و مدخراته و بدأت الدولة بالبحث في سبيل تطوير بورصتها للأوراق المالية (السيسي، 2003، ص 44).

توالت على اثر ذلك القوانين المنظمة و المشجعة للتعامل في البورصة و القوانين المتعلقة بتسيير تأسيس شركات الاكتتاب العام و استحداث مؤسسات مالية جديدة مثل صناديق الاستثمار و قد ساهم هذا التوجه نحو الانفتاح الاقتصادي في تضاعف عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية (أندراوس، 2006، ص 477).

ففي الفترة ما بين سنة 1985-1999 ازداد عدد الشركات بحوالي 316 في المئة عما كان عليها عددها سنة 1985 و قد وضع القانون رقم 95 لسنة 1992 الإطار التشريعي و التنظيمي لعمل سوق الأوراق المالية المصرية من خلال إقرار الهيئة العامة لسوق المال كجهة رقابية، و سوق موحدة تتكون من بورصتين (الإسكندرية و بورصة القاهرة) و نظام تداول و نظام تسوية و مقاصة و حفظ مركزي

موحد (<http://www.egx.com.eg/arabic/History.aspx>) تاريخ الاطلاع: 2013/4/24، ويتكون الهيكل المنظم

و المسير للبورصة المصرية من:

أولاً: الهيئة العامة لسوق المال

نشأت هذه الهيئة في 1979 و بدأت عملها في 1980 و تهدف هذه الهيئة إلى تنظيم و تنمية سوق المال و تتكفل هذه الهيئة بالإشراف على توفر المعلومات، إضافة إلى دورها في الرقابة على التعاملات بالأوراق المالية داخل البورصة (أندراوس، 2006، ص 484).

ثانياً: البورصة

يكون التعامل داخل البورصة من خلال شركات السمسرة و تعتبر البورصة المصرية شخصية اعتبارية تتولى إدارة أموالها و لها أهلية التقاضي (الحنوي، العبد، 2005، ص 146).

ثالثاً: نظام التداول

تستخدم البورصة نظام (X-Stream) حيث بدأ العمل به في سنة 2008 و يستوعب هذا النظام الزيادات المتتالية في أحجام التداول و يسمح بتداول أوراق مالية متنوعة و له عدة ميزات تسمح له بتهيئة مشجعة لعمليات التداول (حنفي و آخرون، 2006، ص 71).

رابعاً: نظام التسوية و المقاصة

تتكفل شركة مصر للمقاصة و التسوية بعمليات المقاصة بين السماسرة داخل البورصة، كما تتولى هذه الشركة مهمة الحفظ المركزي للأوراق المالية و تهدف إلى تطبيق نظام الحيابة المركزية للأوراق المالية و تحويلها من صورتها المادية إلى قيود دفترية لتسهيل عمليات التداول سعياً منها لمواكبة التطورات التي تعرفها البورصات العالمية (حنفي، 2000، ص 397).

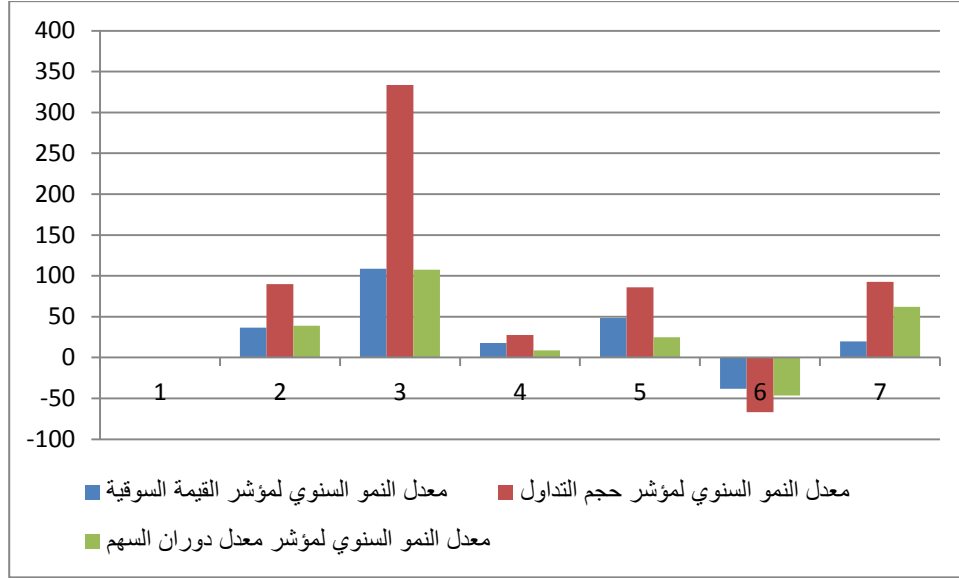
لم تكن مصر بعيدة عن تأثيرات الأزمة المالية و تراكماتها السلبية و ذلك لاعتمادها على اقتصاد السوق في جميع قطاعاته الاقتصادية و ما يترتب عليه من تشابكات عالمية، و فيما يخص سوق الأوراق المالية في مصر فإن أكثر من 30 % من المتعاملين فيه من خلال عام 2008 هم من الأجانب، و قد اتجه هؤلاء الأجانب إلى التخلص من الأوراق المالية التي بحوزتهم على خلفية الأزمة المالية و التوقعات المتشائمة التي تزامنت معها في انحدار العالم إلى كساد عالمي جديد طويل الأمد، و أسوة بهؤلاء المستثمرين قام المحليين ببيع الأوراق المالية التي يملكونها مما أدى اتجاه قيمة الأسهم للانخفاض فولد انخفاضا كبيرا في سوق مصر للأوراق المالية (حجاج، 2012، ص 142)، و الجدول الآتي يمثل أهم المؤشرات المالية لهذا السوق للمدة (2003-2009).

جدول (3-3): معدل نمو مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية للمدة (2003-2009)

السنوات	مؤشر القيمة السوقية (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر حجم التداول (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر معدل دوران السهم (%)	معدل النمو السنوي (%)
2003	27847.48	-	1226.07	-	4.4	-
2004	38076.84	36.73	2325.62	89.7	6.11	38.9
2005	79507.56	108.81	10085.21	333.66	12.68	107.53
2006	93496	17.6	12874	27.65	13.8	8.83
2007	138828	48.5	23924	85.83	17.2	24.64
2008	85923	(38.11)	7948	(66.78)	9.2	(46.51)
2009	102750	19.6	15311.5	92.65	14.9	61.96

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، النشرات الفصلية للسنوات

(2003-2009)



يشير الجدول إلى أن معدلات النمو الحاصلة في مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية خلال مدة الدراسة شهدت ارتفاعاً مستمراً في هذه المؤشرات إلا في عام 2008 فيلاحظ الانخفاض الكبير لجميع المؤشرات المختارة في سوق مصر للأوراق المالية (مؤشر القيمة السوقية للسهم و مؤشر حجم التداول و مؤشر معدل دوران السهم) و التي حققت معدلات نمو سالبة بلغت (38.11- %، 66.78- %، 46.51- %) على التوالي مما يبين تداعيات الأزمة المالية و الآثار السلبية على جميع مؤشرات السوق المالي في مصر.

المطلب الثالث: انعكاسات الأزمة على سوق الخرطوم للأوراق المالية

أنشئ سوق الخرطوم للأوراق المالية بموجب قانون سامي بقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية و الذي أصدر سنة 1994 حيث نص على أنه تنشئ في السودان سوق للأوراق المالية تسمى سوق الخرطوم للأوراق المالية ذات شخصية اعتبارية و لها الحق في التقاضي، مقرها مدينة الخرطوم و يجوز لها فتح فروع في ولايات أخرى و يهدف هذا السوق إلى (السيد، عثمان، 2011، ص 31):

- تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها.

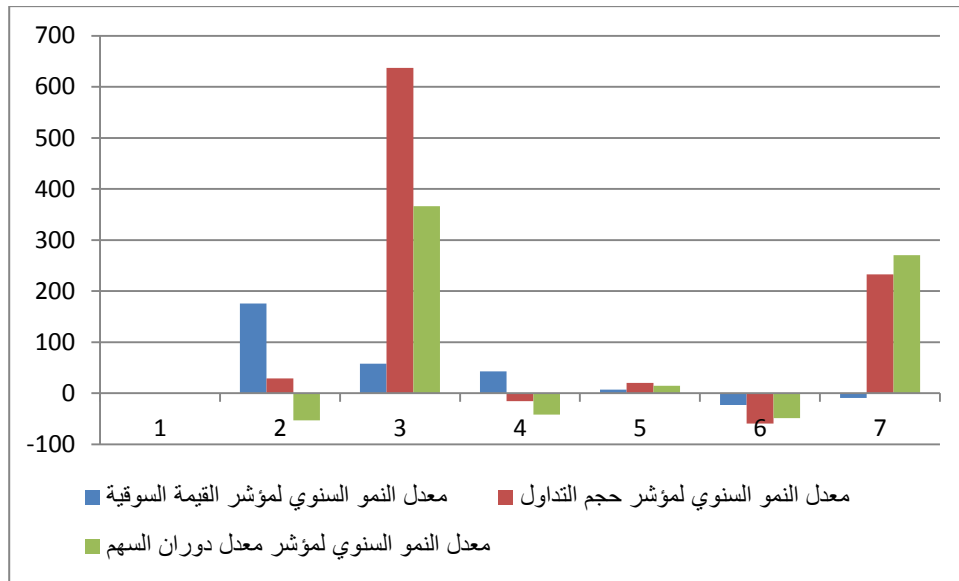
- تشجيع الادخار و تنمية الوعي الاستثماري.
- تطوير و تنمية سوق الإصدارات.
- تطوير و تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية و العمل على تنمية المناخ الملائم للاستثمار و قد بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة عند الافتتاح 24 شركة و ارتفع عددها مع نهاية 1995 إلى 34 شركة.

و قد عرفت هذه السوق عدة إصلاحات منذ تأسيسها إلى أنها لا زالت تحتاج لتطوير بنيتها القانونية و التنظيمية، يمثل هذا السوق نموذجا من نماذج الأسواق المالية العربية منخفضة الانكشاف المالي على العالم الخارجي و تم افتتاح هذا السوق في يناير من عام 1995، و الجدول الآتي يمثل أهم مؤشرات مالية هذا السوق للمدة (2003-2009).

جدول (3-4): معدلات نمو مؤشرات الخرطوم للأوراق للمدة (2003-2009)

السنوات	مؤشر القيمة السوقية (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر حجم التداول (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر معدل دوران السهم (%)	معدل النمو السنوي (%)
2003	746.56	-	19.92	-	2.67	-
2004	2058.42	175.72	25.64	28.72	1.25	(53.18)
2005	3241.64	57.48	188.89	636.7	5.83	366.4
2006	4624.3	42.65	159.0	(15.82)	3.4	(41.68)
2007	4931.1	6.64	191.4	20.38	3.9	14.71
2008	3804.4	(22.85)	77.1	(59.72)	2.0	(48.72)
2009	3448.9	(9.34)	256.6	232.82	7.4	270

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، النشرات الفصلية للسنوات (2003-2009)



إذ تبين معدلات نمو مؤشرات سوق الخرطوم الأوراق المالية في السودان أن هناك تأثيراً كبيراً و إنجازاً واضحاً في قيمة المؤشرات المالية في عام 2008 و ذلك من خلال تحقيق هذه المؤشرات لمعدلات نمو سالبة بلغت (22.85%، 59.72%، 48.72%) على التوالي مما يعكس حجم التأثير الي تركته الأزمة المالية العالمية على مؤشرات أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية و من الملاحظ أيضاً أن معدلات نمو مؤشرين من المؤشرات المالية (حجم التداول و معدل دوران السهم) قد انخفضت في عام 2006 لتبلغ (15.82%، 41.68%) على التوالي مما يوضح أن هناك مشكلة مالية ممكنة الحدوث في أي وقت.

لو أخذنا معدلات النمو السنوية لمؤشرات أسواق المال العربية المختارة و الانخفاض الذي لحق في كل المؤشرات كمعدل لمجموعة المؤشرات الثلاثة المختارة (مؤشر القيمة السوقية و حجم التداول و معدل دوران السهم)، في عام 2008 (يحسب هذا المعدل من خلال جمع معدلات النمو السالبة في مؤشرات السوق و من ثم قسمته على ثلاثة).

فوجدنا أن ترتيب أسواق الدول العربية في عينة الدراسة من حيث تأثرها بالأزمة المالية العالمية

ترتيبها كالآتي:

أ- سوق دبي للأوراق المالية (64.78%).

ب- سوق مسقط للأوراق المالية (51.71%).

ج- سوق مصر للأوراق المالية (50.71%).

د- سوق الخرطوم للأوراق المالية (49.76%).

و هذا يعني أن حجم التأثير كان كبيرا بالنسبة لدول الخليج العربي (الإمارات و سلطنة عمان (مسقط) نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية الأخيرة نظرا للتشابكات المالية الكبيرة لهذين السوقين مع الخارج و درجة انكشافهما العالية على أسواق المال العالمية، يليها سوق مصر بالمرتبة الثانية نتيجة انكشافه المتوسط على أسواق المال العالمية تليها السودان.

المبحث الثالث: سلبيات و معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و أهم الحلول لمواجهة

الأزمة المالية العالمية

عرفت الأسواق المالية العربية و بدرجات متفاوتة نموا و تطورا، و رغم نموها و تطورها إلى أنها تعاني من سلبيات و معوقات تعرقل من تطورها و كفاءتها، و كذلك عقب التأثيرات السلبية لأزمة الرهن العقاري على الدول العربية عمدت هذه الأخيرة باتخاذ عدة إجراءات كمواجهتها و تخفيض حدة التوترات في الأسواق، و هذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: سلبيات و معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

على الرغم من حدوث بعض التطورات في البورصات العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي و التحسن الملحوظ في أدائها، إلا أنها مازالت تعاني بعض السلبيات و المعوقات و التي تعرقل تطورها و تحقيق الكفاءة و الفعالية المطلوبة و قيامها بالدور المنشود منها في تمويل عمليات التنمية، و لعل من أهم هذه السلبيات و المعوقات نذكر:

الفرع الأول: معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي و التشريعي و الهيكلي

بالرغم من وجود أسواق منظمة في معظم الدول العربية إلا أن القوانين المنظمة للأسواق الأولية لا تتماشى مع الواقع الاقتصادي، حيث في كل مرة تقوم السلطات المختصة بإعادة النظر في هذه القوانين من أجل تعديلها أو تجديدها كليا أو جزئيا، كما أن الأسواق الثانوية لا تزال غير منتظمة في بعض الدول العربية و البعض الآخر منظم جزئيا أو غير متكامل (هندي، 2000، ص 158).

و بالتالي فإن هذه الأسواق تفتقر للقواعد و الضوابط التشريعية و الأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، كما أن العديد منها لا يزال حديث العهد، و من بين المعوقات التشريعية و التنظيمية التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية نجد (السيبي، 2003، ص 74):

- قصور التشريعات الاقتصادية و المالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة -أسهم عادية- و سندات.
- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة حول حماية صغار المستثمرين.
- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح و ليس كواجب وطني فقط.
- عدم استفادة البنوك العربية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

الفرع الثاني: عوائق العمل في الأسواق المالية العربية

- تتمثل عوائق العمل في الأسواق المالية العربية في النقاط التالية (عويضة، 2009، ص 30):
- عدم توفر الشركات صانعة الأسواق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار و بالتالي تقلب حجم التداول.
 - عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، و عجزهم في إعطاء المشورة للمشتريين.
 - محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج و تسويق الإصدارات الجديدة.
 - غياب الابتكار و التجديد في أدوات الادخار و الاستثمار.

الفرع الثالث: ضيق و محدودية أسواق الأوراق المالية العربية

بالرغم من التطور الذي حققته أسواق الأوراق المالية العربية، فهي لا تزال ضيقة و محدودة بالمقارنة مع الأسواق المالية الناشئة في عدد من الدول النامية، لأسباب عديدة منها حداثة هذه الأسواق من جهة، و نتيجة لعوامل ثقافية و اجتماعية تؤثر على نمط ملكية الشركات و تنظيمها، و عدم تسجيلها في البورصات أو طرح أسهمها للتداول من جهة أخرى (حجاج، 2012، ص 137).

كما تتصف أسواق الأوراق المالية العربية بما يلي:

- نقص عدد الشركات المدرجة فيها و ذلك لأن تزايدها يؤدي إلى زيادة فرص الاستثمار و زيادة حجم التداول، حيث يبلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في البورصات باستثناء بورصة مصر 75 شركة بمقابل 330 شركة في بورصات الأسواق الناشئة و 750 شركة في البورصات المتقدمة (براق، 2004، ص 10).

- ضعف السيولة، و يتضح ذلك من خلال الانخفاض اليومي في عدد العمليات التي تبرم في البورصة إضافة إلى عدد أيام التداول في السنة، و يرجع ضعف التداول أساسا إلى ضعف الادخار و بالتالي ضعف الطلب على الأوراق المالية (حسن و آخرون، 1999، ص 7).

الفرع الرابع: محدودية الأدوات المالية و قصور أنظمة الإفصاح المالي

أولا: محدودية الأدوات المالية

بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة فإن الأدوات المالية المتداولة في الأسواق العربية تعتبر محدودة من حيث النوع و العدد و لا تتناسب مع احتياجات المستثمرين، حيث يقتصر نشاط التداول في الأسواق العربية على أدوات مالية تقليدية و محصورة في معظم الأحيان على الأسهم، إضافة إلى تداول

محدود للسندات الحكومية و السندات التي تصدرها الشركات، و التي تشكل نسبة ضئيلة من إجمالي حجم التداول في أسواق الأوراق المالية في الدول العربية (بوسكاني، 2015، ص 262).

تشير الأرقام إلى أن حجم تداول السندات يشكل 28 % من مجموع التداول في السوق المصرية و 22 % في السوق المغربية و 1 % في السوق الأردنية خلال عام 2001، في الوقت الذي تسجل فيه أسواق أخرى نسبة عالية لتداول السندات حيث بلغت النسبة في الدانمرك عشرة أضعاف نسبة تداول الأسهم في عام 2001 (686 مليار دولار للسندات مقابل 72.4 مليار دولار للأسهم) (خبابة، 2004، ص 14).

ثانيا: قصور أنظمة الإفصاح المالي

تعاني أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من ضعف الإفصاح، و عدم الشفافية الكاملة للمعلومات المالية المتعلقة، و قلة الإطارات المتخصصة من المحللين الماليين، إضافة إلى قصور الإعلام و الصحافة، كما أن التقارير المالية للشركات تظل بعيدة عن الجودة المطلوبة، و تقتصر غالبا على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالية، و عدم توفر بيانات عن نتائج أعمال الشركات لفترات قصيرة و الاكتفاء بعمليات نشر سنوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية (حجاج، 2012، ص 138).

الفرع الخامس: مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج

تعاني الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى 70 % يتم تغطيتها من خلال التمويل الافتراضي و الإعانات، مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة، و ارتفاع الأسعار، و ضعف الإنتاج، و إن ما يقارب 800-2400 مليار هي حجم الأموال العربية المستثمرة في المحافظ الاستثمارية الأجنبية خاصة الأمريكية منها و تعود أسبابها إلى العوامل التالية (بوسكاني، 2005، ص 274):

- تدني فرص الاستثمار في البلدان العربية لقلّة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة.
- إمكانية المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال من استرجاع ودائعهم و تحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق.
- عدم قدرة الدول العربية على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى من التنمية، مثل عجز البنوك و الشركات و المؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية رغم توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في مجالات متعددة مما يؤدي إلى تدين مستوى العوائد المحققة.
- انتشار الفساد الإداري و المالي، و غياب الشفافية و التسهيلات أمام الاستثمارات العربية.
- هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي الاستثماري و المالي.
- غياب قوانين الاستثمار العربية على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار للدستور و القوانين، و عدم التصريح قانونياً بالحماية التشريعية للمستثمر.

المطلب الثاني: الإجراءات التي اتخذتها الحكومات العربية لمواجهة آثار الأزمة المالية العالمية

لقد واجهت الحكومات في كل دولة عربية آثار الأزمة المالية العالمية بإجراءات متشابهة، و من هذه الإجراءات إيجاد لجان وزارية أو لجان فنية أو خلايا أزمة لمتابعة الأزمة المالية العالمية و تأثيراتها و بذلت الحكومات العربية جهداً لبحث الثقة في الأسواق و طمأننة المودعين و المستثمرين و التقليل من الآثار السلبية للأزمة و اتخذت إجراءات لتوفير السيولة أو لإنقاذ بعض المؤسسات المالية أو تشجيع الإقراض للمنشآت الصغيرة و المتوسطة، أو لدعم الاستهلاك أو إدخال تعديلات في عمل البورصات العربية أو تعديل في بعض برامج التنمية الاقتصادية.

الفرع الأول: الإجراءات التي اتخذتها دول مجلس التعاون الخليجي

قامت الدول العربية ببعض الإجراءات التي تصب في مواجهة الأزمة المالية العالمية و عدم السماح باستفحال آثارها لتمتد إلى الاقتصاد الحقيقي في هذه البلدان، فدول مجلس التعاون الخليجي ساعدها في القيام بهذه الإجراءات، الفوائض النقدية المتراكمة للعائدات البترولية و ان كان هناك تراجع في معدلات النمو الاقتصادي في هذه الدول إلا أنها و بحسب التوقعات تستطيع أن تتخطى هذه الأزمة.

قررت بعض دول مجلس التعاون الخليجي اتخاذ الخطط و التدابير الإجرائية التي من شأنها أن تتبع للبنوك اعتماد القروض قصيرة الأجل بتسهيلات غير مشروطة، و من أهم الإجراءات التي اتخذتها بعض دول مجلس التعاون الخليجي ما يلي:

1- قرر بنك الإمارات المركزي إتاحة قروض قصيرة الأجل للبنوك العاملة داخل الإمارات عن طريق تسهيلات بقيمة (50 مليار درهم) أي ما يعادل (13.61 مليار دولار) على أن للبنوك حق إمكانية استخدامها كقروض مصرفية لإعادة الثقة بالمودين و تخفيف التوترات و حالة الذعر في القطاع المالي و المصرفي (سعدون، 2013، ص 39).

2- في خطوة إجرائية أخرى، أعلن بنك دبي الوطني تقليل القروض الكبيرة و الطويلة الأجل للسداد و اعتماد القروض قصيرة الأجل، بهدف تقليل القروض على المقترض، و لكي يكون أكثر إحساسا بمسؤولية توظيفها و بأفضل استثمار، كما استحدث البنك خطة تقضي بالسماح للعملاء في إمكانية إعادة القروض من دون أن يتحملوا أية رسوم خلال أسبوع كإجراء تشجيعي (كورتل، رزيق، 2010، ص

(10).

- 3- قيام بعض حكومات الدول الخليجية بتخصيص مبالغ ضخمة لتمويل المشروعات لتدريب العاملين و الإداريين في مجال القطاع المالي و المصرفي و خصوصا مجال صناعة الخدمات المالية و هذا ما حدث في الكويت مثلا (الصباح، 2009، ص 2).
- 4- لأجل التخفيف من حدة التوترات في الأسواق المالية قامت الدولة بضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق، و عرض البنك المركزي الكويتي للبنوك أموالا لليلة واحدة و لأسبوع و شهر و ذلك لاطهار استعداده لضمان توفير السيولة الكافية بعد الانخفاض الحاد في سوق الكويت للأوراق المالية (احمد، 2008، ص 12).
- 5- قامت هيئة الاستثمار القطرية بشراء ما بين 10 % و 20 % من رأس مال البنوك المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية لتعزيز الثقة بالسوق، فضلا عن ضخ سيولة كبيرة من خلال شراء هذه الأسهم و ذلك لتعزيز قدرة البنوك القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المراحل القادمة (المناصير، الكساسبة، 2009، ص 30).
- 6- دعم و نشر أجواء الثقة و تقوية مرتكزاتها لما له من تأثير كبير في إرساء أسس الاستقرار المالي و الاقتصادي في أي بلد.
- 7- العمل الحثيث على عدم سريان الأزمة المالية لتصل إلى القطاع الحقيقي داخل البلدان الخليجية.
- 8- انتشار بعض البنوك و المؤسسات المالية من خطر الافلاس و ذلك بتقديم قروض كبيرة لهذه البنوك أو المؤسسات للخروج من شبح الافلاس (حجاج، 2012، ص 175).
- 9- كما واجهت بلدان الخليج أزمة نقص في السيولة مما دفع بالبنوك المركزية الخليجية إلى التدخل لضخ سيولة و دعم النظام البنكي و ضمان تسهيلات مع وضع ضوابط، و لقد بلغ قيمة رأس المال المدفوع في ميزانيات البنوك الخليجية حوالي نسبة 2 % و 7.3 % من الناتج المحلي الاجمالي على التوالي (زروق، 2010، ص 25).

الفرع الثاني: الاجراءات التي اتخذتها مصر و السودان لمواجهة الأزمة

أولاً: الاجراءات التي اتخذتها مصر

في مصر تمثلت الاجراءات التي اتخذتها الحكومة المصرية بالآتي (يوسف، 2015):

- 1- زيادة الانفاق العام للمشاريع الخاصة بتطوير البنى التحتية في البلد و خصصت الحكومة المصرية ما يقارب من 15 مليار جنيه مصري لمثل هكذا مشاريع.
- 2- تقديم التسهيلات الكبيرة لجميع القطاعات و تحديدا قطاع السياحة قدر تعلق الأمر بتأشيرات الدخول و تخفيض اسعار التذاكر للمزارات و المتاحف المصرية.
- 3- تخصيص أكثر من 15 مليار جنيه للمشروعات المشتركة بين القطاع العام و القطاع الخاص، بما يعزز قدرة هذه المشاريع للنهوض بواقعها و تحقيق اهدافها (الأسرج، 2009، ص 20).

ثانياً: الإجراءات التي اتخذتها السودان

أما في السودان فقد قام بنك السودان بتطبيق بعض السياسات اللازمة لمواجهة الأزمة المالية العالمية الأخيرة على المستوى المحلي و من أهمها (زغلول، 2009، ص 22):

- 1- الزام البنوك في السودان بالاحتفاظ بنسبة لا تقل عن 10 % من حجم ودائعها على شكل سيولة نقدية داخلية.
- 2- الزام البنوك باحتياطي قانوني لا يقل عن 8 % من مجمل الودائع بالعملة المحلية، أما الأجنبية أقل من 3 % عن ما كان مقرر قبل ذلك في السودان، اذ كانت هذه النسبة تصل إلى 11 %.
- 3- توسيع فرص التبادل الدولي بين السودان و باقي دول العالم، لاسيما دول افريقيا و جنوب شرق آسيا و الصين.

4- السعي إلى الحفاظ على معدل نمو لا يقل عن 6%.

المطلب الثالث: الأعمال العربية المشتركة لمواجهة الأزمة المالية العالمية

لقد تجسدت المواجهة العربية المشتركة لآثار الأزمة في نتائج قمة الكويت المنعقدة بتاريخ 2009/01/19، حيث كانت الأزمة حاضرة بقوة في هذه القمة و انعكس ذلك على نتائجها، فإعلان الكويت أكد على ما يلي (منظمة العمل العربية، 2009، ص 196):

- 1- التأكيد على استمرار مساندة الدول العربية لمؤسساتها المالية الوطنية و تعزيز الرقابة و الاشراف عليها.
- 2- ممارسة الدول العربية دورا أكثر فاعلية في العلاقات الاقتصادية الدولية و المشاركة في الجهود الدولية لضمان الاستقرار المالي العالمي.
- 3- قيام محافظي البنوك المركزية و مؤسسات النقد العربية بزيادة التنسيق و الترابط بين الأجهزة الرقابية في الدول العربية.
- 4- التأكيد على استمرار تقديم الدعم للمؤسسات المالية العربية للقيام بدور فعال في زيادة التدفقات المالية العربية و الاستثمارات العربية البينية و على الأخص المشاريع التكاملية العربية، و مساعدة الدول العربية في جهودها لتحسين مناخ الاستثمار.
- 5- اتخاذ التدابير اللازمة من قبل المؤسسات المالية العربية لاستشراف أي تطورات مستقبلية لتداعيات مستقبلية لتداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العربية و تقديم بدائل لسبل مواجهة ذلك.
- 6- التأكيد على أهمية استقرار أسعار النفط في السوق العالمية بما يراعي المصالح الاقتصادية للمنتجين و المستهلكين.
- 7- زيادة التنسيق بين وزراء المالية في الدول العربية و تكليفهم بالبحث عن الأسلوب الأمثل لذلك.

و يبقى القول أن الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية ترسم بدون شك صورة جديدة للاقتصاد العالمي لا بد من أخذها بعين الاعتبار في صياغة أي سياسة اقتصادية جديدة، كما أن وقع الأزمة على المنطقة العربية يستدعي اتخاذ الاحتياطات المطلوبة للحد من تأثيراتها.

و يمكننا أن نلخص إلى عدة سياسات قد اتخذتها الدول العربية لمواجهة الأزمة فمنها (ولد محمد، 2009،

ص 9):

• سياسات على المستوى القطري: و هي:

✓ رفع معدل نمو الاستثمارات.

✓ زيادة إنتاجية و تنافسية قطاع الإنتاج الحقيقي.

✓ زيادة حجم الإنفاق الكلي.

✓ رعاية و تنظيم أنشطة تمويل و تنمية المشروعات الصغيرة و مسانبتها.

• سياسات على المستوى القومي: و يقترح في هذا المجال ما يلي:

✓ وضع استراتيجية واضحة لتعظيم الاستفادة من الاستثمارات العربية البينية بما يكفل تحقيق

الاستغلال الأمثل للموارد العربية.

✓ تنشيط دور الصناديق العربية العاملة في مجال التنمية.

✓ القضاء على جميع العقبات التي تعرقل حرية انسياب التجارة العربية البينية.

و في ضوء تلك الاجراءات التي قامت بها الدول العربية لمواجهة هذه الأزمة العنيفة كل بحسب

اقتصادها و درجة ارتباط قطاعها المالي و المصرفي بالقطاع المالي و المصرفي العالمي و مع ما يتلاءم

مع امكاناتها الاقتصادية و المالية، حيث نجد من الضروري تقديم عدد من السبل أو المقترحات للبلدان

العربية في مواجهة الأزمات المالية العالمية و لزيادة التحوط من مثل هكذا أزمات قد تتيح باقتصادياتها

و من ابرزها ضرورة اعتماد و تطبيق معايير لجنة بازل، و ذلك للارتباط القوي بين تطبيق معايير هذه اللجنة و بين الاستقرار المالي في أي بلد، و من أهم بنود هذه الاتفاقية هو التركيز على كفاية رأس المال و ادارة المخاطر و هما عنصران في غاية الأهمية لضمان الاستقرار المالي على المدى الطويل، فضلا عن توجيه المؤسسات المالية و المصرفية العربية إلى زيادة عمليات الاندماج و ذلك بغية زيادة التنافسية الدولية و تقليل مخاطر الاستثمار داخل هذه البلدان، و التركيز على الاقتصاد الحقيقي و توجيه الاستثمار نحوه، و اعتماد الدول العربية على الاستثمار و البناء الداخلي، فضلا عن السعي نحو تنويع موارد الدخل القومي داخل هذه البلدان لتقليل ظاهرة التبعية الاقتصادية (الأسرج، 2009، ص 22).

هذا من جانب و من جانب آخر زيادة الرقابة التي تتولاها البنوك المركزية على بنوك الاستثمار و كافة المؤسسات المالية و المصرفية داخل البلدان العربية، و زيادة الرقابة على الاستثمارات المالية الأجنبية في الأسواق المالية العربية و عدم ترويج هذه الاستثمارات بدون ضوابط تحكمها و تتحكم بها (الأسرج، 2009، ص 23).

بالرغم من أن البعض يشير إلى عدم تأثر الدول العربية بالأزمة المالية العالمية إلا أنه يمكن التأكيد في هذا السياق إلى أن اقتصاد العولمة المتداخل لم يستثن أحدا من التأثير بالأزمة المالية العالمية المعاصرة خاصة مصر و دول مجلس التعاون الخليجي من أكثر الدول العربية المتضررة من الأزمة المالية المعاصرة التي يصفها البعض بالتسونامي المالي نتيجة لآثارها المدمرة، حيث واجهت الدول العربية الأزمة المالية و ذلك بإتباع عدة سياسات لتفادي حدة الأزمة (ولد محمد ، 2009، ص 10).

الخلاصة

من خلال استعراض تطور المؤشرات المالية الخاصة ببعض أسواق الدول العربية (الإمارات و عمان و مصر و السودان) يلاحظ أن هناك تطور ملحوظ في مؤشرات أسواق المال العربية المختارة في بداية مدة الدراسة (2003-2009) و لكن هذا التطور اصطدم بأزمة مالية عالمية كبرى و هي أزمة 2008 مما كان له الأثر البالغ في تدهور مؤشرات أسواق المال العربية جميعها و كما تم توضيحه من خلال معدلات النمو السالبة في تلك المدة.

كما ان معظم مؤشرات الأسواق المالية العربية قد تدهورت و حققت معدلات نمو سالبة من خلال مدة 2005-2006 مما يعكس جذور الأزمة المالية التي لم تكن وليدة عام 2008 و انما كان لها جذور تمتد إلى أبعد من ذلك و هو ما ظهر جليا في معدلات النمو السالبة لمعظم المؤشرات المالية في جميع بلدان العينة المختارة.

كما تعاني أسواق الدول العربية نقاط ضعف ساهمت في عدم تطورها و اهمها التشريعية ، و صغر حجم السوق و هجرة راس المال العربي ، و مع بروز آثار الأزمة المالية العربية على أداء أسواق المال العربية تفاقمت معوقات تطورها، الأمر الذي دفع حكومات الدول العربية للقيام بسياسات و إجراءات قطرية و إقليمية لمواجهة هذه الأزمة لمحاولة تفادي الأزمات مستقبلا.

تعتبر الأزمة المالية العالمية الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال وتأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، الأكبر في العالم ومن ناحية أخرى تمثل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية ، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة بما فيها أسواق المال العربية.

حاولنا من خلال تناولنا لموضوع الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الأسواق المالية، معالجة إشكالية البحث التي تدور حول مدى تأثير هذه الأزمة على أداء الأسواق المالية العربية، من خلال ثلاثة فصول وهكذا تتوزع هاته الخاتمة إلى نتائج البحث واختبار فرضياته ، التوصيات و الاقتراحات ثم آفاق البحث.

نتائج اختبار الفرضيات

من خلال معالجة إشكالية الدراسة المتعلقة بأثر الأزمة المالية العالمية على أداء الاسواق المالية العربية اتضح لنا ما يلي:

1. أن الأزمة المالية هي تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، كما تبين

أن للأزمات المالية العديد من الأنواع، فالأزمة المالية قد تكون أزمة مصرفية أو أزمة عملة، أزمة

أسواق المال وكذلك أزمة مديونية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

2. كما اتضح أن أزمة الرهن العقاري الأمريكية لم تعد أزمة "مالية كما كانت في بدايتها، بل أصبحت

أزمة مالية اقتصادية عالمية حيث تسارعت خطاها بدرجة كبيرة لتشمل معظم دول العالم المتقدمة

والسائرة في طريق النمو كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول كما امتد أثرها

الى جوانب الاقتصاد الحقيقي ومختلف القطاعات في صورة ركود وبطالة وانخفاضات في معدلات النمو، وهذا ما يثبت الفرضية الثانية.

3. لقد كان للأزمة المالية العالمية تأثيرات واضحة على أسواق الدول العربية على اعتبار أنها جزء من منظومة الاقتصاد العالمي وتربطها علاقات مالية واقتصادية، لكن درجة تأثيرها تختلف بين الدول العربية كل حسب درجة انكشافه على الأسواق المالية العالمية وهذا ما جاءت به الفرضية الأخيرة.

نتائج الدراسة

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

✓ تحتل أسواق الأوراق المالية دورا مهما وكبيرا ولا سيما أنها وسيلة استقطاب وتفعيل للمدخرات أو الأموال الغير مستثمرة من خلال طرحها على شكل أسهم أو سندات وتكون مهياًة للطلبات الاستثمارية وتحقق من خلالها موازنة بين قوى عرض وطلب تلك الأموال كما يتم فيها إعادة طرح وبيع الأسهم والسندات المملوكة للمشاريع القائمة لأغراض إعادة الرسملة على أنها توفر فرص عمل لشريحة كبيرة من المستثمرين.

✓ إن الأزمة المالية التي اندلعت وتفاقت في الولايات المتحدة كانت نتيجة انهيار سوق الرهون العقارية الأمريكية بسبب تدخل الحكومة الأمريكية المباشر ولسنوات عديدة في البنوك والمؤسسات المالية وحثها على تسهيل عملية الإقراض وتلبية طلبات المواطنين المتعلقة بالقروض العقارية وغيرها، خصوصا بالنسبة للفئات الاجتماعية ذات الدخل الضعيف، وليس كما يرى البعض بان فساد القطاع الخاص يعود إلى عدم التدخل الحكومي. وهكذا فقد أدت السياسة النقدية التوسعية في السنوات السابقة في توجيه كثير من الأموال إلى سوق العقار مما ولد فقاعة كبيرة.

✓ انتقلت الأزمة المالية الأمريكية لتطال كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا و آسيا وبقية العالم بالأسواق المالية الأمريكية، ولم تقتصر الأزمة على جانبها المالي بل تطورت إلى مشكلة ركود اقتصادي واسع، حيث أثرت تداعياتها سلبا على مستويات التشغيل والتصدير والاستيراد وكذلك الإنتاج والاستثمار، وصاحب هذه التداعيات أيضا انخفاض في أسعار النفط عالميا، وموجات من الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في الأسواق العالمية، كما تواصلت عملية انخفاض أسعار العقارات على المستويين الأمريكي والعالمي.

✓ إن تداعيات الأزمة تواصلت على المستويين الأمريكي والعالمي، كما امتدت آثار الأزمة المالية إلى الدول العربية ودرجات متفاوتة، إذ أن دول مجلس التعاون الخليجي قد تأثرت بشكل أكبر بحكم الصلات والروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي العالمي، وتراجع بسبب أزمة الطلب على النفط الذي يمثل مصدر الدخل الرئيسي لأغلب الدول العربية، كما تراجعت بسبب الأزمة الإيرادات العامة للدول العربية غير النفطية، نتيجة تراجع التدفقات المالية الواردة إليها من خلال السياحة وانخفاض الصادرات وتحويلات العاملين بالخارج والاستثمارات الأجنبية المباشرة .

✓ يلاحظ من خلال مؤشرات أسواق المالية العربية أن هذه الأسواق قد تأثرت بصورة كاملة بالأزمة المالية العالمية عام 2008، وقد تباينت حدة التأثير بحسب درجة انكشاف هذه الأسواق على أسواق المال العالمية وهذا ما تبين من خلال معدل الانخفاض في مؤشرات أسواق المال العربية محل الدراسة عام 2008، إذ احتلت دول الخليج العربي ذات الانكشاف العالي المرتبة الأولى في حين جاءت مصر ذات الانكشاف المالي المتوسط بالمرتبة الثانية ثم سوق الخرطوم ذات الانكشاف المالي المتدني في المرتبة الثالثة وكالاتي:

- سوق دبي للأوراق المالية (64.78-%).
- سوق مسقط للأوراق المالية (51.71-%).
- سوق مصر للأوراق المالية (50.71-%).
- سوق الخرطوم للأوراق المالية (49.76-%).

توصيات و اقتراحات

بناء على ما ورد في هذه الدراسة وبصفة خاصة نتائجها، نحاول اقتراح بعض التوصيات التي نعتقد أنها تساعد الأسواق المالية العربية على مواجهة ما قد تتعرض له من أزمات مالية، وتمثل هذه التوصيات فيما يلي:

- ✓ لتلافي حدوث الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة حيث يصبح انهيار أسعار الأصل وارده جداً بسبب وصولها إلى أسعار مرتفعة جداً من جراء المضاربة لا بد أن تكون هناك وسائل وأدوات رقابة محكمة لتلك الأسعار والحد من تكونها.
- ✓ ضرورة وضع القيود اللازمة على التدفقات الرأسمالية لتتماشى مع آليات السوق، كما يجب تشديد العقوبات للحد من أنشطة المضاربيين، لكي لا تبتعد الأسواق المالية العربية عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة.
- ✓ ضرورة عدم السماح لنشوء أسواق موازية في الدول العربية تكون خارج سيطرة الأسواق المالية نظراً لما قد تشكله هذه الأسواق من بيئة مناسبة لظهور الأزمات المالية.
- ✓ ضرورة اتخاذ التدابير والإجراءات المناسبة للحد من انهيار الأسعار وقت حدوث الأزمات، بإيقاف التداول مثلاً لفترة زمنية معينة ليتمكن المتعاملين في البورصة من إعادة تقييم الأوضاع لتصويب قراراتهم الاستثمارية.

- ✓ ضرورة تعزيز الثقافة البورصية وتكثيف الندوات والمؤتمرات لتدعيم ثقة المستثمرين بأداء الأسواق المالية وضمان ثقافة استثمارية داعمة للسوق ومانعة لانتهياره وقت الأزمات.
- ✓ ضرورة تحسين مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات، وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع أداءها المالي لتطمين حملة الأسهم والمستثمرين، بشكل ينعكس على استقرار السوق.
- ✓ ضرورة التكتل والتعاون الاقتصادي والمالي بين الأقطار العربية، وتنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، والاستعداد والوقاية من حدوث الأزمات.
- ✓ ضرورة دراسة واقع الاستثمار الأجنبي الغير مباشر من حيث التنظيم والتشريع، وتشجيع رؤوس الأموال الأجنبية متوسطة وطويلة الأجل.
- ✓ ضرورة تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

آفاق الدراسة

موضوع البحث الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الأسواق المالية العربية، وفي ظل انفتاح الأسواق العالمية، وحرية انتقال رؤوس الأموال وإلغاء الحواجز والحدود أمام تداول الأوراق المالية في جميع أنحاء العالم، لم تقتصر آثار الأزمة المالية على الأسواق فقط بل انتقلت لتصيب الائتمان السيادي لبعض الدول الأوروبية، ومنه يمكن دراسة العلاقة التي تربط الأزمة المالية العالمية والأزمة اليونان وبعض الدول الأوروبية كالبرتغال واسبانيا، كما يمكن دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أداء البنوك العربية، كذلك يمكن دراسة الاقتصاد الإسلامي كبديل لمعالجة الازمات.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
-	البسمة
-	شكر وتقدير
-	إهداء
I	فهرس المحتويات
II	فهرس الأشكال
III	فهرس الجداول
IV	ملخص بالعربية
V	ملخص باللغة الأجنبية
أ - ط	مقدمة عامة
1	الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول: الأسواق المالية
3	الفرع الأول: تعريف السوق المالي
5	الفرع الثاني: الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية
6	الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية
7	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الناشئة، التطور و التعريف
7	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية
8	الفرع الثاني: مراحل تطور سوق الأوراق المالية
9	الفرع الثالث: تعريف سوق الأوراق المالية
10	المطلب الثالث: بنية سوق الأوراق المالية
10	الفرع الأول: السوق الأولية

فهرس المحتويات

11	الفرع الثاني: السوق الثانوية
13	المبحث الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية، الأدوات و التنظيم
13	المطلب الأول: وظائف و خصائص سوق الأوراق المالية
13	الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية
14	الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية
15	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
15	الفرع الأول: الأسهم
19	الفرع الثاني: السندات
21	الفرع الثالث: المشتقات المالية
23	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية
23	الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية
25	الفرع الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
28	الفرع الثالث: شروط الدخول إلى البورصة
30	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية، المؤشرات ومقومات النجاح
30	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية
30	الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية
31	الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
33	الفرع الثالث: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية
37	المطلب الثاني: مؤشرات كفاءة سوق رأس المال
37	الفرع الأول: مؤشر حجم السوق
38	الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق
39	الفرع الثالث: مؤشر درجة تركيز السوق
40	الفرع الرابع: مؤشر درجة التذبذب
41	الفرع الخامس: مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي
41	المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية

فهرس المحتويات

42	الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية
44	الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية
47	الخلاصة
48	الفصل الثاني: الأزمة المالية العالمية
49	تمهيد
50	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأزمات المالية
50	المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية
50	الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية
52	الفرع الثاني: خصائص الأزمات المالية وأسباب نشوئها
54	المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية و مؤشراتنا
54	الفرع الأول: أنواع الأزمات المالية
56	الفرع الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمات
59	المطلب الثالث: نماذج حول بعض الأزمات المالية
59	الفرع الأول: أزمة الكساد العظيم 1929
62	الفرع الثاني: أزمة الاثنين الأسود 1987
67	الفرع الثالث: أزمة جنوب شرق آسيا 1997
67	المبحث الثاني: جذور و أسباب الأزمة المالية العالمية
67	المطلب الأول: نشأة الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكي)
71	المطلب الثاني: تطور الأزمة المالية العالمية
71	الفرع الأول: التحول من أزمة الرهون العقارية إلى أزمة مالية عالمية
73	الفرع الثاني: المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها
76	المطلب الثالث: عوامل و أسباب الأزمة المالية العالمية
76	الفرع الأول: تغير ظروف الاقتصاد العالمي و الاقتصاد الأمريكي
79	الفرع الثاني: تعميم المضاربة و اللجوء إلى أدوات مالية متطورة
81	الفرع الثالث: تصنيف وكالات التصنيف الائتماني السندات العقارية تصنيف مرتفع الأمان

فهرس المحتويات

82	المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية
82	المطلب الأول: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الولايات المتحدة الأمريكية
84	المطلب الثاني: تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي
84	الفرع الأول: الأثر على معدلات النمو الاقتصادي
85	الفرع الثاني: آثار الأزمة على سوق العمل
86	الفرع الثالث: انهيار البورصات و إفلاس العديد من البنوك و الشركات
89	الفرع الرابع: تولد حالة من "الركود الاقتصادي"
90	المطلب الثالث: تداعيات الأزمة على اقتصاد الدول العربية
90	الفرع الأول: التجارة الخارجية
91	الفرع الثاني: تحويلات الأيدي العاملة
92	الفرع الثالث: الطلب على النفط و مستوى أسعاره
94	الفرع الرابع: البنوك و الأسواق المالية
95	الخلاصة
96	الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أداء أسواق المال العربية (عينة الدراسة)
97	تمهيد
98	المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية العربية
98	المطلب الأول: مجموعات الدول العربية
99	المطلب الثاني: دوافع إنشاء البورصات العربية و أهميتها
99	الفرع الأول: دوافع إنشاء البورصات العربية
101	الفرع الثاني: أهمية وجود بورصات عربية
102	المطلب الثالث: واقع أسواق الأوراق المالية العربية
105	المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 على أسواق المال العربية
105	المطلب الأول: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي

فهرس المحتويات

106	الفرع الأول: انعكاسات الأزمة المالية على سوق دبي للأوراق المالية
109	الفرع الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق مسقط للأوراق المالية
113	المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق مصر للأوراق المالية
118	المطلب الثالث: انعكاسات الأزمة على سوق الخرطوم للأوراق المالية
122	المبحث الثالث: سلبيات و معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و أهم الحلول لمواجهة الأزمة المالية العالمية
122	المطلب الأول: سلبيات و معوقات أسواق الأوراق المالية العربية
122	الفرع الأول: معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية
123	الفرع الثاني: عوائق العمل في الأسواق المالية العربية
124	الفرع الثالث: ضيق و محدودية أسواق الأوراق المالية العربية
124	الفرع الرابع: محدودية الأدوات المالية و قصور أنظمة الإفصاح المالي
125	الفرع الخامس: مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج
126	المطلب الثاني: الإجراءات التي اتخذتها الحكومات العربية لمواجهة آثار الأزمة المالية العالمية
127	الفرع الأول: الإجراءات التي اتخذتها دول مجلس التعاون الخليجي
129	الفرع الثاني: الإجراءات التي اتخذتها مصر و السودان لمواجهة الأزمة
130	المطلب الثالث: الأعمال العربية المشتركة لمواجهة الأزمة المالية العالمية
133	الخلاصة
134	الخاتمة
141	قائمة المراجع

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
58	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	1-2
87	معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية و أكبر القطاعات المتضررة من أهم الدول خلال سنة 2008	2-2
93	الإيرادات العامة العربية من القطاع النفطي	3-2
107	معدلات نمو مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية للمدة (2009-2003)	1-3
111	تطور المؤشرات المالية في سوق مسقط للأوراق المالية و معدلات نموها للمدة (2009-2003)	2-3
117	معدل نمو مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية للمدة (2009-2003)	3-3
119	معدلات نمو مؤشرات الخرطوم للأوراق للمدة (2003-2009)	4-3

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
4	السوق المالية و المؤسسات العاملة بها	1-1
11	الأسواق الأولية	2-1
68	ملكية المنازل و معدل الرهون العقارية في الولايات المتحدة للفترة 1997-2007	1-2
71	ميكانيزم الأزمة المالية العالمية	2-2
78	تطور الدين العام في الولايات المتحدة 1940-2010	3-2
79	معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية	4-2
86	تطورات معدلات التوظيف في كل من (منطقة اليورو، اليابان، الولايات المتحدة الأمريكية)	5-2
108	تطور معدلات النمو السنوية لمؤشرات سوق دبي للأوراق المالية (2003-2009)	1-3
112	تطور معدلات النمو السنوية لمؤشرات سوق مسقط للأوراق المالية (2003-2009)	2-3
117	تطور معدلات النمو السنوية لمؤشرات سوق مصر للأوراق المالية (2003-2009)	3-3
120	تطور معدلات النمو السنوية لمؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية (2003-2009)	4-3