الجمهوريــة الجزائريــة الديمقراطيــة الشعبيــة

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة باجي مختار – عنابة

BADJI MOKHTAR UNIVERSITY – ANNABA

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR – ANNABA

كلية : العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية

قسم : العلوم التجارية

أطروحة الدكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

عولمة أسواق المال : معاينة من زاوية المخاطر

الشعبة : علوم تجارية

لـ

بن يوب فاطمة

مدير أطروحة التخرج : شطاب نادية أستاذ التعليم العالي جامعة باجي مختار عنابة

أمام أعضاء اللجنة

بن عمارة منصور	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة باجي مختار عنابة
شطاب نادية	أستاذة التعليم العالي	مقررا	جامعة باجي مختار عنابة
زينب حوري	أستاذة التعليم العالي	عضوا	جامعة قسنطينة 02
جبار محفوظ	أستاذ التعليم العالي	عضوا	جامعة سطيــف 01
حمداوي الطاوس	أستاذة محاضرة –أ-	عضوا	جامعة باجي مختار عنابة
نعمون وهاب	أستاذ محاضر -أ-	عضوا	جامعة 08 ماي 45 قالمة

السنة الجامعية : 2015/2014

(قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا
إنك أنت العليم الحكيم)

صدق الله العظيم

البقرة الآية -31-

الملــخص

إن عولمة أسواق المال أخذت لها مساحة في سياق تحرير عوامل الإنتاج مع حركة أوسع و أسرع لرأس المال في كافة أشكاله، على صعيد آخر عولمة أسواق المال المدعومة باللاوساطة، اللاتنظيم، ورفع الحواجز سمحت لرأس المال التحرك بمطلق الحرية مما فسح المجال لظهور مخاطر جديدة و بروز النشاط المضاربي الذي خلق انفصالا بين المالية و الاقتصاد الحقيقي و عرض الاقتصاد العالمي و النامي لهزات خطيرة وفترات عديدة لعدم الاستقرار.

مما أدى إلي بروز الانهيارات المالية بشدة بالرغم أنها ليست وليدة النظام المالي الدولي الراهن، فعاد موضوع الأزمات ليطرح نفسه بقوة انطلاقا من ثمانينات القرن العشرين، فأصبحت أكثر تكرارا و شمولية بفعل ظاهرة العدوى، وهو ما أثار الشكوك حول مزايا التحرير المالي وعولمة أسواق المال، وجعل متخذي القرار أمام تحد كبير، للبحث عن تفعيل كل السياسات المتاحة للوقاية من الأزمات خاصة بعد الأزمة المالية الأخيرة، و البحث الدائم عن حلول و آليات علاجية مبكرة تتماشى مع رهانات عولمة أسواق المال و ما شهده العالم من تطورات .

انطلاقا مما سبق ذكره يهدف هذا العمل لتوضيح المخاطر التي برزت أثناء مرحلة عولمة أسواق المال و تحديد قنوات انتقال الأزمة و الترابط الاقتصادي بين مختلف الاقتصاديات و خاصة تحديد الأثر على الاقتصاد الجزائري. وقد تم التوصل إلي هذا المسعى عبر خمسة فصول متكاملة، الأول تعرض لماهية عولمة أسواق المال و تحليلها من عدة زوايا مختلفة، و الثاني تناول مفارقات أسواق المال من جانب الخاطر، الثالث ركز على دراسة أزمات أسواق المال العالمية وصولا للازمة الأخيرة بنوع من الدقة في التحليل، الرابع تطرق لطرق انتقال الأزمة المالية على بعض الاقتصاديات و تحليل اثر الانتقال على أداء هذه الاقتصاديات المختارة بالتركيز على الجزائر، و الفصل الأخير تناول بعض الطرق العلاجية لمخاطر الأسواق المالية المعولمة للحد منها.

الكلمات المفتاحية:

عولمة أسواق المال، المخاطر، التحرير المالي، الأزمة المالية، الحوكمة، النظام الإسلامي.

Résumé

La mondialisation des marchés financiers ne cesse d'occuper une position importante dans le processus de l'affranchissement des facteurs de production avec un mouvement plus étendu et plus rapide du capital financier dans toutes ses formes.

Par ailleurs, La mondialisation du marché financier, soutenue par la désintermédiation, la déréglementation et le décloisonnement, permet la circulation libre des capitaux, laissant alors place à des nouveaux risques et des pratiques spéculatives qui induisent conséquemment au divorce entre la sphère réelle et la sphère financière et expose également l'économie mondiale et particulièrement celle des pays émergents à de dangereuses perturbations et à de nombreuses périodes d'instabilité.

Bien qu'elle ne soit pas dictée par l'actuel système financier mondial, la polémique des crises financières est évoquée avec force à partir des années 80 du siècle écoulé, juste au moment où, les crises sont devenues de plus en plus fréquentes et plus globales par le phénomène de la contagion. Ce qui a jeté des doutes sur les avantages de la libéralisation financière et la mondialisation du marché des capitaux et mis les décideurs au défi de préconiser toutes les politiques possibles pour prévenir les crises, surtout après la récente crise financière. Aussi, faudra-t-il poursuivre la recherche des solutions et des mécanismes de traitement précoce en parallèle avec les enjeux de la mondialisation du marché de capitaux et l'évolution remarquable qu'a connu le monde.

Le but de notre recherche est d'analyser les risques de la mondialisation financière et de montrer les nouveaux canaux de transmission des effets de la crise sur l'ensemble des économies. L'interdépendance économique planétaire est mise en évidence à travers l'analyse de l'impact de la crise financière sur l'économie algérienne.

La présentation de l'analyse de la mondialisation des marchés financiers sera traitée dans le premier chapitre, le second traitera des risques engendrés par la mondialisation financière. Le troisième chapitre présente une étude des différentes crises mondiales du marché financier jusqu'à celle de 2008. Dans le quatrième chapitre, on fait l'analyse des canaux de transmission ainsi que l'impact de la crise financière sur quelques économies et particulièrement celle de l'Algérie. Enfin, le dernier chapitre présente quelques procédés du traitement des risques de la mondialisation des marchés financiers.

LES mots clés : la mondialisation du marché financière, les risques, la libéralisation financière, la crise financière. La gouvernance, régime islamique.

Abstract:

The globalization of financial markets continues to occupy an important position in the process of production factors emancipation with a wider and faster financial capital in all its forms movement.

Moreover, in the global financial market, supported by disintermediation, deregulation and the opening up, allows free movement of capital, while giving way to new risks and speculative practices that induce consequently divorce between the real economy and the sphere financial and also exposes the global and emerging countries economy to dangerous subversions and numerous instability periods.

Although it is not dictated by the current global financial system, the controversy of financial crises is mentioned again and forcefully from the 80s of the last century, just as the attacks have become increasingly frequent and more global by the phenomenon of contagion, which threw doubts on the benefits of capital markets financial liberalization and globalization, and has challenged decision makers to advocate all possible policies to prevent crises, especially after the recent financial crisis. Then, it has to continue research for solutions and mechanisms of early treatment in parallel with the challenges of the capital markets globalization and the remarkable development that has seen the world.

From what preceded, this work aims to demonstrate the risks of financial globalization, as well as specify the transmission channels of the crisis and the economic interdependence especially the impact on the Algerian economy.
The goal was achieved from five chapters; the first is devoted to the presentation of an analysis of the globalization of financial markets. The second chapter presents the risks of globalization.
The third chapter is based on the study of various global financial market crisis to the crisis of 2008. The fourth chapter is devoted to the demonstration of transmission channels and the impact of the financial crisis on some economies among them the Algerian economy. The final chapter presents some methods of treating risks of globalization of financial markets.

The keywords: globalisation of financial market, risks, financial liberalization, financial crisis, governance, Islamic regime

الإهداء

إلي أسرتي الصغيرة التي تحملت معي عناء إعداد هدا العمل،

زوجي و أولادي حفظهم الله.

إلى كل أفراد عائلتي الكبيرة (عائلتي بن يوب و لعبيدي)

إلي أساتذتي و كل من ساعدني في انجاز هدا العمل

إلي كل هؤلاء اهدي ثمرة جهدي هذا.

شكر و تقدير

بكل محبة و احترام شكر خاص و مميز إلى

أستاذتي دائما و أبدا

شطاب نادية

حفظها الله

فهرس الأشكال

الرقم	البيـــان	الصفحة
01	التطور الرأسمالي قبل سنة 1959	21
02	التطور الرأسمالي بعد 1971	24
03	مراحل مسيرة عولمة أسواق المال	25
04	الشكل العام لأسواق المال	69
05	التوزيع الاحتمالي لعائد استثمارين مختلفين	75
06	نموذج عن التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة و الاقتصادية	80
07	نموذج عن سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاثة للكفاءة السوقية	81
08	L'engrenage infernal ou comment les politiques libérales ont conduit à l'instabilité et la dépression financières	100
09	إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة الأمريكية خلال 2001-2009	135
10	العجز التجاري للولايات المتحدة الأمريكية خلال 1980-2010	135
11	ملكية المنازل و معدل الرهون العقارية للولايات المتحدة الأمريكية خلال 1997-2007	136
12	معدل البطالة و الشغل(%) لمنطقة اليورو	158
13	مؤشر درجة تحمل الخطر (%) في منطقة اليورو	158
14	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار أمريكي)	163
15	مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي%	163
16	الموازنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي (الفائض / العجز)	164
17	ميزان الحساب الجاري (مليار دولار أمريكي)	165
18	تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012 (مليون ريال سعودي)	168
19	تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012 (مليون ريال)	169
20	تطور مؤشر عدد الشركات لسوق الأوراق المالية السعودي خلال المدة	170

	2011-1990	
21	تطور معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي 1990-2011. (نسبة مئوية)	171
22	تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية السعودي 1990-2011 (نقطة)	172
23	تقدير الصادرات	191
24	تسيير الفائض البترولي في الجزائر 2001-2008	197
25	توزيع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الفرنسي في الجزائر في 2011	211
26	التوزيع القطاعي لـ PIB في 2012 و منحني التوزيع القطاعي من 2002 حتى 2012 مع توقعات 2013	215
27	المتوسط السنوي لمعدل التضخم من 2002 حتى 2012 مع توقعات 2013	216
28	تطور الحسابات الخارجية	217
29	تطور المالية العامة من 2002 حتى 2012 مع توقعات 2013	218
30	العلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية و سوق الأوراق المالية	232
31	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار أمريكي)	251
32	مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي (%)	251
33	(الفائض /العجز) الموازنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	252
34	الاحتياطات العالمية باستثناء الذهب (مليار دولار أمريكي)	253
35	ميزان الحساب الجاري (مليار دولار أمريكي)	253
36	تطور حجم الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001 -2010	256
37	الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية المصدرة خلال الفترة 2001 – 2010	257
38	توزيع الصكوك الإسلامية حسب نوعها خلال الفترة 2001-2010	258
39	توزيع الصكوك الإسلامية المصدرة في الدول لسنة 2010	258

فهرس الجداول

الرقم	البـــــــــــيان	الصفحة
01	مؤشرات التوسع في النشاط المالي	36
02	التكامل المالي و النمو الاقتصادي	42
03	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم	45
04	التسلسل الزمني للصدمات المالية من 1970	102
05	تكاليف الأزمات المالية في النصف الأخير من القرن 19 وبدية القرن 20	121
06	تطور أسعار الأسهم في وول ستريت أثناء انهيار 1987	125
07	تطور مؤشر فايناشل طايمز أثناء انهيار 1987	126
08	تطور مؤشر نيكاي لبوصة طوكيو أثناء أزمة أكتوبر 87	126
09	موجز للترتيب الائتماني للأوراق المالية	138
10	النمو الفعلي والمتوقع للناتج المحلي الإجمالي والدين والميزان الجاري لليونان (2009-2015)	154
11	نمو الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو خلال سنوات 2003-2010.	154
12	نمو الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو خلال سنوات 2003-2010	155
13	نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو في 2010	156
14	نسبة الديون الحكومية والحساب الجاري من الناتج المحلي الإجمالي في دول منطقة اليورو في عام 2010.	157
15	مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012.	166
16	معدلات نمو مؤشر القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012	167
17	معدلات نمو مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012	169
18	معدلات نمو مؤشر عدد الشركات لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011	170
19	معدلات نمو مؤشر معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011.	171

20	معدلات نمو المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011.	172
21	مؤشرات الاقتصاد الكلي للجزائر للفترة 2008-2011	194
22	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حاليا	199
23	الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة في الجزائر من 1996- 2011	209
24	تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لبلدان شمال إفريقيا	210
25	تطور مخزون الاستثمار الأجنبي المباشر لبلدان شمال إفريقيا	210
26	تطور مخزون الاستثمار الأجنبي المباشر الفرنسي لبلدان شمال إفريقيا	212
27	مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية في الفترة (1990-2010)	213
28	الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدلات البطالة في الجزائر(1990-2010) الوحدة (%)	214
29	بعض المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للازمات المالية	224

فهـرس المحتويات

الملخص.....أ

الإهـداء .....ث

شكر و تقديـر .....ج

فهرس الأشكال .....ح

فهرس الجداول .....د

فهرس المحتويات.....ر

مقدمـة عامة.....1-12

الفصل الأول: عولمـة أسواق المـال: تـاريخ و تـحليل لأشكال

مقدمة الفصل 13

I - **تدويل رأس المـال في ظل المدارس النقدية**.....15

1- **المدرسة الاشتراكية-الماركسية** 15

1-1- رودولف هالفردنج.....15

1-2- روزا لوكسمبورغ.....16

1-3- نيكولاي بوخارين.....16

1-4- لينين.....16

2- **المدرسة الكينزية ونظرية الفائض** 18

2-1- نتائج الأفكارالكينزية.....18

2-2- الكينزية الجديدة.....19

2-3- نظرية الفائض.....22

3- **المدرسة النقدية – الليبرالية الجديدة** 22

II- **عولمـة أسواق المـال بين المفهوم و العوامل المفسرة** 26

1- عولمة أسواق المال من الجانب التقني -الوصفي- و من خلال البعد الزمني.....26

1-1- عولمة أسواق المال من الجانب التقني الوصفي.....26

1-2 العولمة المالية من خلال البعد الزمني 28

2- عولمة أسواق المال المنصرفة إلى الوحدات و الأجزاء 30

2-1- عولمة البنوك.....30

2-2- عولمة أسواق المال.....30

2-3- نمو أسواق الصرف.....31

3- أدوات عولمة أسواق المال:عودة الفكر الليبرالي، التطور في المالية الشاملة.....32

3-1- عودة الفكر اللبرالي.....32

3-2- التطور في المالية الشاملة.....34

III- ما يمكن اعتباره حقيقة لعولمة أسواق المال 39

1- مدى انتشار الظاهرة 39

1-1- نقص رأس المال المنتج.....39

1-2- البعد عن التكنولوجيا.....40

1-3- الفجوة في التدفق الرأسمالي.....42

2- المناخ المالي الدولي الحديث.....46

2-1- التطور التكنولوجي.....47

2-2- الاختراعات المالية.....47

2-3- التحرير المالي 48

2-4- تحول نمط التمويل.....48

2-5- سيادة قاعدة لـD3.....51

2-6- العولمة المصرفية.....52

3- التغيرات الهيكلية لأسواق المال الدولية 55

3-1 الثورة العلمية.....55
3-2 التحرير المالي.....58
3-3الهندسة المالية.....60
4- أثر التغيرات الاقتصادية العالمية على أسواق رأس المال الدولية 61
4-1- تزايد ترابط البورصات ونجاح قطاع تكنولوجيا المعلومات.....61
4-2- سلبية أداء الأسواق الناشئة وتراجع عمليات الاندماج 63
4-3- تزايد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة.....63
خاتمة الفصل 65

<u>الفصل الثاني</u>: مفارقات أسواق المال من جانب المخاطر

مقدمة الفصل 67
I – مخاطر أسواق المال التقليدية 68
1- أسواق المال التقليدية بين المفهوم و العوامل المفسرة 68
2- أساسيات الاستثمار في سوق المال: العائد والمخاطرة 70
2-1 العائد على الاستثمار و قياسه في الأسهم العادية.....70
2-2 مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية (بالأسهم العادية).....71
3- المعايير المستخدمة في تقدير المخاطر المنتظمة (بيتا) والعائد المطلوب وكفاءة أسعار الأسهم.....76
3-1 النماذج المستخدمة في تقدير بيتا.....77
4- كفاءة سوق الأوراق المالية و علاقتها بتنمية و تخصيص الاستثمارات 78
4-1 فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية متطلباتها و صيغها.....78
4-2 الكفاءة الكاملة و الاقتصادية.....79
4-3 صيغ فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية.....81
4-4 استراتيجيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.....82

4-5 دور كفاءة سوق الأوراق المالية في تخصيص الاستمارات.....85
4-6 اختبارات مستويات الكفاءة.....89
II- **مخاطر المناخ المالي الدولي الحديث** 91
1- **مخاطر في النظام المالي الدولي**.....91
1-1 صعود نشاط المضاربة كـ " مهنة.....91
1-2 مالية الاقتصاد.....92
2- **مخاطر في النظام النقدي الدولي** 93
2-1 زوال الخط الفاصل بين الأسواق النقدية الوطنية و السوق الدولي.....93
2-2 استقلالية عمليات الصرف.....94
2-3 التقلبات الشديدة في أسعار الصرف.....95
3- **مخاطر في النظام البنكي الدولي** 96
3-1 توصيف النظام البنكي.....96
3-2- تركيبة جديدة للخطر.....97
3-3 قواعد الحذر.....98
4- **إختلالات في المالية العامة** 99
III- **مخاطر عولمة أسواق المال و الأسواق الناشئة** 104
1- الأسواق الناشئة و عدم الاستقرار 105
2- إشكالية العلاقة بين النمو و الفقر 107
3- تجارب الواقع 108
خاتمة الفصل 110
<u>الفصل الثالث</u>: أزمات الأسواق المالية العالمية سلسلة لن تتوقف: دراسة تحليلية
مقدمة الفصل 111
I- **ماهية الأزمة المالية** 112

1- **الأزمة المالية بين المفهوم والعوامل المفسرة** 112
2- **مواصفات الأزمة المالية** 118
3- **من التاريخ: أولى أسوأ الأزمات المالية** 122
3-1 أسباب انهيار 1929.....122
3-2 آثار انهيار البورصات في 1929.....123
II- **اضطرابات المالية الدولية** 123
1- **أزمات أسواق المال العالمية في الثمانينات** 123
1-1- انهيار البورصات العالمية في 19 أكتوبر 1987.....124
1-2- أسباب انهيار البورصات العالمية في أكتوبر 1987.....126
1-3- آثار انهيار أكتوبر 1987.....127
1-4- أزمة البورصات العالمية سنة 1989.....128
2- **أزمات أسواق المال النامية في التسعينات** 128
2-1- أزمة المكسيك (1994).....128
2-2- أزمة دول جنوب شرق آسيا (1997) 129
2-3- الأزمة الروسية (1998).....130
2-4- أزمة البرازيل (1999).....131
2-5- أزمة الأرجنتين.....131
3- **بعض أزمات أسواق المال العربية في التسعينات** 132
3-1- أزمة البورصة المصرية عام 1995.....132
3-2- أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية عام 1998.....133
III - **الأزمة المالية العالمية 2008 : الأسباب و التداعيات** 134
1- **الوضع العالمي قبل الأزمة و نشأتها** 134
2- **أسباب الأزمة المالية العالمية و انتقال العدوى** 140
3- **التداعيات القائمة والمحتملة للأزمة المالية العالمية على مختلف الاقتصاديات** .141

3-1 -أثر الأزمة على الاقتصاد الأميركي.....141
3-2- أثر الأزمة على الاقتصاديات المتطورة والناشئة.....143
3-3- أثر الأزمة على الاقتصاديات النامية والأقل نموا.....144
3-4- أثر الأزمة على الاقتصاديات العربية.....145
خاتمة الفصل 148

<u>الفصل الرابع</u>: قنوات الانتقال للأزمة المالية: تجارب من الواقع -خاصة حالة الاقتصاد الجزائري -

مقدمة الفصل 149

I- **قنوات انتقال الأزمة في منطقة اليوررو** 150

1- **قنوات انتشار الأزمات المالية** 150
1-1- الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد.....150
1-2- الانتقال من دولة إلى دولة أخرى.....152
1-3- قناة المعاملات التجارية الخارجية و آثار التغذية العكسية.....152
2- **بيانات أساسية عن المتغيرات الاقتصادية الكلية لمنطقة اليورو** 153
2-1- اليونان وانطلاق شرارة الديون الأوروبية.....153
2-2- الناتج المحلي الإجمالي.....154
2-3- التضخم.....155
2-4- الوضع المالي والدين الحكومي والحساب الجاري.....156
2-5- تراجع مناصب الشغل و فقاعة أسعار المواد الأولية.....157
3- **تحليل أداء أسواق المال الأوروبية** 158
3-1 -تراجع حصة الدول الأوروبية من الاستثمارات الأجنبية.....160
3-2- اليورو وحرب العملات.....160
II- **قنوات انتقال الأزمة في اقتصاد المملكة العربية السعودية** 161
1- **بيانات أساسية عن اقتصاد المملكة العربية السعودية** 161
1-1-الناتج المحلي الإجمالي.....162

1-2- التضخم.....163
1-3-الوضع المالي.....164
1-4-الحساب الخارجي.....164
1-5 -سوق الأسهم السعودي.....165
2- **تحليل أداء سوق الأسهم السعودي**.....165
2-1- القيمة السوقية.....166
2-2- حجم التداول.....168
2-3 -عدد الشركات.....169
2-4- معدل دوران السهم.....170
2-5- المؤشر العام لأسعار الأسهم.....171
3- **أثر التغيرات على سوق الأسهم السعودي**.....172
3-1- نظام التداول الالكتروني.....172
3-2 -زيادة تدفقات رؤوس الأموال.....173
3-3 -تداعيات أزمة 2008 **على سوق الأسهم السعودي**.....174
III- **قنوات انتقال الأزمة في الاقتصاد الجزائري**.....175
1- **القطيعة في الاقتصاد الجزائري وبداية الانفتاح (مدخل إلى الإصلاحات)**.....175
1-1 -الإصلاحات نهاية الثمانينات- بداية التسعينات.....176
1-2 -إصلاحات بنكية- مالية.....178
1-3 -الإصلاحات النقدية.....182
1-4 -السوق المالي في الجزائر.....185
2- **سبل انتقال الأزمة في الجزائر**.....189
2-1- تشخيص الصدمة.....189
2-2- الوضعية الاقتصادية في الولاية الثالثة للرئيس عبد العزيز بوتفليقة.....193
2-3- تأخر الإصلاحات وعدم كفاية التعديلات عبر عائدات البترول.....196
3- **الوضعية الحالية لبورصة الجزائر بالأرقام**.....197

3-1 -الوضعية الحالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.....197

3-2- بورصة الجزائر في آخر الترتيب العالمي.....199

3-3- تعديلات على القانون العام لبورصة الجزائر.....201

4- تقييم لبعض أهم مؤشرات المناخ المالي في الجزائر.....204

4-1- دراسة تقييمية لمناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر.....204

4-2 -تقييم لأثر مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر من 1990 حتى 2012 على بعض المؤشرات الاقتصادية.....212

4-3 -الوضع الاقتصادي للجزائر في السنوات الأخيرة.....215

خاتمة الفصل.....219

الفصل الخامس: **مخاطر الأسواق المالية المعولمة: طرق العلاج**

مقدمة الفصل.....220

I – نظم الإنذار المبكر و التنبؤ بالأزمات المالية.....221

1- نظم الإنذار المبكربين المفهوم و العوامل المفسرة.....221

1-1 -مفهوم نظام الإنذار المبكر.....221

1-2 -أهمية نظام الإنذار المبكر.....222

2- استنباط مؤشرات للإنذار المبكر للازمات المالية.....222

2-1 -مؤشرات الإنذار المبكر بالأزمات المصرفية.....222

2-2 -مؤشرات الإنذار المبكر بأزمات العملة.....223

3- مؤشرات الإنذار المبكر ومدى فاعليتها.....225

3-1- بناء نماذج الإنذار المبكر.....225

3-2- مدى فعالية نظم الإنذار المبكر.....226

II- مبادئ الحوكمة (الإفصاح والشفافية) كسبيل لتحقيق الاستقرار المالي.....227

1- الحوكمة بين المفهوم و العوامل المفسرة.....227

2- **الإفصاح و الشفافية**.....229
2-1 -تعريف الإفصاح.....229
2-2- الشفافية و طرق دعمها.....230
3- **الحوكمة في ظل الأزمة المالية العالمية: التجربة الماليزية**.....233
3-1 -ملامح النظام المالي الماليزي.....233
3-2 -ماهية سوق رأس المال الماليزي.....234
3-3- الحوكمة التشريعية.....235
3-4- حوكمة النظام المالي الماليزي.....235
III-**المنهج الإسلامي كمفتاح للحد من الأزمات المالية**.....241
1- **السوق المالية الإسلامية: الماهية**.....241
2- **تزايد الاهتمام بالاقتصاد الإسلامي**.....246
2-1- الجانب النظري.....246
2-2 -على المستوى التطبيقي.....247
2-3 -المنهج الإسلامي كعلاج للأزمات في سوق الأوراق المالية.....248
3- **تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية(البحرين)**.....250
3-1- نظرة عن اقتصاد دولة البحرين.....250
3-2 -نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين).....254
3-3- الهيكل التنظيمي للسوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين).....255
خاتمة الفصل.....260
الخاتمة العامة.....261-270
قائمة المراجع.....271-287

مقدمـــة

عامـــة

مـــــــقدمة عامة:

شهد الاقتصاد العالمي منذ نهاية القرن الماضي، وحتى يومنا هذا العديد من التغيرات و التطورات الاقتصادية الهامة، والتي تعود أسبابها بالأساس إلي ترسيخ مبادئ الاقتصاد الحر، ولقد قادت هذه التغيرات إلى توسيع ظاهرة الاعتماد المتبادل وتزايد درجاته، الأمر الذي ساهم في ميلاد نظام قائم على التحرير المالي، إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال ورفع درجة الاندماج بين أسواق السلع وأسواق المال الدولية، لاسيما بعدما تسارعت عمليات الاتصال بين المراكز المالية المتواجدة عبر مختلف دول العالم بفعل الثورة التكنولوجية و المعلوماتية، كل هذه التطورات ساهمت بشكل كبير في ظهور ما عرف بالعولمة بمختلف أوجهها.

من القراءة لمراجع مختلفة لا يمكن حصر العولمة في بعدها التجاري أو المعلوماتي أو المالي، وإنما هي كل ذلك مجتمعة في العمق، وفي الظاهر يقوى مظهر منها على الآخر، ونحن نشهد اليوم عصرا لانطلاق رأس المال دوليا في إطار العولمة المالية التي ترتبط دون أدنى شك بالتطور الرأسمالي، الذي حمل الرأسمالية من البعد التجاري مرحلة الرأسمالية التجارية، إلى البعد الصناعي مرحلة رأسمالية المنافسة، إلي البعد المالي مرحلة رأسمالية الاحتكار و تدويل رأس المال تحت صيغة التصدير، إلى كل هذه الأبعاد مجتمعة مرحلة رأسمالية العولمة مع أسبقية البعد المالي.

إذن العولمة هي إحدى ثلاثة أوجه، عولمة السلع و الخدمات من خلال التحرير التجاري و تدويل الإنتاج، عولمة الاتصالات من خلال الثورة التكنولوجية و المعلوماتية، وعولمة رأس المال من خلال التحرير المالي وصعود الأسواق المالية و نمو حجم المالية الشاملة كأكثر مظاهر العولمة قوة.

لكننا لن نحفر في التاريخ عميقا و لن نغوص في فلسفة المصطلحات و إنما نحاول فهم حركة رأس المال من الامبريالية (مدخل القرن العشرين) كأحد أقوى الأسباب لخروج رأس المال عن حدوده الوطنية من خلال تصدير رأس المال إلى رأس المال المالي الدولي المتوسع جغرافيا حتى النصف الأول من القرن كمرحلة أولى تليها حركة مستقرة لرأس المال بعيدا عن المضاربات حتى انهيار النظام النقدي الدولي، وما تلى ذلك من حركة تجديد و تحرير ماليين، إلى الآن كمرحلة

ثانية، إذن عولمة أسواق المال هي ممتدة زمنيا و غير قابلة للتقييم كشئ منته أو مكتمل و إنما للوصف و التشخيص و التحليل و النقد متى أمكن ذلك.

لقد زاد الوزن النسبي لعولمة أسواق المال خاصة بعد ما عرفت المعاملات المالية الدولية نموا غير عادي بدءا من ثمانينات القرن العشرين، الأمر الذي كان له دور أساسي في زيادة إدخال الاقتصاد العالمي في عصر التمويل المعولم، و نمو الاقتصاد الرمزي كأهم محرك للاقتصاد العالمي. وقد ساعد على ذلك موجة هائلة من التقدم التكنولوجي، و تسارع عمليات الابتكار المالي و التجديد في أساليب و أدوات التمويل، و الاتجاه نحو التحرر من القيود التشريعية و الإجرائية، و إطلاق حرية الحركة لأسعار الفائدة و الصرف و تحرير الخدمات المالية، وهذا التحول الهائل ترافق مع تزايد غير مسبوق لتحمل المخاطر من طرف مختلف المتعاملين، مع ارتفاع مقلق في وتيرة و حدة الأزمات المالية.

هناك مجموعة من الانعكاسات و الآثار التي أفرزتها عولمة أسواق المال و تفاعلاتها على الصعيد الدولي، على مستوى الدول المتقدمة و النامية على حد سواء و الشاملة من حيث النواحي الاقتصادية، السياسية و الاجتماعية المنصرفة للتغيير في المفاهيم و السياسات.

فلقد غيرت حركات التحرير و الانفتاح الماليين، في ظل ثورة تكنولوجية ضاربة، كثير من المفاهيم المتعلقة بالسيولة، الخطر، الحذر و الوساطة المالية، كما غيرت كثير من الأدوات و الآليات لتظهر البنوك الشاملة و تتعمم معها حركة الاندماجات، اضطرابات المالية الدولية، عدوى الأزمات، الكبح المالي و معايير الحذر. من ناحية أخرى طفت الرأسمالية المالية بقوة لتصير المضاربة نشاطا سائدا و أساسيا، مما فسح المجال واسعا للازمات الكاسحة التي لم تعد تستثني فضاء دون آخر.

إذن المخاطر مؤكدة من التحرير المالي و ما يصاحبه من عدم الانضباط و عدم الخضوع للقوانين لان التجارب وواقع الحال فرضاها، إذ لا يمكن الحديث عن سلسلة الأزمات المعاصرة من جنوب شرق آسيا حتى الأزمة المالية 2008 و ما تلاها دون الإشارة إلي أن النمو وأعداد الفقراء لم يعودوا في تضاد ما دام النمو مقتصرا على معدلات الزيادة في الناتج المحلي.

لقد ساعدت الليبرالية الجديدة على ظهور أزمات مالية عديدة منذ سبعينيات القرن الماضي في آسيا وأوروبا وبعض دول أمريكا اللاتينية كالمكسيك والأرجنتين، تمخضت عنها نتائج كارثية هزت أركان الرأسمالية، وتعد الأزمة المالية الأخيرة التي شهدها العالم منذ منتصف سبتمبر من عام 2008أخطرها والأكثر حدة، وأثبتت حدة تداعياتها منذ اندلاعها وحتى الآن على أنها أخطر بكثير من الأزمات التي عرفها النظام الرأسمالي منذ نشأته بما في ذلك أزمة الكساد الكبير، لأن نتائجها السلبية طالت الاقتصاد الحقيقي وسادت تقريبا معظم دول العالم الرأسمالي في وقت واحد، لأنها تحدث في ظل توحد الأسواق العالمية وانفتاحها على بعضها البعض وظهورها كسوق واحدة، أو في ظل ما يعرف بعولمة أسواق المال. لقد ظهرت الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة ما يسمى بأزمة الرهن العقاري الأمريكية، وكانت البداية الحقيقية للأزمة بعد إفلاس بنك ليمان برادرز أحد أكبر البنوك العالمية، وباعتبار أن الاقتصاد الأمريكي يعد أكبر اقتصاد في العالم فقد تحولت الأزمة الأمريكية للرهن العقاري إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، وأخذت بذلك الأوضاع الاقتصادية العالمية تشهد تحولات جذرية معقدة ومتشابكة، تعصف بمعظم دول العالم في وقت واحد، ودخول اقتصاديات دول كثيرة في مرحلة صعبة من الركود، وانهيارات متتالية في البورصات العالمية، فضلا عن تدهور أوضاع عدد كبير من المؤسسات المالية من بنوك وشركات التأمين ومؤسسات التمويل العقاري في مختلف دول العالم.

كغيرها من الدول النامية لم تكن الدول العربية بمنأى عن الآثار السلبية لتداعيات الأزمة المالية العالمية، وذلك لاعتماد اقتصاديات الدول العربية بشكل كبير على الولايات المتحدة ودول الاتحاد الأوروبي تصديرا واستيرادا، حيث تراجع بسبب الأزمة الطلب على النفط والمواد الأساسية، التي تمثل صادراتها مصادر الدخل الرئيسية لعدد كبير من الدول العربية، كما تراجعت الإيرادات العامة للدول العربية غير النفطية نتيجة انخفاض مداخيل السياحة والصادرات وتقلص تدفقات الاستثمارات المالية الأجنبية المباشرة من الخارج في ظل الركود الذي يسود العالم.

أصبحت الأزمات المالية من أهم المواضيع إثارة للجدل و النقاش و مصدرا للقلق و تحديا كبيرا أمام متخذي القرارات على المستويين الوطني و الدولي، مما جعلها تحرص بقوة على وضع و تبني كل الآليات و القواعد التنظيمية و السياسات الوقائية لتفادي الآثار السلبية للازمات المالية و إدارتها و تقديم العلاج الأمثل لها من خلال الالتزام ببعض الآليات منها، تطبيق مبادئ الحوكمة و

على رأسها الشفافية و الإفصاح المالي أمرا حتميا للتقليل من تداعيات و انتشار هذه الأزمات .و لدعم و زيادة الثقة أكثر بالأسواق المالية اعتبر معظم الباحثين و الاقتصاديين المنهج الإسلامي الأداة الفعالة لتحقيق الاستقرار فيها من خلال تعامله بالأدوات المالية المتوافقة و الشريعة الإسلامية.

من كل ما سبق ذكره يتم تناول موضوع البحث من ناحية علمية لا توغل في النظرية حتى التجريد، ولا في التقنية حتى الميكانيكية، و إنما بين هذا وذاك، بكثير من الإسقاطات نحاول فهم الظاهرة حول مفهومها، أسبابها، نتائجها، خاصة بالتركيز على جانب المخاطر منها، لا للاستعراض و إنما للفهم الدقيق و من ثمة النقد و الاستشراف.

إشكالية البحث:

تبعا لما سبق، تتجلى معالم الإشكالية الرئيسية لهذا البحث، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

لقد أصبحت المخاطر نفسها بضاعة متداولة في الأسواق، هذا ما أكده التحرير المالي و ما صاحبه من عدم الانضباط و عدم الخضوع للقوانين، **فهل يمكن اعتبار مرحلة عولمة أسواق المال هي أكثر مرحلة علمت بمخاطر متجددة و عرفت صدمات و أزمات مالية مصادق عليها تنتقل عدواها بسرعة البرق ؟**

الأزمة المالية : فيما تجسدت مؤشراتها وآليات انتقالها؟ وما هي تداعياتها على الاقتصاد الحقيقي و المالي و قنوات انتقالها لبعض الاقتصاديات كتجارب من الواقع و يتم التركيز بشدة على الاقتصاد الجزائري؟

و للوقوف على هذه الإشكالية، نقوم بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- غيرت عولمة أسواق المال الكثير من المفاهيم و المضامين المتعلقة خاصة بالمخاطر فما مدى مساهمتها في إحداث مخاطر جديدة بالأسواق المالية متسببة في تكريس الأزمات المالية و توسع نطاقها؟

- هل يمكن رصد مجموعة من الإجراءات و آليات العلاج للوقاية من هذه الأزمات على ضوء ازمة2008 ؟

تبدو التساؤلات استقصائية في عمومها، جدلية في تفرعاتها وواسعة، و لكن منطقية و جدية الأسباب وواقعية النتائج من عدمها تحدد الإجابة.

فرضيات البحث:

تعتمد الباحثة في معالجتها للتساؤلات المطروحة على مستوى إشكالية الدراسة على الفرضيات التالية:

- إن عولمة أسواق المال اثبتث بقوة ظاهرة الترابط (interdépendance) بين مختلف الاقتصاديات.
- قنوات الاقتصاد الحقيقي (غير المالية) هي كذلك قنوات لانتقال الأزمة المالية و هذا ما يؤكد و جود فروق في أداء أسواق المال للتجارب المختارة بعد انتقال الأزمة.
- لا توجد هناك طرق علاجية لاحتواء الأزمة و تداعياتها بل الاحتواء يحتاج لعدة سنوات .

مبررات اختيار الموضوع:

إن الدوافع لاختيار الموضوع تتعدد و لكن أهمها:

- فهم الخطاب الليبرالي المتجدد، وديناميكية النظام الرأسمالي و توضيح ما الذي يقف وراء الاختلالات النقدية و المالية، و ما الذي يدفع دول أخرى للصعود و تحقيق مزيد من التنمية الاقتصادية، ودول أخرى تخطو للمسيرة في العكس.
- تستمد هذه الدراسة أهميتها من التغيرات التي يشهدها الاقتصاد العالمي، و من الاهتمام المتزايد للمجتمع الدولي بموضوع الأزمات المالية التي أثارت قدرا كبيرا من النقاش حول المزايا و التكاليف لعولمة أسواق المال، كما أن الانتشار السريع لتتعدى حدود البلدان التي حدثت فيها يؤدي بنا للتساؤل حول دور عولمة أسواق المال في تفاقم و اتساع نطاق هذه الأزمات، و التمعن في الأسباب الكامنة وراء حدوثها و البحث في السبل الكفيلة لعلاجها.
- إن الأزمة المالية أثبتت منذ بداية انتشارها أنها أزمة عارمة لم يعرف النظام الرأسمالي مثلها منذ نشأته، تؤثر بصورة كبيرة ومباشرة على كل تكوينات الاقتصاد الحقيقي، وشملت

تداعياتها حتى المجالات الاجتماعية والسياسية، لذلك فهذه الأزمة جديرة بالاهتمام والتحليل.

أهداف الدراسة و أهميتها:

تهدف هذه الدراسة أساسا إلى الإجابة على التساؤلات الواردة في إشكالية البحث، واختبار صحة الفرضيات المتبناة، بالإضافة إلى:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بعولمة أسواق المال.
- الكشف عن العلاقة بين تصاعد عولمة أسواق المال و تكرار و تواتر الأزمات المالية و توسع نطاقها.
- تسليط الضوء على موضوع الأزمات المالية، وتحديد الأسباب الكامنة وراء حدوثها، وإبراز أهم مؤشراتها، و من ثم توفير الشروط اللازمة للوقاية منها.
- إبراز أهم قنوات انتقال أزمة الرهن العقاري و تحولها إلى أزمة مالية عالمية، على بعض الاقتصاديات المختارة.
- محاولة تقديم جملة من الآليات و الإجراءات الوقائية و العلاجية من الأزمات المالية على ضوء أزمة 2008.

كما تكمن أهمية هذا البحث في معالجته لموضوع جدير بالبحث ألا و هو عولمة أسواق المال و الأزمات خاصة الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي أدت إلى حدوث انهيارات كبيرة في أكبر اقتصاديات العالم وتراجع للأسواق المالية العالمية، وساهمت في ظهور انتقادات كبيرة وغير مسبوقة على الليبرالية الجديدة من قبل عدد كبير من الاقتصاديين والسياسيين والمفكرين من مختلف الاتجاهات في الولايات المتحدة و بقية الدول الرأسمالية.

منهج البحث و الأدوات المستخدمة:

بالنظر لطبيعة الموضوع و بغية التوصل إلي تحقيق الأهداف المسطرة للدراسة تم الاعتماد على:

- المنهج التاريخي: و ذلك من خلال سرد مختلف المراحل التي مرت بها ظاهرة عولمة أسواق المال في ظل المدارس النقدية المعروفة، و عرض لأهم الأزمات المالية التي ميزت الاقتصاد العالمي، و علاقتها بتطور النظام النقدي الدولي، وذلك بناءا على مراجعة الأدبيات الاقتصادية و ما تتضمنه الدراسات في هذا الصدد.
- المنهج التقويمي و الاستقرائي: و ذلك بدراسة ظاهرة عولمة أسواق المال و الأزمات المالية، و محاولة إبراز الجوانب الايجابية و أوجه القصور للظاهرتين، و الاعتماد على الملاحظة في استنباط و استقراء النتائج من خلال ما أتيح من بيانات و معلومات.
- المنهج الوصفي التحليلي: و ذلك كحتمية أملتها طبيعة الموضوع لأننا بصدد جمع و تلخيص بيانات و حقائق مرتبطة بظاهرة عولمة أسواق المال و الأزمات المالية، بالإضافة إلى توصيف كل المتغيرات و التطورات الاقتصادية المتعلقة بالظاهرة و معالجتها بطريقة تحليلية دقيقة بالاعتماد على إحصائيات متعلقة بالاقتصاد الحقيقي و المالي متحصل عليها من مصادر رسمية و تقارير دولية اعتمدت كأدوات للتحليل عبر جداول و أشكال في التجارب المختارة.
- أما عن الأدوات المستخدمة في الدراسة و في سبيل حصر دقيق لجوانب الموضوع تم الاعتماد على:

البحث المكتبي و ذلك لتغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال الاستعانة بكتب باللغة العربية و الأجنبية، و التي تعرضت للموضوع بصورة كلية أو جزئية، وكذا مجموعة من الملتقيات و المؤتمرات و المجلات و عدد من الرسائل العلمية، أما في الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على مجموعة من الإحصائيات الحديثة المستخرجة من مختلف المواقع الالكترونية .

تقسيمات البحث:

عنوان الدراسة هو عولمة أسواق المال : معاينة من زاوية المخاطر

حيث ثم عرضها في خمسة فصول مترابطة، تسبقهم مقدمة تتضمن الأبعاد الأساسية لموضوع البحث وإشكاليته، وتعقبهم خاتمة تتضمن النتائج النظرية والتطبيقية للبحث، إضافة إلى بعض التوصيات التي رأينا بأنها ضرورية بناء على النتائج المتوصل إليها، تليها آفاق للبحث، حيث يحاول كل فصل الإجابة عن احد التساؤلات الفرعية و اختبار صحة أو خطا احد الفرضيات كالأتي:

الفصل الأول: عولمة أسواق المال : تاريخ و تحليل

في هذا الفصل يتم التعرض لمفهوم الظاهرة من عدة زوايا و ربطها بظاهرة تدويل رأس المال لتفسير دوافع خروجه عبر ما طرحته المدارس الاقتصادية و النقدية المختلفة.

الفصل الثاني : مفارقات أسواق المال من جانب المخاطر

و هنا تم التفرقة بين مخاطر الأسواق المالية التقليدية و المخاطر التي ظهرت و برزت بشدة بعد ظهور عولمة أسواق المال متسببة في بروز العديد من الأزمات و الانهيارات النقدية و المالية.

الفصل الثالث: أزمات الأسواق المالية العالمية سلسلة لن تتوقف: دراسة تحليلية

امتداد لما سبق كون الانعكاسات الوارد طرحها هي عامة و شاملة لا تستثني إقليما دون أخر، فقد تم هنا التركيز على بعض المفاهيم حول الأزمات المالية لإزالة الغموض الذي قد يعتري القارئ، و تحديد الأسباب الكامنة وراء حدوثها و أهم أنواعها، و القيام بدراسة تحليلية لأهم الأزمات التي حدثت سواء في الدول المتقدمة أو النامية، وذلك من خلال تحديد أهم أسبابها، نتائجها، آليات علاجها، إضافة إلي السياق العام و الظروف المحيطة بزمن حدوثها مع التركيز على أزمة 2008.

الفصل الرابع: قنوات انتقال الأزمة: تجارب من الواقع –خاصة حالة الاقتصاد الجزائري-

هنا تم البحث في طرق انتقال الأزمة المالية على بعض الاقتصاديات و تحليل اثر الانتقال على أداء هذه الاقتصاديات المختارة، و ذلك بالتطرق لبيانات أساسية عن كل اقتصاد و تحليل الأثر فيه.

الفصل الخامس: مخاطر الأسواق المالية المعولمة : طرق العلاج

و أخيرا جاء هذا الفصل ليبين أهم الإجراءات الواجب إتباعها للوقاية من الأزمات المالية، مع التطرق لنماذج الإنذار المبكر و مدى فعاليتها في الوقاية، و كذلك تم التطرق للحوكمة كسبيل للحد من الأزمات المالية من خلال الإفصاح و الشفافية، ثم تم تناول نظام التمويل الإسلامي باعتباره احد أهم البدائل المطروحة لنظام التمويل التقليدي للوقاية من الأزمات المالية.

الدراسات السابقة:

حسب اطلاع الباحثة إن موضوع الدراسة تم تناوله بصورة جزئية و مختلفة في عدة دراسات سابقة، حيث تعرضت له عدة مقالات و مداخلات في ملتقيات وطنية و دولية من جهات متعددة ومختلفة نتيجة الصخب الكبير الذي أحدثته الظاهرة في السنوات الأخيرة، و يمكن ذكر بعض المقالات المنشورة و المداخلات و الدراسات السابقة التي تعرضت للموضوع بذات السياق أو نحوه بمعطيات مختلفة كمرجعية يستفاد منها في بحثنا هذا نذكر منها مايلي:

1- L'économie algérienne face à la crise :effets
- De la conjoncture ou vulnérabilité structurelle -.

مقال من إعداد الأستاذة الدكتورة شطاب نادية و آخرون منشور بالمجلة الدولية الكرياد-cread- و الذي تعرض للضعف الاقتصادي أو الهيكلي للاقتصاد الجزائري للازمة و تحليل أثار الأزمة على الاقتصاد الجزائري بطريقة إحصائية قياسية حيث أوضحت الدراسة بان انعدام العلاقة بين النظام المالي الجزائري و العالمي ليس حماية للاقتصاد بل على المدى المتوسط يمكن أن تنتقل الأزمة عبر الاقتصاد الحقيقي (أسعار البترول) مادام الاقتصاد الجزائري يعتمد بدرجة كبيرة على القطاع الهيدروكاربيري و مادام هو عاجز عن إحداث إصلاحات جذرية للنهوض بالاقتصاد بعيدة عن قطاع المحروقات.

2- مداخلة تحت عنوان الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها من إعداد الدكتور الداوي الشيخ، أستاذ محاضر بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير -جامعة الجزائر في إطار المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي جامعة الجنان ، طرابلس يومي 13 و 14 مارس 2009 حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أسباب وجذور الأزمة المالية العالمية الحالية، الجوانب والقطاعات

الاقتصادية المتضررة التي تعرضت للصدمات الأولى الناتجة عن المد الأول للأزمة، ثم الآثار اللاحقة وغير المباشرة على المستوى العالمي والعربي، و في الأخير إعطاء بعض الحلول المقترحة لما بعد الأزمة. وخلصت الدراسة بالجزم بان الاقتصاد العالمي مر بالعديد من الأزمات السابقة التي تعددت أسبابها، آثارها، حيزها ونتائجها فهي تمر وفقا لدورات تنتج عنها فترات توازن و أخرى تقهقر، فهي شر لا بد منه من أجل إعادة تنظيم الاقتصاديات.

3- مداخلة بعنوان دراسة تحليلية لأثر الأزمة المالية على المتغيرات الاقتصادية الكلية لمنطقة اليورو من إعداد الأستاذة بن يوب فاطمة كمداخلة في إطار فعاليات الملتقى الدولي حول إدارة الاتحادات النقدية في ظل الأزمات المالية يومي 07و 08 ماي 2013 بكلية العلوم الاقتصادية بجامعة 20 أوت 1955 بسكيكدة الجزائر حيث تعرضت المداخلة للتوضيح بان الأزمات المالية المتكررة من طبيعة النظام الرأسمالي الذي شهد العديد من الأزمات المالية و المصرفية و لعل الأزمة الأخيرة خير دليل على ذلك، حيث ركزت المداخلة على تحليل الآثار الناجمة للازمة المالية التي انعكست سلبا على أداء مختلف الاقتصاديات و على معدلات نموها بشكل كبير مع الإشارة إلي اقتصاد منطقة اليورو كقوة صناعية لتحليل الآثار على مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي للمنطقة.

4- أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة2007 -2009 من إعداد الطالب محمد الهاشمي حجاج مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق نوقشت بتاريخ 23 ماي2012 ، يعالج هذا البحث موضوع الأزمة المالية الاقتصادية العالمية 2008 و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية العربية، وتهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية، تبدأ أولا بخلفية عامة عن الأزمات السابقة التي واجهتها الرأسمالية، ثم تبيان البوادر الأولى لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، والتعرف على آثارها المختلفة على المستويين الأمريكي والعالمي والحلول التي طرحت للخروج منها، ثم بعد ذلك إعطاء صورة عن انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية. بعدها استعراض مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأزمة المالية والاقتصادية العالمية، جاءت الدراسة العملية كمحاولة لتحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية قبل وبعد إفلاس بنك ليمان برادرز باستخدام الأسلوب الإحصائي

بيرسون ومعامل ارتباط(t-test des échantillons indépendants) ، لغرض المقارنة بين مجموعتين للأداء وبيان الفرق بينهما .أظهرت نتائج الدراسة إلى أن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.

5- نسيمة أوكيل، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها -مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق أسيا -البحث عبارة عن أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2008 ، تدور إشكاليتها حول مدى إمكانية التوقي من الأزمات المالية، جاءت هذه الدراسة في ستة فصول عرضت فيها الباحثة إلى أهم الأزمات المالية التي ضربت الاقتصاديات الناشئة بالتركيز على أزمة دول جنوب شرق آسيا .إلا أن أهم مأخذ عليها هو التركيز على تشخيص الأزمات، ومدى إمكانية إيجاد آلية للتنبؤ المبكر بها.

6-دراسة :

Eliane Nehme El Ahmar : Libéralisation financière et fragilisation bancaire dans les pays émergents : Cas de la crise asiatique, Thèse de doctorat, université pantheon-Assas (paris II), droit-économie-sciences sociales, diciplime : sciences de gestion, 2003.

خصت هذه الدراسة الأزمات المالية التي مست البلدان الناشئة و بالتحديد البلدان الآسيوية، مبينة الدور الذي لعبته أسواق رأس المال الدولية و التحرير المالي في حدوث تلك الأزمات. كما بينت الدراسة أن أهم خاصية لازمات سنوات التسعينات تجد جذورها في الانفتاح السريع لحساب رأس المال في هذه البلدان، الذي تزامن مع الركود الاقتصادي في البلدان المتقدمة منذ بداية سنوات التسعينات، وأدى بالمستثمرين في هذه البلدان إلي البحث عن أحسن العوائد لادخار اتهم في البلدان النامية التي تعاني من نقص في رأس المال و السلع و الخدمات و التكنولوجيا و رأس المال البشري، و هو ما يشجع التدفقات الرأسمالية الآتية من البلدان الصناعية. كما توصلت الدراسة إلى انه و في نظام مالي متكامل فان بعض الصدمات المحلية تنتشر من خلال العدوى بين مختلف الأسواق، وعموما بينت الدراسة أن العولمة المالية تصاحبها في اغلب الأحيان فقاعات و أزمات مالية.

صعوبات الدراسة:

لا بدمن الإشارة إلى صعوبات العمل التي بدورها تتعدد نذكر منها:

- عدم توفر مراجع كافية تتناول موضوع عولمة أسواق المال (بالعربية خاصة) بشكل مباشر و متخصص ينفد إلى التفاصيل المهمة، ثم إن مشكلة المراجع العربية –المصرية بشكل خاص- كلا منها مرجع للآخر، وهي متكررة، تعرض نفس وجهات النظر و بنفس الأسلوب بافكار مسبقة في غالبها.
- تضارب الإحصائيات و الأرقام نتيجة الاختلاف في مصادرها، خاصة عند عرض الجزئية الخاصة بالاقتصاد الوطني، الأرقام إما غير موجودة و إما متباعدة و متضاربة، وهي في حدود توفرها غير كافية لتحليل دقيق و موضوعي.
- كذلك الكتابات الاقتصادية حول الاقتصاد الجزائري، جزء منها تقني وصفي يكتفي بعرض المراحل و التجارب ، و جزء أخر قانوني يأتي على ذكر التشريعات المختلفة و الآخر أما ملخص لتجربة سابقة في السلطة أو جامع لحوارات صحفية أو عارض لتحاليل ضمنيا تغلب عليها الإيديولوجية.

و رغم ذلك نتمنى أننا قد أسهمنا -في حدود ما توفر من إمكانيات و معطيات و ما تبلور في ذهننا من تصورات – في مناقشة جادة للإشكالية المطروحة بنظرة تحليلية نقدية، تستقي موضوعيتها من الأرقام و الإحصائيات و ما تفرزه تجارب الواقع و تزكية الأدبيات الاقتصادية.

الفصل الأول:

عولمـة أسـواق المـال:

تـاريـخ و تحليـل

الفصل الأول:

عولمـة أسواق المـال: تـاريخ و تحليـل.

مقدمـة الفصل

كثيرا ما يتم تداول مصطلحات عديدة كتدويل الإنتاج، تدويل رأس المال، عولمة أسواق السلع و الخدمات، المال و النقد، التمويل و الاستثمار دون الإكثرات بالمفهوم الكامن وراء المصطلح وهي مصطلحات تتأرجح في مضامينها بين القدم و الحداثة، حيث يمكن اعتبار عولمة أسواق المال في سياق تدويل رأس المال الأكثر تطورا أو هي حركة تنقل رأس المال في سوق عالمي ما بعد التدويل .

لقد ارتبطت عولمة أسواق المال بسياق التطور الرأسمالي، وقد كان لرأس المال صفته في كل مرحلة مرت بها الرأسمالية، من رأس مال تجاري مرحلة الرأسمالية التجارية إلى رأس مال صناعي إنتاجي مرحلة المنافسة، لتبدأ مرحلة جديدة في ظل الامبريالية وسيادة الاحتكارات ليأخذ رأس المال صفة لرأس المال المالي و قد أطرت النظريات الاقتصادية الظاهرة من زوايا مختلفة .

بعد الحرب العالمية الثانية توسع رأس المال دوليا في شكل تدفقات مالية من الولايات المتحدة الأمريكية إلى أوروبا في إطار مشروع مارشال لإعادة الإعمار، في حين لم تتوسع حركته من الدول الصناعية الرأسمالية الأوروبية إلى خارج أوروبا لعدم وجود فوائض كافية توجه للتصدير هده الفترة الممتدة بعد الحرب العالمية الثانية حتى 1971 تاريخ انهيار النظام النقدي الدولي لم تكن مرحلة لرأس المال المالي كانت موجهة لتمويل التجارة و الاستثمار، وبعيدة نسبيا عن المضاربة التي تقلصت في ظل استقرار نظام النقد الدولي، حتى الدول النامية لم تستقطب تدفقات رأسمالية إما لحداثة استقلالها أو لرسوخ تصوراتها حول طبيعة رأس المال الأجنبي المعادي للمصالح الوطنية أو بسبب حركات التأميم و ركونها إلى الدولة كمرجعية أساسية تحتكر النشاط الاقتصادي، و بانهيار النظام النقدي الدولي اختلف الوضع جملة و تفصيلا مع سياسات التعويم الكبيرة بدأت

حركات التحرير المالي و عاد الانتعاش لحركة رأس المال خاصة مع تراكم الفوائض النفطية بعد الأزمة البترولية الأولى. كما أن تدويل الإنتاج ومشاركة العالم الثالث في التصنيع أخذ بعدا متسعا مع نمو معتبر في عدد وحجم الشركات متعددة الجنسيات.

و إزداد تراكم الفوائض المالية في ظل أزمة عالمية هيكلية تجمع التضخم في ثنايا الركود ليعاود رأس المال المالي نشاطه المضاربي من جديد خاصة مع السخاء المالي تجاه الدول النامية و حركات الإقراض الواسعة.

و مع العجز الأمريكي التوأم في الميزانية و الميزان التجاري و اللعب في أسعار الفائدة و تحول الولايات المتحدة الأمريكية إلي مدين دولي تم انفجار أزمة الدين سنة 1982 حتى الأزمة البترولية الثانية و توابعها فسح المجال واسعا لصعود قوي و غير مسبوق للأسواق المالية خلال الثمانينات وبدا مع ذلك الصعود تتضح معالم عولمة أسواق المال بشكلها الراهن .

إذن يبدوا جليا هناك ثورة عميقة حدثت على مستوى المفاهيم و السياسات و النظريات وهو سياق يستحق الخوض في تفاصيله، فهل نجد خلف هذه التطورات، الرأسمالية تجدد نفسها في مشهد جديد تبدوا فيه السياسات أكثر تعقيدا وغموضا في البناء على مستوى العلاقات الدولية في صورة عولمة مالية ؟!. لذلك سوف ينطوي هذا الفصل الأول على ثلاثة مباحث متكاملة تأتي فيمايلي:

I - تدويل رأس المال في ظل المدارس النقدية.

II- عولمة أسواق المال بين المفهوم و العوامل المفسرة.

III- ما يمكن اعتباره حقيقة لعولمة أسواق المال.

I - تدويل رأس المال في ظل المدارس النقدية.

إن تدويل رأس المال المعبر في عمقه عن تصدير لرأس المال وخروجه عن حدوده الوطنية كشكل من أشكال حركته، هو عنصر بالغ الأهمية لفهم ديناميكية عولمة أسواق المال، حيث تم استعمال مصطلح" تصدير رأس المال " للدلالة على تلك الحركة التي انتشرت وتعممت مدخل القرن العشرين حين ساد رأس المال المالي المتنقل خارج حدوده لأسباب عديدة بدءا من مرحلة الرأسمالية الاحتكارية وما تلاها إلى مرحلة رأسمالية العولمة لذلك سوف ينطوي هذا المبحث على أربعة مدارس أو تنظيرات مختلفة (المدرسة الإشتراكية، النظرية الكينزية، نظرية الفائض، المدرسة النقدية).

1- المدرسة الاشتراكية-الماركسية- :

هنا سنتناول قضية تدويل رأس المال من خلال أهم الرواد الاقتصاديين لهذه المدرسة كالآتي:

1-1- رودولف هالفردنج[1]:

من خلال كتابه (رأس المال الدولي 1910) أشار إلى رأس المال المالي وتركزه من خلال إحلال الاحتكارات الكبرى محل المنافسة مع زيادة الترابط بين رأس المال البنكي ورأس المال الصناعي، فإذا كان المميز للرأسمالية التجارية هو رأس المال التجاري فقد أسست رأسمالية مرحلة الاحتكارات لرأس المال (النقدي) الموجود على مستوى البنوك لخدمة الصناعيين والدال على ذلك توسع البنوك الألمانية التجارية في تمويل الصناعة إلى جانب البنوك الصناعية وبنو ك الأعمال كما أن هذه البنوك التجارية تتحكم في سوق الأوراق المالية (البورصات) بما يكسبها أكثر سلطة.كما توجد هناك علاقة تنشأ بين بحث الاحتكارات عن معدلات التوظيف العالية وفائض رؤوس الأموال الباحثة عن التراكم، وهي علاقة انسداد تستوجب الحل:

---

[1] رمزي زكي،(1999): **العولمة المالية –الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي**- دار المستقبل العربي القاهرة،ص ص19-20.

- تصدير رأس المال مع الإشارة الواضحة إلى أن تصدير رأس المال ظاهرة لا تنفصل عن تطور الرأسمالية وهي ليست نتيجة الاحتكارات وإنما تتم تحت ضغطها.

- ربط هلفردنج تدويل رأس المال المعبر عنه بتصدير رأس المال بقانون اتجاه معدل الربح نحو الانخفاض على المدى الطويل وذلك حسب ماركس أي إمكانية توظيف رؤوس الأموال محليا بمعدلات أدنى للربح مقارنة بتوظيفها في الخارج وعادة ما يتم تصدير رأس المال كضرورة في النظام الرأسمالي عبر الامبريالية.

1-2- **روزا لوكسمبورغ**[2] :

من خلال كتاب (تراكم رأس المال) سنة 1913 وفي ظل تحليل نمط الإنتاج الرأسمالي، إشارة إلى عدم توافق لا محدودية قوى الإنتاج على التوسع مع محدودية إمكانية التصريف (التوزيع) فحجم الناتج الاجتماعي لا يلتقي دائما والاستهلاك. وعلى هذا المستوى ينشأ عدم التوازن وتبحث مشكلة فائض الإنتاج عن حلول لها خارج الاقتصاد الوطني وفي (بيئات غير رأسمالية).

كما أن الميل المستقر في الرأسمالية نحو الركود والبطالة والأزمات وجد منفذا له من خلال الأسواق الخارجية لتصريف الفائض وتأمين متطلبات إعادة الإنتاج من أجل دائما (تعويق مفعول قانون اتجاه معدل الربح نجو الانخفاض) وتنشأ العلاقة من جديد بين تصدير رأس المال والامبريالية .

1-3- **نيكولاي بوخارين** [3] :

من خلال كتاب (الاقتصاد العالمي والامبريالية) سنة 1915، تميز تحليله بصفة العالمية، منطلقا من فكرة اعتبار الاقتصاد الوطني جزء من الكل المعبر عنه بالاقتصاد العالمي، من خلال سوق عالمي للسلع وآخر لرؤوس الأموال، سوق عالمي للسلع منشأه التخصص وتقسيم العمل بين صناعة وزراعة وسوق عالمي لرؤوس الأموال من أجل تدويل رأس المال البنكي لتمويل الصناعة . وقد تم تداول مقولة – رأس المال المالي – على صعيد عالمي من خلال الاحتكارات العالمية في إشارة إلى الشركات متعددة الجنسيات.

---

[2] رمزي زكي،(1999): **العولمة المالية –الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي**- دار المستقبل العربي القاهرة،**ص ص**21-22.

[3] المصدر نفسه، ص23.

في نفس السياق، تصدير رأس المال هو رد فعل الرأسماليين تجاه مفعول " قانون ميل معدل الربح نحو الانخفاض على المدى الطويل" إضافة إلى كون تصدير رأس المال يدعم ويرافق عملية تصدير السلع. الفكرة القوية في هذا التحليل هي الإشارة إلى تكامل الأسواق المالية العالمية وتوجه معدل الربح والفائدة نحو التعادل على الصعيد العالمي.

1-4- لينين [4] :

من خلال كتاب (الامبريالية أعلى مراحل الرأسمالية) سنة 1916، إضافة إلى النتائج السابقة وردت فكرة تحول الدول الرأسمالية الامبريالية إلى دول ريعية تعيش إلى حد ما على عوائد رؤوس الأموال الموظفة في الخارج مما يكسي للرأسمالية (الطابع الطفيلي).كما يمكن لرأس المال الصناعي أن يهيمن على رأس المال البنكي تمكينا لهيمنة رأس المال المالي حتى مع الاستقلالية السياسية .

أ- أشكال تدويل رأس المال في هذه المرحلة :

لم تكن تختلف كثيرا عما هي عليه الآن غير أنها اعتمدت على أدوات الاستثمار والإدخار والائتمان والتمويل التقليدية وشملت إحدى الصور التالية :

- تمويل المشروعات الحكومية عن طريق القروض التي تقدمها المؤسسات المالية والبنكية أو من خلال الاكتتاب في رأس مال هذه الشركات شراء لأسهمها وسنداتها

- الاستثمار الأجنبي المباشر الذي استهدف المواد الأولية في الدول المتخلفة أو المستعمرة في آسيا، إفريقيا وأمريكا اللاتينية واستهدف الصناعة في أوربا وأمريكا الشمالية.

- الاقتراض الدولي كأداة للتمويل من خلال إصدار السندات في أسواق المال الدولية والقروض الحكومية بهدف تمويل عجز الموازنات العامة .

وقد تميزت حركة التدويل بـ:

---

[4] المصدر نفسه، ص ص24-25.

- حرية كاملة لرؤوس الأموال في حركتها فإذا كانت الرأسمالية – مرحلة المنافسة- قد رفعت من درجة الحمائية فإن رأسمالية – مرحلة الاحتكار – فسحت المجال لعودة الانفتاح والتحرير مع الرغبة الكامنة والدائمة في حماية السوق المحلي والإبقاء على الأسعار قوية ومرتفعة أي أن التحرير شمل سوق رأس المال دون التبادل التجاري حيث تصدير رأس المال كان مفضلا على الدوام مقارنة بالتصدير المباشر للمنتجات [5]، هذه الأخيرة كانت دائما مقيدة بسياسات تعريفية تفرضها الدول المتنافسة لحماية الاحتكارات المحلية، بما يؤيد الطرح القائل بأسبقية تدويل رأس المال مقارنة بتدويل الإنتاج [6]

- مشاركة الحكومات في تصدير رأس المال إلى جانب القطاع الخاص مع تفوق رأس المال المدعوم بالسياسات الحمائية لصالح الاحتكارات، من خلال الإبقاء على الحواجز الموضوعة أمام المنافسين الأجانب ولا غرابة أن تكون العولمة في شكلها الراهن – مبتورة – أو – في حالة قطع [7] –طالما كان التدويل كذلك.

هذا الدعم ترافق مع الإعانات المقدمة في سبيل الوصول ليس إلى حماية الأسواق الوطنية وإنما إجتياح الأسواق الأجنبية، بتعاون الدول والحكومات والإحتكارات التابعة لها .

- تفوق معدلات العائد في الخارج على رؤوس الأموال عنها في الداخل لعدة أسباب كعقود الإمتياز المحصل عليها في المناطق الغنية بالمواد الأولية والموارد الطبيعية أو من خلال شروط الإقتراض ومعدلات الفائدة المرتفعة لصالح المقرضين خاصة في بيانات لم يحدث فيها تراكم وفوائض لرأس المال.

ب- علاقة تدويل رأس المال بحل تناقضات الرأسمالية:

تدويل رأس المال في هذه المرحلة سمح بـ:

- إيجاد منفذ لفائض رؤوس الأموال وتفادي الأزمات

---

[5] **محاضرات مقياس الشركات متعددة الجنسيات** دراسات ما بعد التدرج ،سبتمبر 2003، جامعة باجي مختار عنابه، ص58.

[6] Chesnais François et alii-**la mondialisation financière genèse ,coût et enjeux**- syros,paris,1996 ,p10.

[7] موسى السعد عبد الأمير، **إشكالية القطع و التقاطع في التجارة الدولية**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، 1999.

- الحد من إتجاه معدل الربح نحو الإنخفاض على المدى الطويل

- تحقيق أرباح أكبر بالنسبة للقطاع العام والحكومات.

- حل النزاع بين الطبقات إذ أمكن في ظل التدويل زيادة أجور العمال دون المساس بمعدلات الربح من خلال ما يوفره الخارج من إمتيازات [8]. في الأخير يمكن القول أن المدرسة الاشتراكية فسرت تدويل رأس المال بالإنتقال من المنافسة إلى الاحتكارات والتراكم الذي حدث وأفرز فوائض لرأس المال لم يكن مقبولا استثمارها محليا بمعدلات ربح أدنى وكان المنفذ هو تصدير رأس المال وولوج أسواق جديدة.

2- المدرسة الكينزية ونظرية الفائض:

" التدويل ليس معطيات محددة مسبقا، إنه ميل متسارع أكثر فأكثر في حركة رأس المال، يمكن أن يعرف مراحل تراجع كتلك المعروفة تاريخيا التي أعقبت الأزمة الكبرى29-1930..."[9] انطلاقا من هذه الفكرة يمكن التساؤل عما قدمته النظرية الكينزية لمسألة التدويل بعد أزمة الكساد.

في ظل نموذج كينزي مغلق، يتحدد شرط التوازن بتساوي الادخار والاستثمار وبسبب توجه معدلات الادخار نحو الارتفاع بمعدلات تفوق تلك الخاصة بالاستهلاك عند زيادة الدخل كان لابد من زيادة الاستثمارات ومع زيادتها ولأسباب أخرى-تؤطرها النظرية الكنزية- تتجه معدلات الكفاية الحدية لرأس المال (الربح) نحو الانخفاض[10] ويصبح من الصعب تلاقي الادخار والاستثمار.

وكنتيجة، الرأسمالية في دورات الكساد والانكماش لا تعاود الانتعاش تلقائيا وبما أن الدراسة في ظل اقتصاد مغلق كان لابد من التدخل الحكومي تحت شروط معينة لاستعادة التوازن.

وهو الدور الذي أسند لقطاع (التجارة الخارجية وحركات رؤوس الأموال) في التحليل في ظل اقتصاد مفتوح.

2-1- نتائج الأفكار الكينزية:

---

[8] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

[9] Pallois christian ,**l'internationalisation du capital, élément critique**, paris1975.

[10] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص54.

توسع الإنفاق الحكومي وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي في أوروبا أدى إلى تزايد معدلات النمو وعوض ظهور فائض رؤوس الأموال ظهرت الحاجة لاستيرادها لمواكبة الاستثمارات وكان متاحا من خلال مشروع مارشال وقروض البنك الدولي. ،إن الوضع في الولايات المتحدة الأمريكية كان سببا في البحث عن تأسيس نظام نقدي يدعم استقرار أسعار الصرف ونظام تجاري بلا قيود يساهم في زيادة الصادرات والاستثمارات الخارجية وكان ذلك بعد بريتون وودز.

- نظرية الركود طويل المدى[11]:

مبررات التدويل تعاظمت بعد الحرب العالمية الثانية وبنفس الرؤية الكينزية التي كانت تعتبر أن الرأسمالية كنظام اجتماعي تحمل في طياتها ميلا متأصلا نحو الكساد والركود، فكانت رؤية(ألفن هونسن) خلال الأربعينيات حيث شهدت الفترة تفاقم الفجوة بين الادخار والاستثمار بعد استنفاد كثير من فرص الاستثمار وبالتالي الابتعاد عن مستويات التوظيف الكامل وسيادة ظروف البطالة والكساد ويرجع ذلك على العموم إلى:

- زيادة الفائض الادخاري بسبب زيادة الدخل كحالة عامة في الاقتصاد مع نمو الموارد الداخلية في المشاريع كالاحتياطات والأرباح غير الموزعة مع تزايد حجم الادخارات التعاقدية في شركات التأمين وصناديق المعاشات وبقاء جزء من هذه الإدخارات معطلا.

- تناقص الفرص الاستثمارية بسبب تراجع الاستهلاك العائد بدوره إلى نمو السكان في البلدان الصناعية بمعدل متناقص.

- تغير الملامح السياسية والاقتصادية للعالم مع ظهور كتلة إشتراكية منفصلة عن تلك الرأسمالية وتراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة بسبب العدائية بين هذه الدول الصناعية ومستعمراتها السابقة.

- التقدم العلمي وما أفرزه من إنقاص المدخلات من رؤوس الأموال نظرا لإنخفاض تكلفة الإنتاج

- ممارسات الاحتكارات الكبرى لتضييق السوق حفاظا على حجم الأرباح العالية.

---

[11] المرجع نفسه، ص35.

ويصبح الاقتصاد دون مستويات التوظيف الكامل ببطالة وكساد مستمرين عبر الزمن مع توجه المدخرات نحو الزيادة (لأسباب معينة) في وقت تتجه فيه الإستثمارات نحو التقلص مما يؤثر على التوازن، الدخل، النمو، الإنفاق والتوظيف .

- تفسير هانس يستبعد تناقضات النظام الرأسمالي كعامل داخلي في تدويل رأس المال ويرجع ذلك إلى عوامل خارجية وجاء تحليله كينزيا مخالفا بحيث رأى في تصدير رأس المال برعاية حكومية إحدى حلول تضييق فجوة الإدخار والإستثمار.

2-2- الكينزية الجديدة:

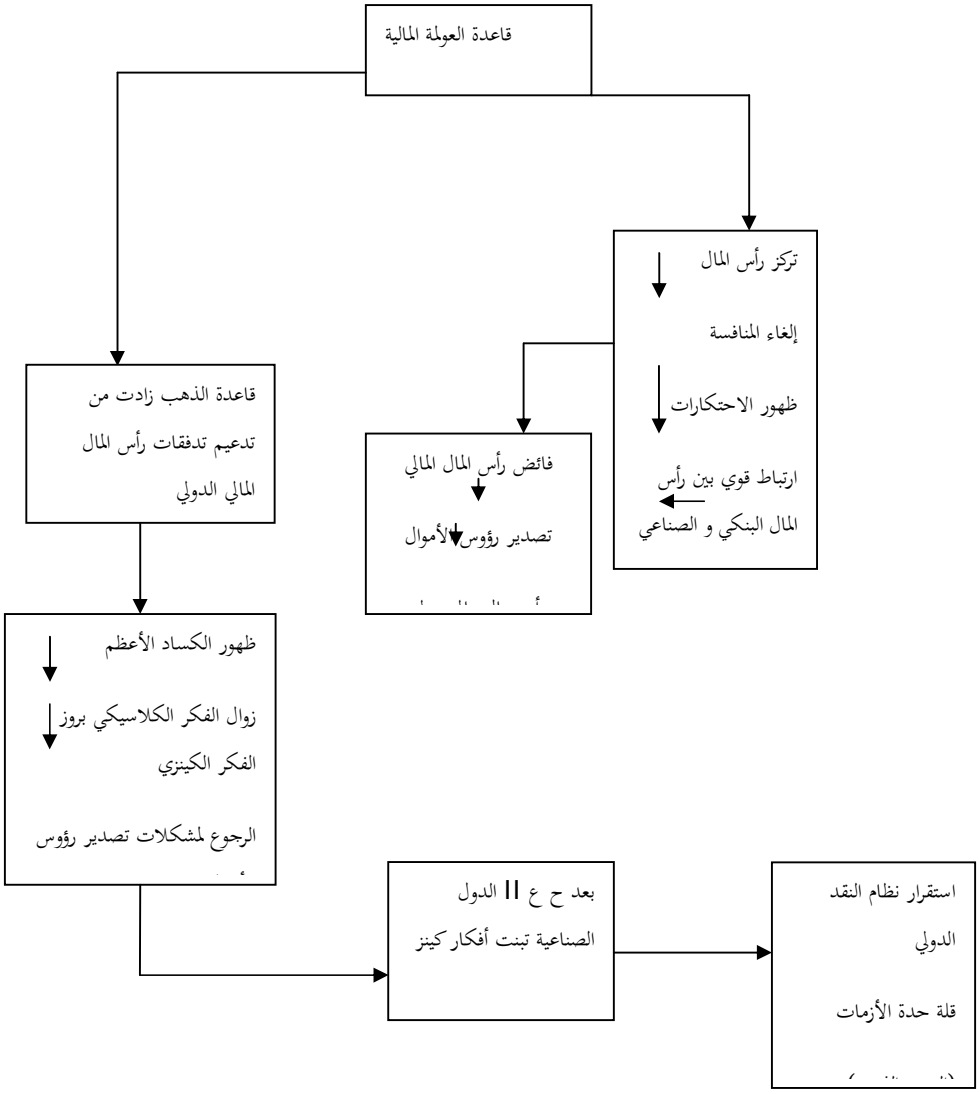
تميز التحليل لـ (جوان روبنسون) بالعودة إلى تناقضات النظام الرأسمالي ومحاولة فهم رأسمالية مرحلة الاحتكارات حيث هذه الأخيرة أعاقت الحلول التي طالما خلقتها ظروف المنافسة التامة باتجاه الأجور للزيادة مع تزايد الإنتاجية مع استقرار معدل الربح على المدى الطويل وإمكانية التوازن بأسعار مستقرة، كما أن الاحتكارات من أجل المحافظة على أرباح عالية تكون قد أسهمت – مع ثبات المستويات الفنية للإنتاج – في تراجع الأجور الحقيقية ومن وراء ذلك الاستهلاك نحو السقوط في حلقة الركود.ولم تورد روبنسون حلولا خارجية كتصدير رأس المال وإنما إعتمدت على العوامل الداخلية[12].

إن الفكر الكينزي (المتجه نحو الداخل) والأوضاع الاقتصادية السائدة، في ظل النظام النقدي الدولي بعد بريتون وودز حتى 1971 كلها عوامل أسهمت في تراجع قضايا تصدير رأس المال إلى حين لأن حركة رأس المال في هذه الفترة تركزت في مشروع مارشال لإعادة الإعمار في أوربا . فكل من المدرسة الاشتراكية الماركسية والمدرسة الكينزية تؤكد على فكرة (إتجاه معدل الربح في النظام الرأسمالي نحو الإنخفاض في الأجل الطويل) مع الاختلاف في التفسير، وهو السبب الجوهري لتصدير رأس المال المعبر عنه بتدويل رأس المال .

و المخطط التالي يوضح التطور الرأسمالي قبل سنة 1959 وصولا للعصر الذهبي المتبني لأفكار كينز.

[12] مرجع نفسه، ص38.

شكل رقم (1): التطور الرأسمالي قبل سنة 1959



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عدة مصادر منها:

- رمزي زكي، **العولمة المالية –الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي**- دار المستقبل العربي القاهرة1999.

- Chesnais François et alii-**la mondialisation financière genèse, coût et enjeux**- syros, paris, 1996.

- Bourguinat, **finance international**, PUF, paris1995.

2-3- نظرية الفائض[13] :

تحليل بول باران وبول سويزي إنطلق من وجود (فائض اقتصادي) يصعب امتصاصه بالإستثمار والاستهلاك في السوق الداخلية مع الاعتماد على (اتجاه معدل الربح نحو الانخفاض على المدى الطويل) في التحليل حيث أن هذا الميل يناسب حالة – رأسمالية المنافسة – .

في ظل الرأسمالية الاحتكارية هناك قدرة متزايدة على تحقيق الفائض مع عجز متزايد على امتصاصه سواء باستثماره أو باستهلاكه في إطار ميكانيكية السوق الداخلية بفعل موضوع الأسعار شبه الاحتكارية وهذه الحالة تخلق عدم التوازن بين حجم الاستثمار وحجم الفائض الاقتصادي، وأن حجم الاستثمار يميل إلى النقصان عن حجم الفائض الاقتصادي، لذلك تتجه الشركات الكبرى إلى الاستثمار في الخارج لإيجاد منافذ للفائض الاقتصادي الغير مستثمر داخليا.

- يرى باران وسويزي أنه من الممكن تصدير جزء من الفائض للخارج للإستثمار في المناطق والمواقع ذات الأرباح العالية ولكنهما لا يعولان كثيرا على مسألة امتصاص الفائض عبر هذا المجال وكبديل يمكن امتصاص الفائض عن طريق :
- الاتفاق العسكري
- الأنشطة التسويقية والإعلانية وكافة منافذ التبديد .
- خروجا عما سبق، لم يتم التركيز على تدويل رأس المال من أجل حل تناقضات الرأسمالية وإنما بسبب وجود فائض اقتصادي، هذا على الصعيد النظري أما عمليا فإن المرحلة تزامنت مع التحليل لم تشهد حركة دولية واسعة لرؤوس الأموال .
- وبالفعل قبيل السبعينات لم تحدث حركات ذات أهمية في تصدير رؤوس الأموال من البلدان الصناعية الرأسمالية، ويرجع ذلك إلى عدم وجود فوائض ضخمة في رؤوس الأموال الأوربية واليابانية بسبب زيادة معدلات الاستثمار المحلي في تلك الفترة .

3 - المدرسة النقدية – الليبرالية الجديدة–:

بداية الثمانينات، الفكر الليبرالي الجديد (نيوليبيرالزم) الذي دفعت به نهاية السبعينات على حساب تراجع الكينزية، أرسى ملامحه بشكل واضح – مناديا للعودة لمبادئ اقتصاد السوق وهو ما يقتضي التخلي عن فكرة التدخل الحكومي – والإسراع بتصفية القطاع العام وتشجيع

[13] المرجع نفسه، ص ص 38-39.

الخصخصـة[14]، إضـافة إلـى أطروحـات الإنفتـاح والتحريـر وفـرض منطقيـة الأسـواق خاصـة المالية منها، وقد تزامن ذلك مع ما خلفته فترة السبعينات من خلال:

- التخلـي عن نظـام بريتـون وودز بإنهيـار النظـام النقـدي الـدولي لأسـباب عديـدة أهمهـا إشـكالية (السيولة والاستقرار) المعبر عناه بلغز تريفن حيث لا يمكن للولايات المتحدة الأمريكية ضمان توفير دولارات بشكل مستمر تحافظ على استقرارها وثقة المتعاملين بها وكان في الأخير أن تم تعويم العملات واعتماد الصرف المرن ولم تكن النتيجة مجرد تطور بسيط في السوق الآجل ولكن بشكل عام تطور كل مجموعات العمليـات، تأمين المخاطر، التغطية وإمكانيـة المضـاربة لكل الآجـال[15] .

- الأزمـة الاقتصـادية التـي تعددت أسبابها ولم تجد تفسيرا لها تحت إطـار التحليل الكنيزي حيث أفرزت معدلات بطالة عالية موازية لمعدلات التضخم في ظل التضخم الركودي فارضـة بذلك حاجات تمويلية ملحة، والدول الآخذة في النمو لم تكن بمنأى عن الأزمات مع أزمة الديون التي هيأت لها الصدمات البترولية والتضخم (برقمين) والتي كشفت منذ سنة 1982 مع الأزمة المالية في المكسيك والبرازيل عن محدودية قدرات اقتصاديات هاته الدول وكانت قد فسحت المجال واسعا لتنامي المديونية الدولية .

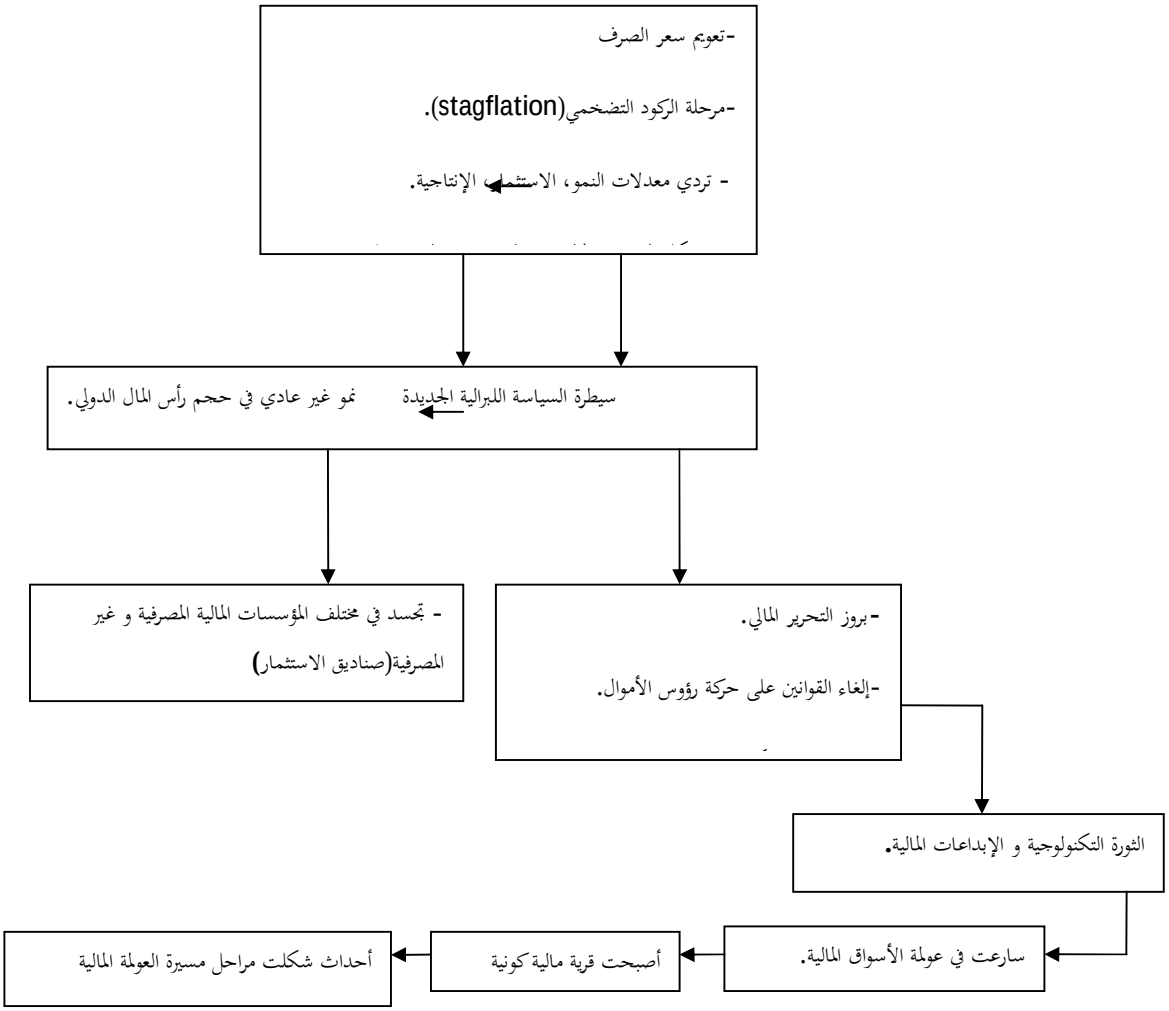
طبيعة هذه الأزمات أنها تولد دائما ميول نخو تثمين سريع لرأس المال وتطلق العنان لرأس المال المالي للانطلاق واقتناص الفرص المضاربية وهو ما تجلى في هروب رؤوس الأموال نحو أسواق الدول الصناعية الجديدة و المخطط الموالي يوضح التطور الرأسمالي بعد 1971 كمايلي:

---

[14] جبوري عبد القادر، **تحول الاقتصاد الكوني من العالمية إلى العولمة**، الملتقى الدولي الأول حول الجزائر و النظام العالمي الجديد للتجارة، جامعة باجي مختار عنابة، أفريل 2002.

[15] Bourguinat, finance international, PUF, paris1995,p29.

شكل رقم (2): التطور الرأسمالي بعد 1971



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عدة مصادر منها:

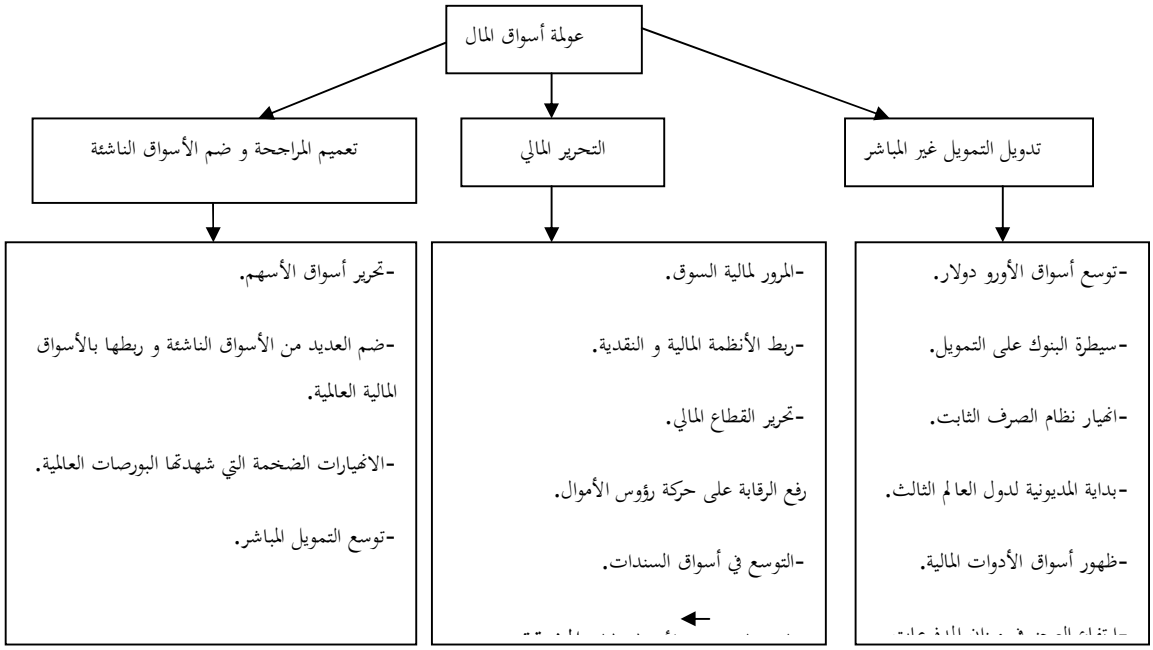
- رمزي زكي، **العولمة المالية –الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي**- دار المستقبل العربي القاهرة1999.

- Chesnais François et alii-**la mondialisation financière genèse, coût et enjeux**- syros, paris, 1996.

- Bourguinat, **finance international**, PUF, paris1995.

هذه العودة للفكر الليبرالي والفكر الواحد كانت دعامة تدويل رأس المال بحجم وسرعة فائقتين حتى أن استعمال مصطلح " التدويل" أصبح قاصرا على وصف وتحليل الظاهرة المنفجرة سنوات الثمانينات وسمحت عوامل أخرى موازية لانبعاث النقديين، بتشكل سوق مالي عالمي يعبر عن علاقات أكثر تعقيدا، من الاندماج والتكامل والربط والاتصال الدائم، يعبر عنها بالعولمة المالية و المخطط التالي يوضح التسلسل الزمني -التاريخي لتطور ظاهرة العولمة المالية من الجذور حتى الوقت الراهن التي تعني بمفهومها البديهي العام عولمة أسواق المال كخلاصة لما سبق ذكره كالآتي:

شكل رقم(3): مراحل مسيرة عولمة أسواق المال



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عدة مصادر منها:

- رمزي زكي، **العولمة المالية –الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي**- دار المستقبل العربي القاهرة1999.

- Chesnais François et alii-**la mondialisation financière genèse, coût et enjeux**- syros, paris, 1996.

- Bourguinat, **finance international**, PUF, paris1995.

- إذن تدويل رأس المال شمل مراحل عدة حتى الحرب العالمية الثانية، حيث برزت ملامحه وتعاظمت في ظل الإمبريالية وسيادة الاحتكارات وخروج رأس المال عن حدوده الوطنية للأسباب المعروضة سابقا، ثم مثلت فترة ما بعد الحرب إلى 1971 تاريخ انهيار النظام النقدي الدولي مرحلة قد توصف بالقطيعة أو التواتر الضعيف في حركة رأس المال خاصة رأس المال المالي، ثم فترة السبعينات ما شهدته من تدويل الانتاج وتنامي ظاهرة الشركات متعددة الجنسيات والتقسيم الدولي الجديد والمركب للعمل مع الأزمة العالمية وغيرها مما طبع المرحلة مهدت لعودة قوية للفكر الليبرالي الانفتاحي وأسست لمرحلة جديدة من حركة رأس المال دوليا هي العولمة المالية(عولمة أسواق المال)، التي سنحاول على التوالي الخوض في تفاصيلها و مضمونها من زوايا مختلفة .

II- عولمة أسواق المال بين المفهوم و العوامل المفسرة:

عولمة أسواق المال إحدى المفاهيم التي تثير الجدل حتى في التسمية ذاتها بين الشمولية و الاندماج، و من ناحية أخرى ترتبط بسياق التطور الرأسمالي، و بالثورة التكنولوجية كمنعكس لها و عن عمق الظاهرة يمكن عرض عولمة أسواق المال عبر أجزاءها و مكوناتها أو من خلال المظاهر و المؤشرات، و في هذا المبحث نحاول الإحاطة بمفهوم عولمة أسواق المال عبر ثلاث زوايا مختلفة.

1- عولمة أسواق المال من الجانب التقني -الوصفي- و من خلال البعد الزمني.

1-1- عولمة أسواق المال من الجانب التقني الوصفي:

ا- العولمة المتصفة بالشمولية:

الشمولية مصطلح مستعمل منذ وقت بعيد من طرف الاقتصاديين في البداية في ميدان الاستثمار الحقيقي المنتج ثم في ميدان المالية، إن الشرط الضروري لإطلاق وصف "الشمولية"

على السوق هو أن يكون قابل للمعاملة ككل بأن يتخلص تدريجيا من الاختلاف في القوانين و التنظيمات المرتبطة بوجود الدولة[16].إن السوق المالي هو احد ثلاث أسواق، السلع والخدمات، العمل، رأس المال و هو الأكثر تحررا و انفتاحا مقارنة بسوق العمل و بدرجة اقل سوق السلع و الخدمات و التكنولوجيا مما يبرر كون الصفقات المالية في سوق العمل تعادل أربع أضعاف قيمة التجارة الدولية للسلع و الخدمات [17]، إذن السوق المالي قابل للمعاملة ككل فالمنتوج المالي الذي لم يتوقف عند السهم و السند كأدوات تقليدية و إنما تطور بصورة مذهلة هو في كثير من الأحيان نمطي و معياري و متجانس أكثر قدرة على الحركة و التحول و اقل تكلفة و ذو صفات محددة يعرفها المستثمر و بفعل رفع الحواجز و التخفيف من القوانين و التنظيمات يمكن الحصول عليه من طرف أي كان مقيم أو غير مقيم بأي عملة حسب تقلبات الصرف في أي وقت لتوفر السيولة و الطرف المقابل و بأقل المخاطر لتوفر أساليب الحماية و التغطية، بهذه المواصفات للسوق و المنتوج يمكن أن يتشكل سوق شامل لمنتوجات شاملة تشكل نواة لعولمة أسواق المال.

ب- العولمة المتصفة بالاندماج:

انطلاقا من وجود فكرة سوق مالي دولي واسع، أجزاءه مترابطة و تابعة بالتبادل لبعضها البعض يتعدى الأسواق الوطنية، له محدداته و أدواته و آلياته الخاصة به، حيث يرجع هذا التحول إلى عمليات الاندماج و التكامل فالاندماج هو ربط الأسواق و الفضاءات ببعضها البعض من اجل الوصول بصفة تقتضيها الضرورة إلى منفذ تكون المعاملة فيه متكافئة للمنتجات و الخدمات و حتى عناصر الإنتاج ، وهذا الفرق يتجسد أكثر في المالية حيث نشهد تعاملات مالية مستمرة في نيويورك، شيكاغو و طوكيو و في الزمن الحقيقي وكل معلومة جديدة يتم توزيعها بشكل فوري في ظل القرية الكونية التي تم إرساء معالمها في الفضاء المالي و قد أتاح رأس المال الموجود في كل مكان الفرصة لذلك لاسيما أن الاندماج للأسواق يأخذ بعدا أفقيا أو عموديا.

- **الاندماج العمودي للسوق المالي الدولي:**

[16] Bourguinat, op.cit, pp93-95.

[17] موله عبد الله، **ديناميكية العولمة و آفاقها**، مجلة الأمل، صادرة عن نادي الاقتصاد، جامعة باجي مختا، عنابة، عدد 07 افريل، ماي 2001، ص24.

و هو يتم عموديا بين الأسواق من حيث طبيعتها دون أن ينصرف إلى الانتقال الجغرافي وهذه الأسواق هي الأسواق النقدية، المالية و البورصات، أسواق الصرف، الأسواق الآجلة و المشتقات المالية، فهي أسواق تختلف حسب موضوعات التعامل أو الأدوات و حسب الاستحقاقات و الآجال و لكن يمكن أن تتكامل و تندمج و تكون عمليات المراجحة، المضاربة و التغطية ممكنة الانتقال من سوق لآخر و ذلك بغرض تحقيق أفضل عائد بأقل التكاليف من خلال الانتقال.

- الاندماج الأفقي للسوق المالي الدولي:

يتم من خلال الاتصال الدائم بين الأسواق المالية و النقدية الوطنية خاصة في العشرين سنة الماضية في وقت عرفت فيه عملية إزالة الحواجز توسعا كبيرا في ظل التحرير خاصة بعد الصدمة البترولية الأولى و إلغاء الضريبة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1963 لتسهيل إعادة التدوير البترولي و الانفتاح الأوروبي فيما بعد و كل هذا من اجل أن تجد الفوائض الادخارية في مكان ما فرص للاستثمار بغرض الانتقال الجغرافي، و مهما كانت أبعاد الاندماج المالي فهو يجلب إحدى الخاصيتين التاليتين أو معا فالأولى هي الحركية لرؤوس الأموال و قدرتها على الانتقال الجغرافي من مساحة مالية لأخرى و الثانية هي الإحلال للأصول و ذلك بالمرور من عمق نفس الفضاء المالي أو النقدي من أصل محلي لآخر و إمكانية فعل ذلك على الصعيد الدولي حيث يمكن للمستثمر البحث عن أفضل عائد ليس فقط بالمرور من سوق مالي لآخر و لكن بإمكانية إعادة التركيبة من العملات و من الأدوات المالية و الأصول من حيث شكلها و استحقاقها و بإعادة تهيئة الحوافظ المالية، إذن العولمة المتصفة بالاندماج تجعل الأسواق المالية متكاملة أفقيا و عموديا لتعمل باستمرار في الزمن الحقيقي بقدرة رؤوس الأموال على الحركة و الإحلال و بقاعدة السعر الواحد و عمل آلية المراجحة من اجل:

سعر واحد في كل مكان،كل فرص الربح مستغلة و هذا عندما تكون الأدوات المالية المتعامل بها متماثلة في كافة الأسواق و متجانسة و تكون الأسواق أكثر تنظيما و شفافية و تكاليف المعلومات و التحويلات ضعيفة و غير معتبرة و المعاملة الجبائية غير متميزة.

1-2- العولمة المالية من خلال البعد الزمني :

أ- العولمة المالية مرحلة جديدة للرأسمالية:

من وجهة نظر زمنية هناك العديد من الاقتصاديين الذين يضعون العولمة المالية في سياق تاريخي لتدويل رأس المال من خلال دراسة تطور الرأسمالية و اعتبار عولمة أسواق المال المرحلة الأكثر تطور لها[18] و ذلك من خلال:

- التحرر من القوانين و التنظيمات و التشريعات المعيقة لحركة رأس المال تحت احتياجات التمويل الملحة يفسح المجال للمنافسة بين رؤوس الأموال الدولية.
- الصعود القوي للأدوات المالية المستحدثة و الملائمة لاحتياجات التمويل الأكثر جدبا للاستثمارات و الادخارات الدولية .
- الدور الجديد لهيئات و مؤسسات الادخار و الاستثمار بعد تحسن المستوى المعيشي لعدد كبير من الأفراد في الدول الصناعية.
- مديونية بعض الدول بسبب الأزمات مع زيادة معدلات البطالة بدءا من 1960، النزعة المضاربية في أسواق المال باحثة عن معدلات العائد المرتفعة و هي كلها شواهد على أن العولمة المالية انعكاس لامتداد الرأسمالية على الصعيد الدولي بعودة الكلمات المفتاحية ذاتها السوق و سطوته، عدم التدخل الحكومي، الأسواق المالية التي تحدد مؤشراتها التوجه العام للاقتصاد، المنافسة، تدويل الإنتاج و التدفقات المالية ، الخوصصة، و هي عوامل كلها تدل على عودة الفكر اللبيرالي إلى الواجهة.

ب- العولمة المالية كانعكاس لثورة تكنولوجية مستمرة:

بعد استقلال الدول النامية، الدول الصناعية وصلت إلى درجة عالية من التطور، و هدا النمو يرجع لنقلة نوعية تميزت بموجات إبداعية تجسدت بوضوح في عشرية الستينات من خلال الثورة التكنولوجية التي حدثت في ميدان الإعلام الآلي غيرت من المعالم الاقتصادية، فحركية الإبداعات تميزت بتراجع الصناعة التقليدية و انفجار الإبداع في القدرة على إدخال المعلومة بظهور الكمبيوتر، الهواتف الخلوية.كماقد نما قطاع التكنولوجيات و الاتصالات خلال العقود الثلاثة الماضية بشكل كبير في تاريخ الاقتصاد العالمي وصولا إلى التحدث عن ما يعرف بقطاع

---

[18] Grou pierre, **mondialisation financière ; stade, suprême du capitalisme ou révolution technologique mondialisante ininterrompue**, université de Versailles, pol, article sur internet.

المعلوماتية الذي تبلور أكثر في سنوات التسعينات لما يقدمه للاقتصاد من اختصار المسافات و الزمن و التكلفة في إجراء التداولات، حيث أصبحنا اليوم نتداول العديد من المصطلحات من جراء هده التحولات كاقتصاد المعرفة و المعلوماتية التي ساهمت بشكل كبير في تسارع عولمة كل من المال و التجارة و الإنتاج.وقد دعت هده التغيرات آخرين لاعتبارها ثورة جديدة في تاريخ الإنسانية تعد الثورة الثالثة أو "الموجة الثالثة" أما الموجة الأولى فكانت الثورة الزراعية التي كانت ذروتها في نهاية القرن الثامن عشر، وتلتها الموجة الثانية و هي الثورة الصناعية التي كانت قمتها في الخمسينيات من القرن العشرين، وأخيرا الموجة الثالثة و هي ثورة المعلومات التي لا تزال تتصاعد مع بداية القرن الواحد و العشرين.و منه يتجه الاقتصاد العالمي قدما نحو اقتصاد مبني على المعرفة، كما تعد تكنولوجيا المعلومات من أهم دعائم هذا الاقتصاد و من مؤشرات التوجه إلى هده الظاهرة زيادة اعتماد النمو الاقتصادي و الاجتماعي على المعرفة، تعاظم الطلب على اليد العاملة المعرفية و الاهتمام الكبير بحماية الملكية الفردية، إضافة إلى تزايد حصة المعرفة ضمن تكلفة السلع و الخدمات، و تزايد عدد الشركات المعرفية وكذلك التجارة المعرفية فعلى سبيل المثال "كان معدل نمو ما سمي باقتصاديات الإنترنت في عام 1998إلى عام 1999 في ألـ (وم أ) 68 % حسب دراسة أجرتها جامعة تكساس، و كان معدل نمو اليد العاملة في هدا القطاع لدلك العام 46 % و هي معدلات لم يسجلها أي قطاع"سابقا[19] إذن لقد شهد العالم تحولات جذرية صادفت قدوم القرن الواحد و العشرين و بداية الألفية الثالثة و لعبت المعلوماتية دورا هاما فيها، ومن اجل تسهيل عملية التعامل الدولي ارتبطت شبكة التعامل بواسطة نظام يعرف باسم "بيغ بانغ" الذي استحدثه العقل البريطاني فأصبحت البورصات العالمية مرتبطة ببعضها و عند بداية العمل بهذا النظام عام 1985 اعتبر ثورة التكنولوجيا في نهاية القرن العشرين و قد أصبح باستطاعة المستثمر شراء أو عرض أي سهم لأي شركة و في أي بورصة عالمية في ثواني و هذا يعني أن البورصات في العالم أصبحت بورصة واحدة. ومنه يمكن الجزم بأن الثورة التكنولوجية و ثورة الاتصالات و المعلومات خلقت طفرة في السوق المالي الدولي في مختلف أساليب التسعير أو التحويل أو الانتقال و هي التي ركزت صفتي الشمولية و الاندماج لعولمة أسواق المال.

---

[19] محمد مرياتي، **التعاون الاقتصادي العربي و آفاق المستقبل**، الطبعة العربية الأول، دار الفارس للنشر و التوزيع، الأردن ،2001، ص 266.

2- عولمة أسواق المال المنصرفة إلى الوحدات و الأجزاء:

2-1- عولمة البنوك:

هي حالة كونية فاعلة و متفاعلة، تخرج بالبنك من إطار المحلية إلى آفاق العالمية ...و تدمجه نشاطيا في السوق العالمي بجوانبه و أبعاده المختلفة [20]، و تنشأ عولمة البنوك من خلال الأبعاد التالية:

- تدويل الأنشطة و الخدمات البنكية و الخروج بها من المحلية إلى العالمية و محاولة توحيد معايير المهنة البنكية مع التحول إلى البنوك الشاملة.
- ممارسة البنك نشاطه على الصعيد الدولي سواء من خلال الوحدات و الفروع أو حتى البنك الأم بسبب ما توفره التكنولوجيا و التقنية من إمكانيات.
- ارتباط البنوك من خلال الاندماجات و انتشار الفروع في شبكات دولية و ما تتيحه إمكانيات الاتصال من تسهيل المعاملات مع السرعة و تخفيض التكاليف قد خلق انقلابا جذريا في العمليات البنكية من خلال اختفاء الفواصل بين بنوك الودائع و البنوك الشاملة، تراجع التعامل في الائتمان لصالح التعامل في أسواق النقد و المال و زيادة معتبرة في العمليات المسجلة خارج الميزانية.

2-2- عولمة أسواق المال :

العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي و التحول إلى ما يسمى الانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل و ارتباط الأسواق المالية و المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال و من ثم أخدت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا و تكاملا[21] ومن خلال هذا الانفتاح و التحرير وسيطرة قاعدة اللاتنظيم، الوساطة المباشرة لرفع الحواجز و اللاتوطن على أسواق المال عرف حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم و السندات في الدول الصناعية المتقدمة نموا كبيرا، فإذا كان نصيب المعاملات الخارجية في الأسواق المالية يقل عن10% من الناتج المحلي الخام لهذه الدول سنة 1980 فقد ارتفع سنة 1996الى 100% بالنسبة لألمانيا و الولايات المتحدة الأمريكية و 200% في فرنسا، ايطاليا و كندا[22]، كذلك توسعت الأسواق الثانوية و

---

[20] الخضيري محسن أحمد، **العولمة الاجتياحية**، مجموعة النيل العربية القاهرة،2001، ص50.

[21] عبد المطلب عبد الحميد، **العولمة واقتصاديات البنوك**، طبع ونشر وتوزيع الدار الجامعية، سنة 2001، ص35 .

[22] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص75.

أسـواق التـداول محدثـة اضـطرابا فـي كثيـر مـن المفـاهيم كـالتغير فـي آجـال الودائـع و الأدوات المالية[23] التي أصبحت اقصر من حيث الآجال مما كانت عليه و اختلطت مفاهيم عرض النقود و أصبح من الصعب التمييز بين النقود و كثير من الأصول المالية خاصة المشتقات.

سنة 1992 قامت 35 دولة نامية بتحرير حساب رأس المال بالكامل[24] فاسحة المجال لأسواقها المالية، لأكثر جاذبية و تنافسية على الصعيد الدولي و ترتب على دلك صعود الأسواق الناشئة التي أصبحت في بعض الأحيان أكثر جاذبية من تلك الموجودة في الاقتصاديات المتقدمة غير أنها تتباين في مستويات الأداء و الرسملة من دولة لأخرى لعدة عوامل، كمكانة القطاع الخاص و مدى تدخل الحكومة في السوق و القدرة على النفاد و الإطار التشريعي و التنظيمي ككل.كما أن المؤشر الآخر على عولمة أسواق المال و البورصات هو وقع الأزمات من حين لآخر مع الإشارة إلى أن مكمن الخطر لم يعد الأزمة ذاتها بل سرعة انتشارها و درجة العدوى و هو ما تم التفطن له بالقدر الكافي بعد أكتوبر 1987 ثم أكتوبر 1989 ثم مارس1990 [25] حتى الأزمة الأسيوية 1997 و ما تتابع في 2001 وما بعد ذلك.

2-3- نمو أسواق الصرف:

أسواق الصرف عرفت نموا متزايدا و متعاظما في السنوات الأخيرة فقد تحولت من مجرد مركزا لتحويل العملات الوطنية فيما بينها مرتبط أساسها بتمويل العمليات التجارية إلى قلب نابض للسوق المالي الدولي[26] فلم تسمح هذه التغيرات في أسواق الصرف بمرونة التحويل بين العملات فقط و إنما مكنت من التغطية من الخطر من ناحية و عدت بديلا آخر للاستثمار المالي من ناحية أخرى و أصبحت عمليات الصرف تتم في استقلال تام عن حركات السلع و الخدمات و رؤوس الأموال، حيث وصل تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي سنة 1995الى 1.200 مليار دولار يوميا بنسبة 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم بعد أن كان منتصف

---

[23] المجلة الدولية للعلوم الاجتماعية، **العولمة**، اليونسكو،عدد 60، جويلية 1999.

[24] بوراس احمد، **العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية**، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة قسنطينة ،العدد17، جوان 2002.

[25] Bourguinat, op.cit, p106.
[26] Idem, p27.

الثمانينات 200 مليار دولار فقط[27] و قد شكل حجم التداول في أسواق الصرف في هذه الفترة 30 مرة حجم التجارة الدولية في السلع و الخدمات و حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية، وصل التداول سنة 1992 عتبة 1.000 مليار دولار يوميا و سنة 1995 وصل 1300 مليار دولار[28] إذن إلغاء الرقابة على الصرف و التحرير و الإبداع المالي، كلها عوامل أزالت الحواجز أمام التحول من عملة إلى أخرى أو إعادة تشكيل سلة الاحتياطات و الإقراض بعملة ما و الاقتراض بعملة أخرى و ساهمت في تنوع استراتيجيات التغطية، المراجحة و المضاربة كما أصبح سوق الصرف أكثر فأكثر سوق ما بين البنوك و تضاعفت فيه عمليات الصرف بفعل قدرة رؤوس الأموال على الحركة و الإحلال .من وجهة النظر هذه المتعلقة بمفهوم عولمة أسواق المال عبر المكونات و الأجزاء أو من خلال استعراض مؤشراتها و مظاهرها التي تسود كليا أو جزئيا إجابة ضمنية عن عمق الظاهرة من جدلية الامتداد أو الارتداد، إذن عبر وجهات النظر الثلاث يظهر أن العولمة المالية كأحد أقوى مظاهر العولمة الاقتصادية هي عولمة رأس المال و حرية انتقاله في سوق مالي دولي موصوف بالاندماج بدرجات يمتاز بشمولية أدواته و آلياته و أعوانه ساهمت الثورة التكنولوجية في تعميقه.

3- أدوات عولمة أسواق المال:عودة الفكر الليبرالي، التطور في المالية الشاملة.

في مناهج البحث العلمي يعتمد الاستقصاء على الأسباب بعد بيان طبيعة الشيء أو الظاهرة ويعتمد إثبات وجودها على الأسباب الباعثة ، المفسرة ، المسببة و المسرعة لحركتها و عولمة أسواق المال قائمة مادامت أسبابها قائمة وعلى قدر منطقية تلك الأسباب يمكن الحكم على نتائجها.

3-1- عودة الفكر الليبرالي:

و ذلك من خلال:

- صعود الرأسمالية المالية و سياسات الانفتاح المالي:

إن زيادة تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود وزيادة سرعة انسيابها ارتبط بعمليات التحرير المالي الداخلي و الدولي، و من مقتضيات التحرير المالي هو إلغاء القيود على تخصيص الائتمان

---

[27] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص35.

[28] Bourguinat, op.cit, p27.

المحلي و على أسعار الفائدة وإعطاء البنوك و المؤسسات المالية حرية كبيرة في إدارة نشاطها وهو ما يطلق عليه التحرير المالي الداخلي و للقيام بهذه الخطوة الأخيرة، يجب أن تسبق عمليات التحرير المالي الدولي التي تستهدف الاندماج والتكامل مع الأسواق المالية العالمية، أما جوهر التحرير المالي الدولي التي تقوم عليها عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال، والمقصود به هو إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال و الحسابات المالية لميزان المدفوعات و التي تشمل المعاملات المتعلقة لمختلف أشكال رأس المال، مثل الديون و أسهم المحافظ المالية والاستثمار المباشر...، وتحرير حساب رأس المال أو قابليته للتحويل يرتبط بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي إذن التحرير المالي يتمثل "في إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال و التوجه نحو الانفتاح المالي"[29] حيث تم إزالة القيود على المدفوعات بالنسبة للحسابات الجارية للدول الأوروبية سنة 1958 وبالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية قامت باتخاذ الخطوات المتعلقة بإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال سنة 1959 ثم تبعت الدول الأخرى هذا النظام وهكذا تضاعف عدد الدول التي عمدت إلى إلغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، وهذا العامل قد أدى إلى اندماج الأسواق المالية، بحيث أصبح أداء بعض أسواق الدول النامية أكثر جاذبية من الاقتصاديات المتقدمة وخاصة من حيث تنويع المحفظة المالية للمستثمرين [30] ومنه فقد امتدت عمليات التحرير إلى بعض الدول النامية وفي غالب الأحيان تحت ضغط صندوق النقد الدولي " وقد شمل عملية التحرير الاستثمار الأجنبي المباشر دخولا وخروجا وتحويل الأرباح عبر الحدود، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، مشتقات) للمقيمين وغير المقيمين على أصول محلية أو أجنبية، معاملات البنوك التجارية سواء في الاقتراض أو الإقراض، معاملات الائتمان التجاري و المالي و الضمانات و الكفالات و التسهيلات المالية بين المقيمين وغير المقيمين، معاملات أصول الثروة العقارية وحركة رؤوس الأموال الشخصية مع مراعاة التحكم في معادلات التضخم وخفض عجز الموازنة العامة، إصلاح سوق الصرف وتقوية الجهاز المصرفي و

---

[29] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص86.

[30] صالح مفتاح، **العولمة المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة مفتاح- العدد02، جوان 2002.

المؤسسات المالية وتكوين احتياطيات دولية كافية وتطوير سوق رؤوس الأموال، خفض عجز ميزان المدفوعات للتحكم في حجم المديونية الخارجية" [31] .

كما قد صاحب عملية التحرير المالي صعود الرأسمالية المالية والمقصود بها الهيمنة المتزايدة التي يمارسها رأس المال الذي يتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية ومع الهيمنة المتزايدة لرأس المال المالي ونتيجة لتركزه أصبحت معدلات الربح التي يحققها رأس المال المالي تزيد عدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي حتى اكتسبت هذه الرأسمالية طابع "الريع" فقد صارت تعيش على توظيف رأس المال لا على ربح المشروعات الإنتاجية وعلى الصعيد العالمي أصبح رأس المال المالي يلعب دورا مسيطرا في مختلف دول المعمورة على ضوء ما يقدمه من موارد مالية بشروط خاصة كما أن هذا الصعود الكبير الذي حدث في الرأسمالية ارتبط بظهور ما سمي "بالاقتصاد الرمزي" وهو تعبير أطلقه الاقتصادي بيتردروكر(P.Drucker) على الاقتصاد الذي أصبحت تحركه رموز و مؤشرات الثروة العينية (الأوراق المالية المختلفة) [32] .ونتيجة لذلك أصبح الاقتصاد العالمي تحركه مؤشرات ورموز البورصات العالمية (داو جونز، ناسداك، نيكاي، دكس، كاك 40) و التي تؤدي إلى نقل الثروة العينية من يد مستثمر إلى آخر دون أي عوائق سواء داخل بلد واحد أو عبر الحدود الجغرافية"[33]، إلا انه صعود الرأسمالية أدى إلى انفصال دائرة العلاقات النقدية عن الدائرة الحقيقية للاقتصاد الوطني، وهي أهم سمات الرأسمالية المعاصرة والمصدر الجوهري لأزماتها الحالية.

3-2- التطور في المالية الشاملة:

و ذلك من خلال:

أ - تطور أسواق الأورو دولار:

تتمتع سوق الأورو دولار بالحرية وعدم خضوعها للقيود التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية، تطورت هذه الأسواق بفضل عدة عوامل منها إعلان معظم الدول الأوربية قابلية تحويل

---

[31] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص35.
[32] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص85.
[33] المصطفى ولد سيدي محمد، **تأثير منظمة التجارة العالمية على الاقتصاد العالمي**، سنة2001، الموقع www.aljazeera.net

عملاتها، سيطرة الحرب الباردة على العلاقات الاقتصادية الدولية وإيداع الأرصدة بالدولار للدول الشيوعية بالبنوك الأوروبية وخاصة بنوك لندن، اضطراب ميزان المدفوعات الأمريكي فرض بعض القيود النقدية داخل الولايات المتحدة الأمريكية وخاصة وضع حدود لأسعار الفائدة على الودائع بالدولار، ارتفاع أسعار البترول في بداية السبعينيات وتكون الفوائض المالية الدولارية للدول المصدرة للنفط و التي تم إيداعها في المراكز المالية الرئيسية بأوروبا لعدم وجود أية قيود تنظيمية أو رقابية على العملات التي تتم في هذه السوق، وبالتالي انخفاض تكلفة الائتمان في هذه السوق بالمقارنة مع مثيلاتها في الأسواق المحلية الأخرى وقد قامت البنوك التي تتلقى ودائع الأورو من جانبها لتدوير هذه الأموال في صورة قروض للدول النامية في آسيا و أفريقيا وبصفة خاصة لدول أمريكا اللاتينية[34] .

والنتائج الأولى كانت انفجار سوق الأورودولار ثم الأورودفيز "العملات الأجنبية" هذه الأسواق المالية هي أولى بذور أو براعم ظاهرة العولمة المالية، كنتيجة لذلك الحجم الهائل لرؤوس الأموال قد احتاج إلى أماكن بيع اكبر ومن هنا أصبحت الأماكن الوطنية للدول الصناعية ضيقة جدا، فقررت الولايات المتحدة الأمريكية إعادة تنظيم اقتصادياتها بمجموعة من الإجراءات، بهدف تنظيم حرية الأسواق الدولية إعطاء القطاع المالي استقلالية مع قوة لا مثيل لها، من اجل إنجاز أهدافها بدأت بالتخلي على نظام أسعار الصرف الثابتة لنظام " بريتن وودز" لسنة 1944 الذحدد قواعد نظام المنظمات الدولية ما بعد الحرب (BIRD,FMI) وأدخلت نظام أسعار الصرف المعومة .

إن السلطات الأمريكية كانت تأمل تحقيق منافسة معجزة ومديونية متزايدة من خلال تصدير الإختلالات الماكرو اقتصادية، وبالتالي إلغاء سنة 1974 للقوانين و الضرائب (خاصة ضريبة تسوية معدلات الفائدة) التي كانت تقف حاجزا في وجه التحكيم البنكي ما بين السوق الداخلي للدولار و أسواق الأورو، لتوفير سوق تسمح بانفجار هذه الأخيرة (أسواق الأورو)وقد ساعدها في ذلك زيادة عدد التوظيف المالي المكون للسوق الخاص للأموال السائلة، هذه التي لم تعد محدودة بمدينة لندن وتورنتو، مغذاة برؤوس أموال بترولية التوظيفات "offshore" (أي بمعنى خارج الضفة وذلك للإشارة إلى انعدام الحدود الإقليمية لها بالنسبة إلى مراقبة البنوك المركزية)،فكانت مسؤولية الحكومات وفي الدرجة الأولى الولايات المتحدة الأمريكية وكذلك حكومة المملكة المتحدة في

[34] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص218.

تكوين أول سوق خاص لرؤوس أموال معتبرة جدا سنة 1952، سوق الأورودولار كان يتداول حوالي 2 مليون دولار في 1960، حيث لم يكن يتوفر إلا على 4.5 مليار قبل ارتفاع سعر البترول هذا المبلغ قد وصل إلى 160 مليار دولار منذ 1973، كان هناك تضاعف للكتلة المتعامل بها خلال 3 سنوات حتى 1981، متبوعة بفترة متوازنة. وبالتالي سوق الأورو ظهر كنوع من سوق ضخمة " خارج الجمارك" حيث كان يحمل مبالغ عالية جزء معتبر منها كان يأخذ حتى الأزمة المكسيكية 1982 شكل قروض مشتركة من قبل بنوك دولية لدول في طريق النمو، ففي البداية كان الأمر متعلق بسوق ما بين البنوك، المسيطرة عليه من قبل محتكري الخمسينيات لأكبر بنوك العالم التابعة للثلاثي الذي كون فيما بعد نادي باريس والمنظمات المقرضة لديون العالم الثالث[35].

ب- التجديد المالي:

إن تقدم الاختراعات المالية تبع ثورة تاريخية تميزت بلا مادية النمو في الأصول النقدية والمالية تخللتها مراحل تمهل، حيث عرف الاقتصاد العالمي نوع من التسارع في سنوات 1970-1980 فهذا التطور يمكن تحليله كاستدراك مقارنة بالقطاع الصناعي، كما أن النظرية الجزئية لتنويع المنتجات ترى أن عدد المتغيرات لنفس المنتوج يجب أن يكون أكثر ارتفاعا بحجم السوق الموسع، مقارنة بتكاليف التنويع التي تنخفض، والمنافسة الحقيقية تكون قوية بالمعنى تعميم الإبداعات المالية، وتعود دواعي ظهور الإبداعات إلى تمدد أو توسع الأسواق المالية(أنظر الجدول رقم01)،كما نجد أيضا أن هذه الأدوات المالية المستحدثة في سوق المشتقات تسمح لبعض العمليات بتغطية مخاطر التذبذب بفضل ظهور المضارب وتخفيض التكاليف بالأخص أنها ارتبطت بدخول الإبداعات التقنية (تطور الإعلام الآلي، شبكات الاتصال) الأنظمة الجديدة بقاعدة اللاتنظيم للأسواق ودمج المعلومة حيث جلبت انطلاقا من هذه الثورة شدة المنافسة[36] . ومنه فالمقصود بالمشتقات هي أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة واحدة أو أكثر من الأصول السلعية، أو المالية أو سعر الفائدة وقد لاقت قبولا واسعا من قبل المؤسسات المالية والشركات الخاصة وكافة

---

[35] Chettab Nadia, Doctorat d'état - mondialisation économique -le nouvelle Instrument de l'hégémonie, Euro-américaine le cas d'Algérie, Avril 2002,pp69-71 .

[36]Jean-Marc siroën, **l'économie mondiale, 02 contrainte et perspectives**, Armond colin, éditeur paris, 1994,p50.

المستثمرين نظرا لما تحويه من منافع كبيرة سواء فيما يتعلق بتخفيض تكاليف التمويل أو تحسين معدلات العائد على الأصول، ولعل أهم المنافع حماية المستثمرين من المخاطر السوقية الناجمة عن تغيرات الأسعار المفاجئة غير المتوقعة ويطلق على المشقات المالية البنود خارج الميزانية، ويتم تداولها إما في"off-balance sheet items" أو في الأسواق الموازية للمشتقات ويطلق عليها أيضا الأسواق غير البورصات المنظمة حيث يتم تداول العقود النمطية من حيث الآجال والقيم والشروط في الأسواق المنظمة، في حين تخص الأسواق غير المنظمة بالمعاملات التي تتم خارج المقصورة تتباين تبعا لحاجة المستثمر ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات تتم من خلال شبكة قوية للاتصالات بين المستثمرين والسماسرة[37] .

جدول رقم 01: مؤشرات التوسع في النشاط المالي:

	الحصة في التشغيل الكلي		الحصة في القيمة المضافة	
	1970	1989	1970	1989
الولايات المتحدة	3.8	4.8	4.1	5.7
اليابان	2.6	3.4	4.5	5.6
ألمانيا	2.3	2.8	3.3	4.7
المملكة المتحدة	6.0	11.4	12.5	20.0
فرنسا	-	16.1	3.3	4.7

SOURSE: JEAN MARC SIROIEN, **l économie mondiale**, Armand colin, paris, 1994, p50.

كما أن جزء من تلك الإبداعات ظهر تحت ضغوط المنافسة الحادة بين المؤسسات المالية كما تميزت تلك الأدوات بتسيير الاستقرار في أسعار الفائدة أو الصرف للانتقال من سوق لآخر بمعدلات ثابتة معدلات متغيرة سوق فوري سوق أجل تجزئة المخاطر وتحسين السيولة بما وفرته للمستثمرين من إمكانية تغيير مراكزهم المالية، بسرعة في حالة حدوث تطورات سهلة للعملات للوصول إلى الأسواق المالية المختلفة وتسريع عملياتهم وتنويع محافظهم المالية.

[37] النشرة الاقتصادية، بنك الإسكندرية، المجلد34، 2002، الموقع: www.alex bank.com.

وقد قام بنك المدفوعات الدولية(BRI) بإحصائيات لسوق المشتقات المالية في 26 دولة فقدرت بحوالي 47.5 تريليون دولار أمريكي وفي سنة 1955 منها 56% في شكل عقود مشتقات مالية، مرتبطة بأسعار الفائدة بينما 42% كانت في شكل عقود مشتقات مالية مرتبطة بأسعار صرف العملات[38] .

ج- دوافع الإبداعات المالية:

لقد عرف الربع قرن الأخير المئات من الأوراق والأصول المالية المصدرة من قبل الشركات، الحكومات، بيوت السمسرة، وغيرها من المؤسسات المالية المتخصصة وهذا ما عرف بالإبداعات المالية إن هذه التغيرات والاختراعات هي بمثابة الثورة في تجديد وتطوير وابتداع الأدوات والمؤسسات المالية مثل السندات الدولية، السندات بأسعار فائدة متغيرة السندات بوصل مساوي للصفر شهادات الاستثمار وأوراق المشاركة، الأسهم المرفقة بكوبون الاكتتاب في الأسهم، الاختيارات، العقود المستقبلية وغيرها من الأدوات حيث قسمت حركة الإبداع هذه إلى قسمين رئيسيين هما:

- اختراع منتوج مالي وذلك بإيجاد ورقة مالية غير موجودة من قبل واختراع الأجراء عن طريق تغيير طريقة معينة في التعامل نتيجة الاستعمال المكثف للوسائل الإلكترونية والإعلام الآلي، وكلتا الاختراعين يعمل على زيادة كفاءة السوق وتنشيطها من الناحية العملية، فحسب(Miller) هناك دافعين رئيسيين للاختراع المالي هما الأنظمة الضريبية المطبقة والقوانين الحكومية السارية المفعول أما (Van Horn) يضيف لها أربع دوافع أخرى هي تغيرات نسبة التضخم وأسعار الفائدة والتقدم التكنولوجي ومستوى النشاط الاقتصادي وأعمال الأكاديمية المتعلقة بكفاءة وعدم كفاءة السوق فبالنسبة للدافع الأول نجد أن الأنظمة الضريبية وكذا النسب المفروضة على مختلف الدخول يجعل الخاضعين لتلك الضرائب يغيرون الأداة المالي التي بحوزتهم واستبدالها بأخرى أقل تكلفة من حيث العبء الضريبي أما بالنسبة للدافع الثاني إن تغيير القوانين كإلغاء الحواجز والفروق فيما بين المؤسسات المالية المتعددة مما يجعل تلك التي كانت محرومة من إصدار بعض الأوراق المالية توسع من سلسلة منتوجاتها المالية، وبذلك يزداد التنافس في اختراع أصول مالية جديدة أما الدافع الثالث إذ يؤثر تغير معدل التضخم مباشرة على أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية، وبصورة غير مباشرة على مختلف

[38] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص220.

الدخول الحقيقية ولتفادي هذه الآثار يلجأ المستثمرون إلى أدوات مالية أقل خطرا من هذه الناحية أما بالنسبة للدافع الرابع حيث غير الكمبيوتر الكثير من التقنيات والإجراءات التي تقوم بها البورصات والأسواق المالية، بصفة عامة في كافة أنحاء العالم، واثر على كيفية إتمام الصفقات فأصبح المستثمر الأوروبي يدخل في البورصات الأمريكية واليابانية بكل سهولة، والعكس صحيح، كما انه من النتائج الإيجابية للثورة المعلوماتية في البورصات تسجل تخفيض تكاليف المعاملات والسرعة في تسليم الأدوات المالية محل الصفقات و تسديدها أما الدافع الخامس فإذا ما كان الاقتصاد في صحة جيدة إزدادت الحاجة إلى مصادر التمويل المختلفة، وسعت المؤسسات المالية إلى اختراع أدوات مالية جديدة تستجيب لمتطلبات الفترة أما إذا كان في حالة كساد أو نمو بطئ تلجأ إلى التركيز على الطرق والوسائل التي تقلل من المخاطر ومحاولة توفير السيولة للمنتجات المالية التي يمتلكونها أما الدافع السادس والأخير فمن المؤكد أن البورصات والأسواق المالية قامت بدراسات معمقة نظرية وميدانية للمنتجات المالية فلاشك أن نتائج هذه البحوث كفيلة بضمان الأرضية الخصبة لاختراع أدوات مالية جديدة التي من الممكن أن تزيد من كفاءة السوق. وتجدر الإشارة أن بعض المنتجات والإجراءات المالية استمر إصدارها والتعامل بها إلى درجة أن السلطات المالية للدول المتقدمة خصصت لها أسواق كأسواق الاختيارات و العقود المستقبلية ومنه تبقى الميزات الأساسية لأي اختراع مالي مفيد للأطراف المتعاملة وكذا الاقتصادي القومي هي توجيه الادخار الوطني الوجهة الصحيحة التي تضمن التوزيع الفعال لمصادر التمويل.

إذنلم يعد التعامل المالي في أشكاله العديدة استثمار، ادخار تمويل و تغطية حصرا على أدوات مالية تقليدية إنما ظهرت أدوات مستحدثة في سياق الابتكار أو التجديد أو الإبداع المالي غيرت في المفاهيم و الآليات و الاستراتيجيات المتعلقة بالمحفظة المالية وسلة الاحتياطات، يمكن أن تدرج هذه الأدوات ضمن وسائل الوقاية من الخطر و من جهة أخرى تدرج ضمن استراتيجيات التنويع و البحث عن عوائد اكبر و فرص أفضل و من وجهة نظر استثمارية تعدت ذلك إلى النزعة المضاربية انطلاقا من أن المخاطر صارت بدورها بضاعة متداولة في الأسواق[39] .

و يمكن عرض هذه المشتقات في الخيارات، المبادلات، القاعدة و السقف.فالأولى تسمى كذلك عقود الاختيار و هي أدوات استثمارية غير تمويلية أي أنها وجدت لصالح المستثمرين المكتتبين و المضاربين من اجل تقليص الخطر الناجم عن التقلبات المفاجئة في أسعار الصرف، الفائدة و

[39] هانس بيترمان و هارالدشومان، فخ العولمة – **الاعتداء على الديمقراطية الرفاهية**-ترجمة عدنان عباس علي، سلسلة عالم المعرفة، الكويت1998، ص108.

أسعار الأوراق المالية لان الحائز عليها يملك الحق في تنفيذها أو عدم تنفيذها دون أي التزام مقابل تعويض (عمولة) يدفعها للطرف الثاني في العقد .أما الثانية تعد أقوى الأدوات و أكثرها تأثيرا في الأسواق المالية و البورصات خاصة من خلال ما تنشئه من علاقات بين الأسواق الداخلية و الخارجية و هي تشمل تبادل عملات مختلفة بفائدة حيث يلتزم المتعاقدون بالتسديد و دفع فوائد و التعويض.و الأخيرة هي نوع من المشتقات المالية و تأخذ هذه التسمية لان قيمتها تشتق من أسعار الأوراق المالية الأصلية المتعاقد حولها و هي تهدف كغيرها للحد من تقلبات سعر الفائدة بشكل خاص بأن يتم الاتفاق في حالة (السقف)بين مشتري السقف و بائعه الذي يتعهد في حالة ارتفاع سعر الفائدة عما هو عليه عند الاتفاق بدفع فارق المبلغ أي فارق المعدل مضروب في القيمة النقدية للورقة المالية أما (القاعدة) فعلى عكس من ذلك يتعهد بائعها بدفع فارق المبلغ في حالة انخفاض سعر الفائدة عما هو عليه عند الاتفاق ، و منه يمكن القول أن هده التجديدات المالية تزامنت مع التغير في القاعدة النقدية الأمريكية حيث تم إسقاط الفروقات بين الحسابات الآجلة و الجارية و تعد الأدوات المذكورة سابقا أكثرها شهرة و استعمالا و قدما لان الإبداع المالي لم يتوقف عند هدا الحد .

فرغم محاولات حصر العوامل المسرعة لتيار شمولية وعولمة الأسواق المالية تبقى هناك عدة عوامل أخرى مرتبطة بالظروف العامة لا يمكن تجاهلها تساهم بدورها في مزيد من التكامل المالي نذكر منها:

التطور الصناعي في بعض الدول النامية وإدماجها في السوق المالي حيث اتجهت هده الدول نحو تحرير القطاع المالي المصرفي وتنمية قطاع الخدمات المالية و توسيع مدى تحرك أسعار الفائدة وخفضت من نسب الاحتياطي القانوني وعملت على خوصصة البنوك وشركات التأمين وإلغاء الحواجز التي تفصل بين السوق الدولي و المحلي للأوراق المالية مما أدى إلى إدماج السوق المالية المحلية في الأسواق المالية العالمية وتسارع حركية العولمة، وتبقى كل العوامل السالفة الذكر التي أدت إلى عولمة التمويل لها علاقة تكاملية فيما بينها تسعى كلها لغاية واحدة.

III- ما يمكن اعتباره حقيقة لعولمة أسواق المال:

1- مدى انتشار الظاهرة.

الواقع الملموس يبين حقيقة انتشار ظاهرة العولمة المالية التي بفضلها الدول النامية تحولت إلى معابر تصدير وساحة للمعارك والأزمات وحتى هذا الانتشار لا يمكن من الحكم على عموميتها ولا حتى يمكن أن يضفي صفة التعولم كظاهرة شمولية بل كان محصور في حلقات معينة من الخريطة الجغرافية.فالتساؤل عن مدى انتشار العولمة يستوجب النظر في مكوناتها ونتائجها لأن عملية العولمة ليست وحدها لذاتها مسؤولة عن المشاكل الاقتصادية والإجماعية فحسب بل هناك عوامل أخرى التي تؤدي دون الحيلولة من استفادة دول كثيرة منها ويمكن إرجاع السبب إلى غياب العولمة أو بالأحرى غياب ضروريات العولمة، لهذا يجب البحث في سبب إخفاق الدول للالتحاق بركب الاقتصاد العالمي والتي يمكن إرجاعها إلى عدة أسباب نذكر منها كالتالي:

1-1- نقص رأس المال المنتج:

إن العولمة قائمة على حرية التجارة وتدفق رؤوس الأموال والاستثمارات الأجنبية المباشرة، إلا انه معظم الدول تعاني نقصا في رأس المال فحسب ما يقول " ذي سوتو " " فإن العقبة الكبرى هي عدم قدرة كثير من الدول على إنتاج رأس المال رغم أن الأصول التي تمتلكها هذه الدول الفقيرة تفوق كثيرا أو بمقدار 40 مرة تقريبا جميع ما تلقته من معونات أجنبية خلال نصف القرن الماضي ولكن الأصول في معظم الدول النامية تكون على صورة لا تخلوا من الخلل، تجعلها غير قادرة على توليد الدخل، ولذلك يعتبر رأس مال -ميت- وبهذا يصبح لدينا عالم يحتاج إلى رسملة – عالم يصعب فيه الاتجار في الأصول المملوكة أو إثباتها فهي أصول لا تحكمها قواعد قانونية يمكن الاعتراف بها عالم لم يتم فيه توصيف أو تنظيم الصفات المميزة لأصوله ذات الفائدة الاقتصادية المحتملة، ولا يمكن استخدام هذه الأصول للحصول على قيمة مضافة من خلال صفقات متعددة لأن طبيعتها المتقلبة وغير الثابتة تفسح مجالات واسعة أمام سوء الفهم وعيوب إعادة التحصيل، إنه باختصار عالم تكون الأصول فيه رأس مال – ميت – "[40] وهذا على خلاف ما نجده في الدول الغربية المتقدمة الأصول تولد رؤوس أموال، والمقصود برأس المال هو جميع الأصول المتراكمة لأغراض إنتاجية، وبالتالي العمل على إنتاج قيمة مضافة تفوق فيه

[40] سريان ذي سيلفا،هل العولمة هي السبب في المشاكل الاقتصادية و الاجتماعية الوطنية،2001،الموقع:www.cip-egypt.org

الأصول المادية فلو تحول رأس المال الميت إلى رأس مال إنتاجي لأصبحت لدى الدول الفقيرة القدرة على تكوين الشركات وتنميتها ولكانت في موقف أحسن لتوريد السلع المقبولة في السوق العالمية، ستصبح هذه الدول أقل اعتمادا على رأس المال الدولي وخاصة التدفقات قصيرة المدى التي من الممكن أن تؤدي إلى العديد من المشاكل، ومنه يمكن الجزم بأنه غياب رأس المال المنتج والأسباب الكامنة وراء هذا الغياب تؤثرعلى قدرة الدول على الاندماج في عملية العولمة والاستفادة منها.

1-2- البعد عن التكنولوجيا:

مما لاشك فيه أنه من حواجز المشاركة في حلقة الاقتصاد العالمي غياب التكنولوجيا في العديد من الدول النامية، فالعولمة والتكنولوجيا ظاهرتان لا يمكن فصلهما، فقد وصف جيفري ساكس الموقف العالمي المتعلق بالتكنولوجيا كمايلي: " إن جزءا صغيرا من الكرة الأرضية يقطنه حوالي 15 % من سكان الأرض هو الذي يقدم جميع إبداعات التكنولوجيا تقريبا إلى العالم، وهناك الجزء الثاني الذي يقطنه حوالي نصف سكان العالم ويستطيع أن يتبنى هذه التكنولوجيات في الإنتاج والاستهلاك، أما الجزء المتبقي ويشمل نحو ثلث سكان العالم فإنه معزول عن التكنولوجيا ولا يبدع في أوطانه ولا يتبنى التكنولوجيات الأجنبية ويبلغ سكان المناطق المحرومة من التكنولوجيا حوالي بليونين من البشر "[41] .

كما توجد حقيقة أن هناك فرق في قدرات الدول على إستعاب التقدم التكنولوجي الحديث والاستفادة منه، زيادة على هدا إن المشكلة تتفاقم بالنسبة لكثير من الدول النامية لأن الفرص المتاحة أمام جميع الدول للاستفادة من التكنولوجيا ليست متساوية.

دون تجاهل أن تكنولوجيا المعلومات والاتصالات كان من أهم مرتكزات العولمة المالية وبدورها التطور السريع فيها أدى إلى بروز وحدوث العولمة الاقتصادية وكلهم ظواهر قائمة على الليبرالية الجديدة التي أعادت النظر في العديد من القضايا الاقتصادية منها دور الدولة، ظهور الخوصصة، التحرير المالي التي تمثل أحدث مراحل التطور الاقتصادي للرأسمالية التي تسعى إلى تحقيق الربح بأقل التكاليف وساعدتها على ذلك ثورة المعلومات وبالتالي ستتركز حتما ظاهرة العولمة في الدول

---

[41] المرجع نفسه.

التي تستطيع التعايش والاستفادة من الثورة التكنولوجية دون سواها وهذا ما أدى إلى استبعاد العديد من الدول في الالتحاق بركب الاقتصاد العالمي لعدم توفرها على القدرة التنافسية.

زيادة على ما سبق ذكره فهناك حواجز مفروضة ذاتيا في الدول النامية تعيقها من المشاركة في الاقتصاد العالمي والاستفادة منه لهذا من الضروري أن تقوم الدول نفسها بإزالتها من خلال السياسات والقضاء على انتشار الفساد الذي يؤدي إلى تحويل الموارد إلى مجالات أخرى غير المجالات التنموية لأنه في تلك الحالة لا يكون للمساعدات الدولية أي تأثير إيجابي يذكر، ويكون الفقر في تلك الدول نتيجة لأعمال مرتفعة التكلفة قليلة الفائدة، تجعلها تفتقر إلى البنية الأساسية ورأس المال البشري اللازمين للاستفادة من العولمة، كما توجد عوامل أخرى خارجية كالحواجز المفروضة على التجارة حيث ترى الدول النامية أنه لا توجد ملاعب متكافئة بل هناك عناصر تمنعها في التكامل مع الاقتصاد العالمي " لدى الدول النامية ثلاث شكاوي كبيرة، الأولى أنها مجبرة على فتح أسواقها أكثر من اللازم، والثانية أن الدول الغنية تدبر أمورها لكي تبقى على أسواقها مغلقة، والثالثة أنها تفتقر إلى الموارد والمعلومات التي تؤهلها للتفاوض المؤثر و تنفيذ اتفاقيات التجارة و الاستفادة من قواعد التجارة لصالحها [42] .

مما سبق نستخلص حول مدى انتشار الظاهرة أنها تقوم أساسا على اتجاهين، فالأول أنه إذا كان علينا أن نفهم العولمة على أنها التكامل الاقتصادي القائم على الليبرالية المالية و التجارة الحرة و الاستثمار الأجنبي المباشر فإننا سنجعل العولمة محدودة و سيكون انتشارها أكثر وضوحا بالنسبة لمن يرونها كعملية معقدة تستمد طاقتها من تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات وليست واسعة الانتشار لأن غالبية الدول ما تزال إما خارج عملية العولمة أو واقفة على هوامشها، والثانية أنه لا يمكن أن تنفي أنها تحمل في طياتها بعض الفوائد، وليست مسؤولة على كل المساوئ التي تشكو منها الدول النامية لأنها لديها حصة في هذه المشاكل من حيث السياسات المستخدمة لتحقيق التنمية، نقص رأس المال المنتج، البعد عن التكنولوجيا، وقد يكون من المثمر مساعدة الدول على التكيف مع مناخ العولمة دون إجبارها على فتح اقتصادها بسرعة والقضاء على الشعور بعدم عدالة العولمة وذلك بممارسة التجارة الحرة بصورة أكثر عدالة للجميع مع مراعاة أنه على الدول النامية أن

---

[42] المرجع نفسه.

تسعى لكي تتهيأ جيدا للمشاركة في الظاهرة و الجدول التالي يوضح آخر الأبحاث حول التكامل و الاندماج المالي و النمو الاقتصادي من طرف عدة باحثين اقتصاديين:

جدول رقم 02: التكامل المالي و النمو الاقتصادي

Résumé des dernières recherches sur l'intégration financière et la croissance économique

Etude	Nombre de pays	Années couvertes	Effet sur la criosance
Alesina,grilli and milesi	20	89-1950	Auccun effet
firetti(1994)	61	89-1966	Auccun effet positif
grilli and milesi firetti(1994)	58	89-1975	Auccun effet/mitigé
Quinn (1997)	117	97-1985	Auccun effet positif
Qraay(1998)	95	89-1975	mitigé
Rodrik(1998)	Plus de 92	95-1986	mitigé
Klein and olivie(2000)	116	95-1976	positif
Chanda(2001)	59-51	92-1973	Auccun effet pour
Artita eichangreeine and	30	97-1981	les payés pauvres
wyplosz(2001)	62	Années80	Auccun effet,ou au
Bekaert,harvy and	94	1971-94	mieux mitigé
lundblad(2001)	44	97-1986	Mitigé
Edwards(2001)	Plus de 89	95-1973	mitigé
O'donnell(2001)	57	2000-1980	Auccun effet
Reisen et soto(2001)			
Edison,Klein,Ricci and slok(2002)			
Edison,Levine,Ricci and slok(2002)			

المصدر: هني محمد نبيل والاستاذ ايت مختار عمار، **العولمة المالية و الدول النامية تقرير قياسي**(constatation econometrique)، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006.

1-3- الفجوة في التدفق الرأسمالي:

" الدول التي لا تستطيع أن تنمي اقتصادياتها بنفسها فإن الدول المتقدمة تساعدها في تحقيق ذلك "[43] ، إن عبارة الرئيس الأمريكي بيلكلنتون تدل على أن الدول النامية ضعيفة في القدرات الادخارية والمعرفية وأن المنظمات المالية الدولية لعبت دورا فعالا في تطوير أسواق رؤوس الأموال فيها وهذا ما شجع الدول النامية والعربية إلى أن تتسابق لاستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وكأنها في سباق مع الزمن منذ نهاية الثمانينات، على اعتبار أن هذه الاستثمارات هي أساس زيادة معدلات النمو الاقتصادي، وزيادة فرص العمل، زيادة القدرة التنافسية للمنتجات وبالتالي الاستجابة لمتطلبات الاندماج في الاقتصاد العالمي الجديد من خلال تهيئة المناخ اللازم وهذا لأن الاستثمار الأجنبي المباشر أصبح إستراتيجية حيوية بالنسبة للدول النامية حيث يمكنها من الحصول على التكنولوجيا ورأس المال والتعرف على ممارسات الإدارة الحديثة والاتصال بأسواق الدول المتقدمة. وهذا يدل على أن الحجم الكلي للتدفق الرأسمالي بين الدول مثله مثل التجارة الدولية حيث نجد زيادة حجم تدفق رؤوس الأموال الخاصة إلى أكثر من الضعف خلال السنوات العشر الأخيرة في الدول ذات الدخل المرتفع " فزاد من 9.9 % عام 1988 إلى 22.3 % عام 1998 طبقا لإحصائيات البنك الدولي، ففي دول اتحاد النقد الأوروبي قفز متوسط معدل التدفق إلى30 % من إجمالي الناتج المحلي، كما تبين مؤشرات العولمة أن الدول ذات الدخل المنخفض نجحت في اجتذاب رؤوس أموال بنسبة لا تزيد عن 2 % من إجمالي الناتج المحلي بها ومن هذه النسبة الضئيلة لا يشكل الاستثمار الخارجي المباشر أكثر من 0.09 %..."[44] .

وكما هو معروف للجميع أن الشركات متعددة الجنسيات أهم مؤسسات الكوكبة ويتجلى دورها في صورة تمثيل الاستثمار الأجنبي عبر تنفيذ مشاريع ضخمة تسيطر على مرافق إنتاجية أو خدمية خارج الدولة الأم، وحسب تقرير الاستثمار العالمي لعام 2001 كشف عن مدى نمو الاستثمار الأجنبي المباشر عالميا، حيث " ارتفع عدد البلدان التي تتلقى معدلا سنويا يزيد على مليار دولار من17 دولة منها 06 دول نامية في منتصف الثمانينات من القرن الماضي إلى 51 دولة منها 23 دولة نامية في نهاية التسعينات من القرن العشرين، ورغم ذلك فما يزال توزيع هذا

---

[43] ضياء مجيد الموسوي، **العولمة و اقتصاد السوق الحرة**، ديوان المطبوعات الجامعية،2003.

[44] جون سوليفان، **البقاء و الازدهار في ظل الاقتصاد العالمي**،2003 الموقع:www.cip-egypt.org

الاستثمار الأجنبي المباشر غير متكافئ، حيث تتأثر الدول الثلاثون الأولى في العالم بنسبة95 %من مجموع تدفقاته و90 من أرصدته"[45] .

ورغم الجهود المبذولة من طرف الدول النامية والعربية لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلا أنها باءت بالفشل فظلت أرقام الاستثمار الأجنبي متضائلة ويتجلى هذا الفشل في الإحصائيات التي توضحها تقارير البنك والصندوق الدوليين " ففي حين لم تكن الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية تتجاوز 3 مليارات دولار خلال السبعينيات ثم ارتفعت إلى 10 مليارات في الثمانينات وخلال الفترة الواقعة بين 1987 – 1992 ارتفعت هذه الاستثمارات حتى بلغت 173.5 مليار دولار فإن الدول العربية لم تستطيع استقطاب سوى 1.691 مليار دولار في عام 1992 وحتى رغم بعد تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي في معظم الدول العربية لم تتغير الوضعية فبقيت النسبة ضعيفة ففي عام 1993 طرأ تطور كبير على حركة الاستثمارات الأجنبية العالمية فارتفعت خلال عام فقط إلى 219.4 مليار دولار ، بزيادة 45.8 مليار دولار في 1992 وبنسبة زيادة بلغت 26.4 % ومع ذلك لم تستقطب الدول العربية من هذه الأموال الضخمة سوى مبالغ ضئيلة حيث بلغت حصتها 4.6 مليار دولار وفي عام 1995 ارتفعت الاستثمارات العالمية إلى 315 مليار دولار بزيادة نحو 40 % عن عام 1994 إلا أن حصة الدول العربية لم تتجاوز 3.9 مليار دولار أيضا ، ثم تراجعت قيمة هذه الاستثمارات في الدول العربية عام 1996 لتسجيل مبلغ 2.6 مليار دولار فقط فارتفعت عام 1997 إلى 6.4 مليار دولار ثم انخفضت في 1998 إلى 5.6 مليار دولار أما على الصعيد الدول النامية فقد بلغت حصتها خلال الفترة 1987 – 1992 نحو 35.3 مليار دولار فارتفعت هذه الحصة إلى 78.8 مليار دولار عام 1993 إلى 172.5 مليار دولار عام 1997 وفي عام الأزمة الآسيوية 1998 وعلى الرغم من وصول حجم الاستثمار العالمي إلى مستويات مذهلة حيث بلغ 643.8 مليار دولار فإن حصة الدول النامية انخفضت عن العام السابق بنسبة 25.77 % من حجم الاستثمارات العالمية وفي عام 1999 تجاوز المبلغ الإجمالي للاستثمارات العالمية مبلغ 800 مليار دولار حصلت الدول النامية منها على 198 مليار دولار توزعت على الشكل التالي:

---

[45] عبد الله جناحي، **الجيل الثالث من أساليب اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر**، 2002 الموقع:www.aldemokrati.com

97مليار دولارفي أمريكا اللاتينية و 91 مليار دولار في آسيا و 11 مليار دولار في إفريقيا وجاءت المغرب في المرتبة الأولى فتحصلت على مليارين دولار من الاستثمارات الأجنبية المتدفقة إلى القارة الإفريقية تليها جنوب إفريقيا التي تحصلت على 1.3 مليار دولار[46].

إن الفجوة في توزيع الاستثمارات واضحة للعيان فمهما عملت الدول النامية من جهود لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية لم تحقق نجاح معتبر وحتى الدول التي أدمجت في حلقة التدفق للاستثمار من الدول النامية يعود لأسباب كامنة فيها ،ومنه لاعتبارات عديدة تفاعلت مجموعة من الدول النامية في حلقة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية في فترة قصيرة، ففي الستينات اقتصر الاهتمام على تحرير التجارة السلعية بتخفيض الرسوم الجمركية، ومع نهاية الستينات ظهر الاتجاه نحو القطاع الخاص بدرجة كبيرة، وأصبح يتوقف تنمية التجارة السلعية على تحرير رؤوس الأموال الأجنبية وساعد على ذلك ثورة المعلومات والاتصالات، فتسارعت العولمة أكثر في الانتشار، وحسب إحصائيات FMIوBM ارتفعت رؤوس الأموال الأجنبية في البلدان النامية من 23 مليار دولار أمريكي في السبعينات إلى 62 مليار دولار في الثمانينات ثم ترتفع لتصل إلى 113 مليار دولار في عام 1991 ومنه إلى 234 مليار دولار في عام 1998، فخلال هذه المراحل اختلفت أنماط التدفقات حيث يمكن تصنيفها إلى أربع، مساعدات رسمية، قروض مصرفية، استثمارات مباشرة، استثمارات الحافظة " [47]. إن المتأمل في الواقع الملموس للاستثمارات الأجنبية المباشرة يلاحظ أنها تتسم بالتوزيع غير المتكافئ فهذا التوزيع بقدر ما أدى إلى إسراع التنمية الاقتصادية في مجموعة محدودة من الدول فبالمقابل أبعد مجموعة أكبر من الدول من هذه الاستثمارات، وهذا ما يوضحه الجدول التالي الذي يبين صورة عدم التعادل في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم.

---

[46] عبد الكريم حمودي، **الاستثمارات الأجنبية ترفض قوانين الحرب**،2004 الموقع:www.islamonline.net

[47] أمير السعد، **مبادئ في الاقتصاد الدولي**، مطبوعة بيداغوجية، 1999، ص93.

جدول رقم(03): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم

السنوات / مجوعات الدول	1970	1980	1990	1995	2000
الدول الصناعية المتقدمة بالمليار دولار	7.9	42.3	137.1	103.5	1005.2
أمريكا، أوروبا، اليابان، أخرى %	81.2	80.9	67.5	61.5	79.1
الدول النامية بالمليار دولار	1.8	9.9	59.6	113.3	240.2
الدول النامية %	18.8	19.1	29.4	33.4	18.47
إفريقيا %	3.8	0.4	2	1.4	0.6
أمريكا اللاتينية والكاريبي %	8.4	11.9	8.8	9.8	6.8
جنوب وشرق آسيا %	5.1	6.1	17.5	22.2	10.8
غرب آسيا %	1.5	0.6	1.1	-	0.27
وسط وشرق أوروبا بالمليار دولار	-	-	3.4	14.3	25.4
أوروبا الوسطي والشرقية %	-	-	01.7	4.3	2
الإجمالي بالمليار دولار أمريكي.	9.7	52.2	200.1	331.1	1270.8

المصدر: عادل المهدي، **عولمة النظام الاقتصادي العالمي ومنظمة التجارة العالمية**، الدار المصرية اللبنانية، 2003، ص 47.

- ضرورة تطوير مناخ الإستثمار:

إن المقصود بمناخ الإستثمار هي مجمل الأوضاع والظروف المكونة للمحيط الذي تتم فيه العملية الاستثمارية، وهي تتمثل في الأوضاع والظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية والأمنية والقانونية والإدارية المؤثرة على حركة رؤوس الأموال وتوجهاتها، فالوضع السياسي للدولة وما يتسم به من استقرار تنظيماتها الإدارية وما تتميز به من فاعلية وكفاءة نظامها القانوني ومدى وضوحه وثباته وتوازنه وطبيعة السوق وآلياته وإمكاناته من بنى تحتية وعناصر إنتاج...، هذه العناصر

مجتمعة تمثل دفعا للإقبال على الإستثمار من بلد ما أو الانصراف عنه فهي كلها تعتبر مؤشرات تعطي الصورة الحقيقية للاقتصاد القومي كأساس يعتمد عليه في اتخاذ القرارات الخاصة بالاستثمار وغيره. ومع هذا فما سبق ذكره لا ينفي أنه لعله من المفيد استعمال أساليب أخرى لجذب الإستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية فعليها تشخيص أولا نوع الشركات التي تحتضن هذه الاستثمارات المباشرة لأنه لكل شركة فلسفتها ورؤيتها وبرامجها، أيضا على الدول القيام بالانتقال السريع إلى الجيل الثالث من سياسات اجتذاب الإستثمار الأجنبي متجاوزة بذلك جهود الجيل الأول والثاني حيث عمدت البلدان على تحرير نظم الإستثمار الأجنبي المباشر لديها وتطبيق سياسات ملائمة مع الأسواق، تعميق الإصلاح الاقتصادي والنقدي والمالي، ترقية الجهود الجبائية، تطوير أدوات السيطرة على الإنفاق لتقليص العجوزات...، كما ذهبت الحكومات خطوة أبعد في تسويق منتجاتها مما يتطلب إنشاء هيئات لتشجيع الإستثمار، أما بالنسبة للجيل الثالث من سياسات اجتذاب الإستثمار الأجنبي المباشر يرمي لأكثر من هذا فهو يسعى لاستهداف الأجانب على مستوى الصناعات والشركات لتلبي احتياجاتها على مستوى النشاط وفي ضوء الأولوية الإنمائية للبلد وأحد العناصر الهامة في التشجيع للاستثمار في هذا الجيل هو تحسين وتسويق مواقع معينة لدى المستثمرين المحتملين في أنشطة تعينها.

فرغم وجود التناقض الظاهري بين مؤشر توجه الاستثمارات الأجنبية نحو الأسواق الوطنية كثيفة العمالة الرخيصة اتجاهاتها نحو المعلوماتية و التقنية وتقليص الاعتماد على العمالة إلا أن هذا التناقض يزول إذا ما تم استيعاب نوعية الاستثمارات الموجهة صوب هذه الأسواق وإستراتيجياتها المتوسطة المدى والمعتمدة على تأسيس صناعة تعتمد على المدى الإستراتيجي الطويل على التقنية وكثافة رأس المال على حساب الاعتماد التقليدي على العمالة ولذلك فهي تبحث عن تلك الأسواق التي تحتضن عمالة رخيصة بمرحلة التأسيس فضلا عن وجود مجالات استثمارية لا حدود لها ومجالات هائلة لزيادة القيمة والقيمة المضافة وغيرها من المغريات التي لا تتوفر في الأسواق الوطنية الصغيرة غير القادرة على توحيد وتكتيل جهودها لتخلق سوق كبيرة نسبيا وفي هذا السياق يمكن القول بأنه على الدول النامية عامة أن تعيد النظر في إستراتيجياتها في مجال استقطاب الاستثمارات الأجنبية الخاصة فتعمل على إحداث مزيد من التحرير في

اقتصادياتها وتشجيع كافة الاستثمارات الأجنبية في كافة القطاعات ضمن ضوابط ومعايير محددة بهدف تعظيم الآثار الاقتصادية الإيجابية لهذه الاستثمارات.

2- المناخ المالي الدولي الحديث

لقد شهدت الأسواق المالية في البلدان الصناعية الرئيسية تغيرات هيكلية ونموا سريعا منذ السبعينات والثمانينات وأصبحت المراكز المالية أكثر تكاملا و ذلك بفعل التكنولوجيات الحديثة والتحرير المالي وابتكار وسائل مالية جديدة.

2-1- التطور التكنولوجي:

خلال النصف الثاني من السبعينات شهد العالم ثورة تكنولوجية عارمة و التي نتجت عنها ثورة في عالم الاتصالات و الإعلام الآلي و المعلومات و البرامج، فقد مكنت الثورة التقنية من العمل في الوقت الحقيقي عبر أرجاء العالم مما ساعد على تطوير الاندماج لأسواق المال الدولية تسارع حركة العولمة المالية، بالقضاء على الحواجز المكانية و الزمانية بين الأسواق، "حيث حدث انخفاض كبير في تكلفة النقل و الاتصالات السلكية و اللاسلكية و عمليات المحاسبة في مستويات واضحة[48]، كما انخفضت تكلفة المكالمة الهاتفية بحوالي 60 مرة مند عام 1930، انخفضت تكلفة النقل بين دول مختلفة كلها ساهمت في تدليل عقبة الحدود الجغرافية [49].

هكذا فإن الثورة المعلوماتية رفعت من سيولة الأسواق المالية بسهولة تدفق رؤوس الأموال و الحصول عليها بسرعة، و ما حدث في الأخير نشوء حركة مليارات من الدولارات دون السيطرة عليها من طرف السلطات النقدية و المالية و لا مراقبتها و هذا راجع لجملة تلك التطورات الحاصلة في المجال التقني و التكنولوجي.

إذن يمكن الجزم بأنه مند السبعينات يعمل الأفراد و المؤسسات في بيئة يصعب فيها التنبؤ في ظل التطور السريع لتكنولوجيا الكمبيوتر، و منه تم إدراك أنه كثيرا من المنتجات المالية التقليدية لم تعد تلقى قبولا فبدأ البحث عن أدوات مالية جديدة.

2-2- الاختراعات المالية:

---

[48] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص91.
[49] صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص221.

هذه الاختراعات وسعت بوضوح لوحة الأدوات المتاحة و في نفس الوقت غيروا شروط المنافسة بين مختلف الأعوان التي تمثل نشاط النظام المالي كما ظهروا في الولايات المتحدة الأمريكية منذ سنوات 1960 شهادات الإيداع القابلة للتداول ولجوء منذ بداية السبعينات المؤسسات الكبيرة لإصدارها، ظهور الصناديق المشتركة للائتمان، ازدهار السوق الآجلة للأدوات المالية الخيارات، العقود، المستقبليات....كلهم مثلوا أحد عناصر لصيرورة الاختراعات المالية[50]

و قد أتاحت هده الاختراعات مساحة واسعة من الاختيار للمستثمرين عند إتخاد قراراتهم الاستثمارية، كما أنها تعمل على تأمين الحماية للمستثمرين في مواجهة مخاطر تقلبات الصرف الأجنبي و أسعار الفائدة تحت تأثير الظروف غير المستقرة التي اتسمت بها أسواق الصرف بعد الاتجاه نحو عصر التعويم.

2-3- **التحرير المالي** :

أدى التحرير المالي بدوره إلى تقليل تجزؤ الأسواق المالية المحلية، وزاد تكامل المراكز المالية الدولية، وقد شجعت عمليات التحرير لتحقيق كفاءة أكبر في الأسواق المالية المحلية وزيادة فرص وصول المؤسسات المحلية إلى مصادر التمويل الدولية وفضلا عن ذلك فإن إتساع الأسواق الأوروبية أدى إلى ضغوط تنافسية على الأسواق المالية والمحلية وقد سار التحرير في خطين أساسيين هما تخفيض قيود الأسعار والكميات وتخفيض القيود على أنواع معينة من النشاطات المالية وكانت أهم تدابير التحرير هي تخفيض قيود الصرف في البلدان الصناعية الرئيسية الثلاثة (فرنسا، اليابان، المملكة المتحدة - بريطانيا -) ويسمح هذا التخفيض لرعاية هذه البلدان بالحصول على استثمارات بالعملات الأجنبية، مما زاد إمكانية الاستبدال بين الأصول المحلية والأجنبية، وبالمثل خففت أيضا القيود على وصول المقترضين الأجانب إلى الأسواق الوطنية وعلى قدرتهم على الاقتراض بالعملات مما زاد من تكامل الأسواق المالية المحلية والأجنبية، حيث شملت تدابير التحرير كذلك تخفيض القيود على الحق في إقامة المؤسسات وعلى الأنشطة المالية مع بعض قطاعات الاقتصاد وعلى حوافظ الأوراق المالية، التي يجوز للمؤسسات المالية حيازتها وخاصة من أجل الاستحقاق وأنواع الإبداعات المالية، حيث سمح للمساهمين في الأسواق بإصدار

[50] Michel aglietta Anton broder, virgine couder, **globalisation financier: l'aventure obligée**, ED. Économie, 1990,169

منتجات مالية لم تكن مسموحا بها من قبل مثل السندات بسعر عائم في جمهورية ألمانيا الاتحادية وشهادات الإيداع في فرنسا وألمانيا واليابان والأوراق التجارية في فرنسا والمملكة المتحدة، كما خففت اللوائح التي تفيد المنافسة بين البنوك وشركات الأوراق المالية كوسيلة لتشجيع الكفاءة.

ومما سبق يتضح انه قد ارتبط تطوير أسواق المال بالتطور الاقتصادي وبالتطور في مستوى التكنولوجيا والاتصالات التي أدت إلى قيام أسواق المال بتقديم مجموعة من الأدوات والوسائل المالية، التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين وهذا يوضح بجلاء هناك فجوة كبيرة بين الأسواق المالية في النشأة والأسواق المعاصرة من حيث الأدوات، الميكانيزمات، التقنيات.

2-4- تحول نمط التمويل:

إن الانتقال من اقتصاد السوق القائم على البنوك إلى اقتصاد السوق المالية ليس ظاهرة معزولة، لكن هي من أحد مركبات ظاهرة أكثر شمولية هي" العولمة المالية" وهي مصطلح أكثر حداثة ويحمل بالتحديد كل المعاني على المستوى الدولي والتي يمكن تعريفها بأنها" وجود سوق موحد للتمويل على المستوى الكوني، يستطيع الاقتراض والاقتراض بدون حدود، في جميع الدول وبمختلف الطرق، أي حقيقة وجود سوق مالي ضخم عالمي يعمل باستمرار تميز بوحدة الوقت أي مفتوح بدون توقف وبوحدة المكان، أي جميع الأماكن المالية في اتصال وارتباط على الدوام، ومنه فالعولمة المالية في هذا السياق هي التكامل العالمي لأسواق المال[51]، إذن هذا التحول من الوساطة إلى اللاوساطة بطبيعة الحال له نتائج على النظام النقدي العالمي، وكانت له يد في حدوث بعض الأزمات كالأزمة المكسيكية في ديسمبر 1994 والأخرى لتيلاندا التي هزت كامل جنوب شرق آسيا، خلال صيف 1997 والتي كشفت عن درجة كبيرة من عدم الاستقرار وهذا الأخير ربط بمجموعة من الأخطار خطر الاقتراض خطر الدفع[52].

ومنه يمكن اعتبار أن هذا التحول كان حتمية من العولمة المالية لتسييرها وتجسيدها أكثر فأكثر أي كان أحد أدواتها الرئيسية والآن سنتعرض إلى تحليل نمط التحول، الدوافع والنتائج.

---

[51] Michel lelart, **les aspects internationaux de la désintermédiation Financières,** séminaire, 2001,p16 .

[52]Idem,p178.

أ- الوساطة المالية:

مما لا شك فيه أن البنوك والمؤسسات المختصة لعبت دورا رياديا في تمويل المؤسسة والاقتصاد بصفة عامة، حيث كانت تقوم بجمع المدخرات من الجمهور بسعر فائدة محدد وتقرضها مرة أخرى بسعر فائدة أعلى، وهذا لتغطية مصاريف التسيير وتحقيق أرباح من وراء ذلك ومن هنا بدأت فكرة الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين، غير أن هذا المفهوم توسع بعد ذلك في اتجاهين فالأول، إن الوسطاء أصبحوا يستثمرون المدخرات المتجمعة لديهم تحت أشكال مختلفة كشراء المنتجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية من أسهم وسندات وغيرها والثاني هو قيام مؤسسات عديدة أخرى بنكية وغير بنكية بهذه الوظيفة، فلقد تعددت مصادر التمويل وتعددت بذلك تكاليفها وعرفت هذه الأخيرة بأنها "مفهوم مركب يجمع تكاليف أشكال مختلفة من مصادر التمويل، إذ أن التكلفة لكل مصدر لا تتميز فقط بالنسبة المفروضة وإنما تتميز بطبيعته"[53]، الشيء الذي يجعل مسألة الاختيار بين البدائل المتاحة من الأمور الصعبة، فالندرة النسبية التي تمتاز بها تلك المصادر من جهة واختيار المصدر الأقل تكلفة من جهة أخرى، ينعكس مباشرة على مرد ودية المؤسسة وبالتالي على سعر أسهمها في البورصة وعلى قيمتها ككل، لهذا تحاول المؤسسة الموازنة في هيكل رأسمالها لتحقيق أكبر قدر ممكن من أهداف ملاكها ولا سيما تعظيم ثروتهم، وعليه فإن تمويل المؤسسة عادة ما يمر إما بالمساهمين المالكين لها أو بالبنوك والمؤسسات المالية المختصة في الإقراض فإذا تم التمويل أو رفع رأس المال بالمساهمة المباشرة للمالكين أو بضم الأرباح المحتجزة اتسمت العملية بالتمويل المباشر أو اللاوساطة المالية أما إذا لجأت للبنوك هنا كان التمويل بوساطة بنكية.

ب- اللاوساطة المالية:

على الرغم من المزايا التي تمتاز بها الديون باعتبارها مصدرا من مصادر التمويل إلا أنها لا تخلوا من عيوب لاسيما إذا كان العائد على الاستثمار أقل من تكلفة القرض المستعمل، فعندئذ تنخفض أرباح المساهمين ويزيد احتمال تدخل الدائنين في تسيير المؤسسة، كما أن انخفاض نسبة التضخم يجعل المؤسسة تتمول بأسعار فائدة أعلى من تلك السائدة في السوق أي ارتفاع تكلفة

---

[53] جبار محفوظ، **البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية**، الجزء الأول- مطبعة دار هومة، الطبعة الأولى.2002، ص16.

التمويل بالنسبة لها على مدى الفترة التي انخفض فيها نسبة التضخم، إضافة على أن تكلفة الوساطة المالية في حد ذاتها ترتفع من سنة لأخرى مكلفة البنوك والمؤسسات المختصة أموالا طائلة فتكلفة الوساطة بالنسبة للبنوك والمؤسسات الوسيطة الفرنسية على سبيل المثال قد ارتفعت من 5.2% من مجموع رؤوس الأموال المستعملة في الوساطة سنة 1972 إلى 6.5% سنة 1981، حيث تتمثل هذه التكلفة في كافة المصاريف الناتجة عن ممارسة مهنة الوساطة المالية.

إن عيوب التمويل بالاستدانة يبين أكثر أهمية التمويل برؤوس الأموال الخاصة والاعتماد عليها في تنفيذ السياسات الاستثمارية والتمويلية للمؤسسة فخلال عشرية الثمانينات لوحظ هناك اتجاها لصالح رأس المال الخاص ففي فرنسا مثلا أصدرت الشركات الفرنسية وغيرها المقيدة في البورصات الفرنسية أسهمها بمقدار 31.1 مليار فرنك فرنسي سنة 1981 وارتفع المبلغ ليصل إلى 165.4 مليار فرنك فرنسي سنة 1987 وبذلك فقد ارتفع الاعتماد على الأموال الخاصة بنسبة تقارب 432% خلال 6 سنوات وعليه فإن المؤسسات الفرنسية والمؤسسات الغربية بصفة عامة بدأت تتجه نحو تدعيم أموالها الخاصة والتقليل نسبيا من التمويل بالقروض إضافة إلى ذلك من الوسائل الأخرى المستعملة في تدعيم رؤوس الأموال الخاصة إصدار تلك المؤسسات لأدوات مالية طبيعتها افتراضية ولكن تتحول بعد فترة إلى أقساط ملكية تدعى بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم والتي تعتبرها بمثابة خطوة نحو زيادة الأموال الخاصة فيمكن لحاملها أن يتحصل على عدد معين من أسهم الشركة المصدرة بعد فترة معينة ويتحول دينه الذي اقرضه لتلك المؤسسة إلى مساهمة في رأسمالها الشيء الذي يدعم أموالها الخاصة ويضاف على ذلك رفع رأسمال عن طريق إصدار أسهم عادية.

إن التخلي التدريجي عن الوساطة المالية هو نتيجة لزيادة أهمية رأس المال الخاص في التمويل، الشيء الذي قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة ومنه فقد عرفت اللاوساطة المالية بأنها:"تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال المحصل عليها بالمؤسسات المالية وذلك عند تلبية الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصاديين"[54].

فالتمويل إذن تحول من تمويل غير مباشر إلى تمويل مباشر وهو موضوع اللاوساطة المالية بالمفهوم التقليدي حيث شهدت عشرية الثمانينات بروز أهمية الأسواق المالية في اقتصاد يعتمد

[54] مرجع نفسه، ص14.

على التمويل بإصدار أدوات مالية حيث هذه العملية تتطلب توفر سوق تباع فيها تلك الأوراق المالية لأول مرة للمستثمرين تعرف بالسوق الأولية كما أن المستثمر الذي يرغب في بيع تلك الأوراق التي استثمرها يحتاج لسوق لبيعها وهي السوق الثانوية أو ما يعرف بالبورصة فاستمر التمويل غير المباشر إلى منتصف السبعينات في الولايات المتحدة الأمريكية، وإلى أوائل الثمانينات في بقية الدول الأوروبية وعليه فقد تحول التمويل من الشكل غير المباشر إلى المباشر أي من البنوك إلى الأسواق المالية الشيء الذي جعل طابع الاقتصاد للدول المتقدمة بتحول من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالية.

2-5- سيادة قاعدة لـD3:

إن العولمة المالية تغطي في الواقع "ثلاثة ظواهر حديثة، (Décloisonnement- -Désintermédiation Déreglementation) أي قاعدة "Trois dé" وهو ما يميز المالية الحديثة كما اعتبرت الإبداعات والتقدم التكنولوجي قاعدة اللاتنظيم المحرك الأساسي للعولمة المالية" [55].

- **اللاوساطة والتوريق** (titrisation):

العولمة المالية في معناها البسيط المجسد في تكامل و ترابط أسواق المال و التغيير الحاصل في أدوات التعامل و المتعاملين فيها، جعلت أنماط التمويل تأخذ منحنى أخر غير الاعتماد المطلق على التمويل البنكي، و كان ذلك بأن تزايد التعامل في الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات المسعرة في أسواق المال من خلال آلية التوريق، و يقصد بهذه الأخيرة هي "نشاط متعلق بتوظيف موجودات لمدى قصير قابلة للتجديد، تعطي للمقترضين تأمين تمويل على المدى الطويل، عادة يقترن ذلك بإلزام البنك قبول (ورقة) في حالة عدم وجود راغب بها في السوق، كانت هذه صفة السوق الأمريكي قبل أن تصبح معممة في أرجاء السوق العالمي وتشكل بذلك مظهرا قويا للعولمة المالية"[56]، يعود ذلك إلى تراجع نسب الوفاء مع أزمة المديونية في النمو للدول الأخرى، من خلال التوريق البنوك سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو باقي دول العالم عملت على إنعاش ميزانيتها بتقليص القروض المشتركة المقدمة للدول النامية 1983 وانساقت في سياسة نمو متسارع

---

[55] Chettab Nadia,op.cit, p166.

[56] عماني لمياء، **العولمة المالية آثار التحرير المالي على الاقتصاديات النامية ، إمكانيات الاقتصاد الجزائري في الاندماج**، 2004 ،ص65.

لخارج الميزانية، والفكرة في ذلك تعود لغرض استخراج الحد الأقصى من الديون المشكوك في تحصيلها من الميزانية والعمل كوسيط لتحويل هذه الديون إلى المقرضين النهائيين، صناديق المعاشات، صناديق التقاعد، قطاع خاص...، في صورة أوراق مالية قابلة للتجديد، بمعدلات فائدة متغيرة، إذن لولا العولمة المالية و عمق و سيولة السوق المالي الدولي لما تقدمت آلية التوريق و تلتها اللاوساطة المالية و كل تلك العوامل مؤشرات هامة تدل على تغلغل الأسواق المالية داخل الاقتصاد كمنافس قوي للبنوك فلم تعد علاقة الجمهور العام و المدخرين بالمستثمرين مجرد حسابات بنكية وودائع تحول إلى قروض و إنما علاقة إصدار و اكتتاب مباشر في الأوراق المالية.

- **اللاتنظيم** (déréglementation):

وهي قاعدة طبعت أكثر السوق المالي الفرنسي والمقصود بها عدم الخضوع للقوانين أو الخروج عن القوانين الاعتيادية خاصة مع التجديدات المالية وهو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية تزامنا مع السياسة الجديدة للقاعدة النقدية بإسقاط التفرقة بين الحسابات لأجل والحسابات الأخرى، وساعدت خدمات التحويل الآلي على ذلك حيث أن السلطات الأمريكية أعطت الانطباع برغبة قوية في تجاوز القوانين وترك الحرية لمعدل الفائدة في إدارة كل العمليات البنكية، ومع تحرير أسعار الفائدة وأسعار الصرف وجدت أدوات مالية لتسير هذا الاستقرار على صعيد رأس المال الدولي.

- **رفع الحواجز** (le décloisonnement):

العولمة المالية المتصفة باللاوساطة، رفع الحواجز وعدم الخضوع للقوانين هي كذلك تتصف باحترام قاعدة (وحدة الزمن)،(وحدة المكان) بالترابط البيني للأسواق، وصولا إلى سوق مالي دولي حيث الأسواق التقليدية بما فيها بورصات الصرف، الخيارات... هي أقسام لسوق شامل، بفضل الإلكترونيات المتطورة والإعلام الآلي يوصف هذا السوق بأنه يعمل في الزمن الحقيقي كون كل معلومة تنشر وتوزع بشكل فوري على الصعيد العالمي، كما تمتاز السوق بالفاعلية الحساسة تجاه الفوضى وهو متسم بفترات واسعة للاستقرار وأخرى عارضة لفقدان السيطرة، مما أدى إلى إختلالات عالمية وعدم الاستقرار المالي والسبب في ذلك يعود إلى مسؤولية السياسات الليبرالية القائمة عليها عولمة أسواق المال.

2-6- العولمة المصرفية:

في ظل المستجدات الاقتصادية الدولية، وما يقتضيه تيار عولمة أسواق المال من عمليات التحرير، فإنه من الطبيعي أن ما أحدثته العولمة المالية من تغيرات في خريطة المال أن تأخذ صناعة الخدمات المالية حصة من هذا التغيير ومن مهنا فيمكن رصد ثلاثة تغيرات رئيسية هيكلية في صناعة الخدمات المالية واعتبرت بذاتها من احد أدوات العولمة المالية.

أ- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المصرفية:

توسعت دائرة أعمال البنوك على المستوى المحلي و الدولي بزيادة أنشطتها واستحداث خدمات مصرفية و مالية جديدة وانعكس ذلك على هيكل ميزانيات البنوك، حيث حدثت لها تغيرات هيكلية من حيث تنوع مصادر أموال البنوك أي مواردها وتنوع مجالات توظيفها واستخدامها ويتضح ذلك خاصة في الدول المتقدمة حيث" أوضحت أحد التقارير عن اكبر خمسين بنكا أن المصدر الرئيسي لأرباح البنوك لم يعد يتحقق من عمليات الائتمان المصرفي (الإقراض) بل من الأصول الأخرى التي تدر دخول وعوائد أكبر من عمليات إدارة الأصول إضافة إلى انخفاض النصيب النسبي للودائع من إجمالي الخصوم.

كما زاد بالبنوك النصيب النسبي للخصوم القابلة للمتاجرة إلى إجمالي الخصوم نتيجة لتزايد نشاط البنوك في الأنشطة الأخرى غير الاقراضية، مما أدى إلى اتجاه نصيب القروض للتناقض من إجمالي البنوك نتيجة لتزايد النصيب النسبي للأصول الأخرى وبخاصة إصدار السندات[57].ففي ظل العولمة المالية زاد اتجاه البنوك إلى التحول نحو البنوك الشاملة.

ب- احتدام المنافسة في السوق المصرفية:

فمع تزايد أثر العولمة، وإقرار اتفاقية تحرير الخدمات المصرفية من القيود التي جاءت بها اتفاقية الجات في جولة أورجواي 1994، وتولي منظمة التجارة العالمية تطبيقها من أول يناير 1995، أخذت المنافسة تشتد في السوق المصرفي في ثلاثة وجوه رئيسية منافسة بين البنوك التجارية فيما بينها، منافسة فيما بين البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، ومنافسة بين البنوك والمؤسسات غير المالية على تقديم الخدمات المصرفية وخير مثال على ذلك أصبحت شركات

[57] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص37.

التأمين وصناديق المعاشات والاستثمار كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية مما يدل على تراجع دور البنوك في مجال الوساطة" ونجد خلال فترة 1980-1995 انخفاض نصيب البنوك التجارية الأمريكية في تمويل الأصول المالية الشخصية من 50% إلى 18%وفي مقابل ذلك ارتفع نصيب المؤسسات المالية غير المصرفية إلى حوالي 42% ومنه بدأت البنوك التجارية في مختلف أنحاء العالم تدرك هده المنافسة القوية، ولاشك في أن أخطرها ما يجري من عملية إعادة هيكلة لأسواق رأس المال بما يمس آلياتها، إذ يتم التحول الآن من عقلية المصارف التجارية المشكلة على أساس مخاطر الائتمان فقط إلى عقلية مصارف الاستثمار المشكلة على أساس مخاطر السوق" [58].

ومنه لا يخفي أن للمنافسة تأثير قوى على الجهاز المصرفي حيث يمكن أن تزيد من كفاءته وتؤدي إلى تخفيض التكاليف وتحسين الإدارة وتخفيض العمولات وزيادة كفاءة تقديم الخدمات المالية وتحسين جودة الخدمة ولكن سيكون لها أيضا تأثير سلبيا على الكيانات المصرفية الضعيفة والبنوك الصغيرة وسيزداد الحاجة إلى وجود كيانات أخرى عملاقة تقوي على المنافسة في السوق المحلي والخارجي.

ج- الاندماج والاستحواذ المصرفي:

لعله نتيجة للمنافسة القوية التي حدثت في البنوك التجارية من المؤسسات غير المصرفية في مجال الخدمات التمويلية قامت بعض البنوك بالاندماج فيما بينها حيث أصبحت عملية الاندماج المصرفي ظاهرة عالمية تأثرت بها كل البنوك فوصلت عمليات الدمج المصرفي في عام1997، 1.6تريليون دولار، وعام 1998 إلى 2 تريليون دولار[59] . ودوافع الاندماج المصرفي كثيرة من أهمها تحقيق وفورات الحجم، ودوافع النمو والتوسع وتحسين الربحية، زيادة القدرة على المنافسة العالمية في إطار تحرير الخدمات المصرفية إضافة على ذلك مواجهة المخاطر لأنه من المتوقع أن تزداد المنافسة في صياغة الخدمات المالية على الصعيد الدولي وخاصة في ظل التحقيق المتزايد للقيود المفروضة على البنوك ومن المتوقع أن تزداد حركة الاندماج بين البنوك وبين شركات التامين في دول القارة الأوروبية 1999.

---

[58] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص100.
[59] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص42.

منه إن إعادة الهيكلة التي حدثت في صناعة الخدمات المالية مؤخرا قد أزالت الكثير من الفروق التي كانت موجود بين المؤسسات المصرفية وغير المصرفية، كما أنها جعلت صناعة الخدمات المالية أكثر تجانسا وتكاملا وارتباطا وقوة في حركتها على الصعيد الدولي.

ومما سبق ذكره يمكن استخلاص بعض الانعكاسات السلبية والايجابية للعولمة المالية على القطاع المصرفي على التوالي، حيث نجد أن تحرير التعامل في الخدمات المصرفية أدى إلى خلق نوع من المنافسة غير المتكافئة بين المصارف المحلية والعالمية التي لا تزال غير مهيأة لمواجهة هده المنافسة نظرا لمحدودية أحجامها وضعف إمكانياتها الاقتصادية، وتوضع خدماتها بالمقارنة بالمصارف الأجنبية فلم تجد هذه الأخيرة صعوبة في خطف العمليات التمويلية الضخمة من أفواه المصارف المحلية وذلك بسبب فارق الإمكانيات وتوافر التقنيات الحديثة المتقدمة وسرعة اتخاذ القرارات إلا انه نجد من ناحية أخرى أن عملية تحرير التعامل في الخدمات المصرفية سوف يعمل على رفع كفاية وفعالية المؤسسات المصرفية باستخدام أحدث التقنيات المتاحة في العالم والتعرف على أفضل الأساليب الإدارية والمحاسبية والاستفادة من تراكم الخبرة لدى المصارف الأجنبية [60].

3-التغيرات الهيكلية لأسواق المال الدولية

شهدت الأسواق المالية الدولية نمو سريعا وتغير مؤسسيا كبيرا منذ السبعينات والثمانينات، وأصبحت الأسواق المالية الوطنية أقل تجزأ والمراكز المالية الرئيسية أكثر تكاملا، وذلك نتيجة للتغيرات الهيكلية التي شهدتها أسواق المال الدولية، والمتمثلة أساسا في الثورة العلمية، التحرير المالي، الهندسة المالية.

3-1-الثورة العلمية

لاشك في أن التطور الكبير الملحوظ الذي طرأ على وسائل الاتصال بظهور الثورة العلمية والتي تتجسد في ثلاث ثورات و هي ثورة المعلومات والاتصالات والتكنولوجيا في القرن العشرين،

---

[60] علاء الدين زعتري، **العولمة و تأثيرها على العمل المصرفي الإسلامي** ، 19 أيار 2002، الموقع: www.kantakji.org

ونموها بشكل هائل في الحقبة الأخيرة منه، و بداية الحقبة الأولى من القرن الحادي والعشرون، قد أثر بشكل واضح في الأنشطة الحياتية، وبدء التحول التدريجي من الأنشطة العادية إلى الأنشطة الالكترونية، وخصوصا مع تعاظم الاستفادة من إمكانيات شبكة المعلومات.

أ- مفهوم الثورة العلمية في المعلومات والاتصالات والتكنولوجيا

تمثل الثورة العلمية في المعلومات والاتصالات والتكنولوجيا مرحلة من مراحل التطور التكنولوجي امتزجت فيها ثلاث ثورات هي[61]:

- **ثورة المعلومات:** وتتمثل في الانفجار المعرفي الضخم في ذلك الكم الهائل من المعرفة، في أشكال تخصصات عديدة وتضاعف الإنتاج الفكري في مختلف المجالات، وظهور الحاجة إلى تحقيق أقصى سيطرة ممكنة على حجم المعلومات المتدفقة وإتاحته للباحثين والمهتمين ومتخذي القرارات، في أسرع وقت وبأقل جهد عن طريق استخدام أساليب وبرامج معاصرة في تنظيم المعلومات، تعتمد بدرجة أولى على الحاسوب واستخدام التكنولوجيا الاتصالية لمساندة مؤسسات المعلومات ودفع خدمتها لتصل عبر القارات.

- **ثورة وسائل الاتصال:** المتمثلة في تكنولوجيا الاتصال الحديثة، التي بدأت بالاتصالات السلكية واللاسلكية، مرورا بالتلفزيون والنصوص المتلفزة وانتهت الآن بالأقمار الصناعية والألياف البصرية والانترنت.

- **ثورة الحاسبات الالكترونية:** وتعني التطور الغير المتناهي في إنتاج أنظمة المعلومات المختلفة و في إدارة نظم وشبكات المعلومات، وقد اعتمدت نظم المعلومات المتطورة على ركيزتين هما الكمبيوتر أو الاتصالات أو ما يطلق عليه "COM and COM "(Computor and Communication).

إن هذه الثورات الثلاث قد أدت إلى سيادة نظم جديدة للمعلومات تنتقل، عن طريق ما يسمى بطريق المرور الضوئي السريع، والذي يمثل شبكة آليات ضوئية تربط المعلومات للدول كما تربط الطرق السريعة بينها، وتعتبر شبكة الانترنت الأمريكية الشهيرة أحسن مثال على ذلك، بحيث يتم تخزين معلومات واردة من 21 ألف شبكة معلومات، بشكل منظم و منسق يسهل عملية استرجاعها

---

[61] محمد إبراهيم منصور، **العولمة وتداعياتها على الوطن العربي**، سلسلة كتب المستقبل، بيروت، 2004 ، ص ص45-47.

بواسطة أي مستخدم، وذلك من خلال الحاسبات الالكترونية، كما تقوم بعد ذلك بواسطة تقنيات الاتصال المتطورة، التي توظف الهاتف والأقمار الصناعية في توصيلها إلى 33 مليون مشترك في جميع أنحاء العالم[62].

ب-حصاد الثورة العلمية في التكنولوجيا والمعلومات والاتصال على أسواق المال الدولية

نتيجة التطبيق الواسع لتكنولوجيا الحاسبات الالكترونية والاتصالات في الأسواق المالية، تمكنت هذه الأسواق من معالجة حجم أكبر من المعاملات، وحتى عام 1979 لم يكن التعامل في بورصة نيويورك يتسع لأكثر من 30 مليون سهم في اليوم، وإذا فاق هذا القدر تطلب إنجازه استمرار العمل فترة أطول بعد الوقت المقرر اعتياديا، إلا أنه نتيجة التطور التكنولوجي واستعمال الحاسب الآلي ارتفع حجم التعامل عام 1986 إلى حوالي 140 مليون سهم وقد بلغت المبيعات الذروة في سبتمبر 1986، إذ سجلت رقما قياسيا جديدا عن مستوى 240.5 مليون سهم في يوم واحد.

كما أدى استعمال التكنولوجيا المتطورة في أسواق المال إلى زيادة توصيل التطورات على نحو أسرع وأوسع، والاستجابة بسرعة أكبر للمعلومات الجديدة وابتكار أدوات وإجراءات وربط الأسواق التي تقع في مناطق مختلفة من العالم، وكانت النتيجة أن ازدادت التدفقات داخل أسواق رأس المال الدولية، بسرعة تفوق كثيرا معدل نمو الدخل القومي الاسمي في البلدان الصناعية الرئيسية، كما زاد المعدل اليومي لتداول العملات الأجنبية في الأسواق الرئيسية (لندن، نيويورك وطوكيو).

ويمكن إبراز أهم تأثيرات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على أسواق المال فيمايلي[63]:

- اتجاه العديد من الأسواق المالية نحو التحالف والاندماج لتشكيل سوق قادرة على مواجهة المنافسة المتزايدة، ومن أمثلة هذه التحالفات ما يحاول نازداك القيام به من زيادة تحالفاته العالمية، مثل نازداك اليابان، نازداك هونغ كونغ، نازداك سنغافورة...الخ بالإضافة إلى تشكيل la bourse de

---

[62] محي محمد سعيد، **ظاهرة العولمة- الأوهام والحقائق-**، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 2007، ص24.

[63] عمر عبدة سامية، **ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة**، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2003-2004، ص ص46-47.

Voleurs a revenu Variable globale سنة 2000 والتي تضم بورصة نيويورك، طوكيو، البورصة الأسترالية وبورصة باريس، بروكسل، أمستردام، تورنتو، هونغ كونغ، المكسيك وساو باولو.

- سيطرة المؤسسات المالية مثل شركات المضاربة، صناديق المعاشات ،شركات التأمين...الخ على الأسواق، حيث تدير هذه المؤسسات العملاقة اليوم، مبالغ كبيرة من المال تحركها باستمرار من سوق لآخر.

- ساعد التطور في تكنولوجيا الاتصال السلكية واللاسلكية التجار والمستثمرين من كل أنحاء العالم على تنفيذ أوامر فورية في أسواق أجنبية.

- الحصول على معلومات واقعية تسمح للمستثمرين بمتابعة الأسواق المالية، وتقيم أثر المعلومة عل ربحية استثماراتهم.

- سمحت التكنولوجيات المتطورة للحاسبات باستخدام أساليب جديدة للتغطية الآجلة ضد المخاطر.

- بسبب كبر حجم الاستثمار بالأسواق وقطاع الخدمات المالية، أصبحت رؤوس أموال تنتقل بدرجة كبيرة عبر الحدود الوطنية.

- ظهور مبادرات تنظيمية دولية تستهدف توحيد المحاسبة ومطالب الإفصاح المحاسبي والمعلوماتي عبر الأسواق العالمية ،مما يتيح الحصول على معلومات حقيقية عن المراكز المالية للشركات. كما ساهمت تكنولوجيا الاتصال والمعلومات في ظهور[64]:

-السمسرة الالكترونية:

هي أفضل تمثيل لأثر الانترنت على عمل الأسواق المالية، وتوفر للمستثمر إمكانية التداول والتفاوض على أوراقه المالية في الأسواق المتواجدة في مختلف أنحاء العالم، من على شاشة الكمبيوتر وانطلاقا من منزله، هذه السهولة في التداول مضافا إليها سوقا للأوراق المالية ذات التكنولوجيا العالية، قد شكلت شغفا حقيقيا للمدخرين فيما يخص القيم المتداولة في السوق المالية.

-المضاربة اليومية:

---

[64] المرجع نفسه، ص48.

شجعت التكنولوجيات الحديثة تنمية نشاط آخر في أسواق المال، وهو ما يعرف بالمضاربة اليومية وهو نشاط تداول يسمح للمستمرين بإجراء عمليات بيع وشراء من أجل تحقيق أرباح سريعة، ناجمة عن عدم الاستقرار اليومي لأسعار بعض الأوراق المالية، هذا النشاط يستدعي تعاملات كثيرة، سيولة كبيرة وكذلك الإلمام بتقنيات السمسرة الالكترونية وتكوين تكنولوجي متخصص.

-أنظمة التداول البديلة:

هي نظم تداول الكترونية خارج البورصة تسمح بالمعاجلة والمزاوجة الالكترونية لأوامر الشراء والبيع حسب قواعد وضعت مسبقا وتستعمل خصيصا من قبل المستثمرين التأسيسيين، ظهرت أنظمة التداول البديلة (SNA) في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1995 وخلال مدة قصيرة استطاعت أن تستحوذ على حصة سوقية تقدر ب 35% من أوامر التعامل على القيم المتداولة في نازداك، وحوالي 10% من أوامر بورصة نيويورك وأكثر هذه الشبكات شهرة Instinent والتي تديرها "رويترز"، Trade book islandو التي تديرها "bloomberg"، nesetrade archipelago/terra nova هذا بالإضافة إلى بعض الشبكات صغيرة الحجم.

ولم تقف هذه الشبكات عند هذا الحد، بل اتجهت بعضها إلى التحول إلى بورصات الكترونية فقد قدمت شبكة (ILE) طلب للجنة الأوراق المالية والتداول (SEC) من أجل تسجيلها كبورصة، وتقدمت trade pointو jiway بنفس الطلب في المملكة المتحدة، وبالتالي أصبحت شبكات الاتصال الالكترونية تهدد البورصات الراسخة بما توفره من تنفيذ أفضل للأوامر، وصفقات أرخص وبفعالية أكثر، مما يعزز الاتجاه نحو تقليل عدد البورصات التقليدية وبالفعل أعلنت Pacific EXchanges Archipelago SNA في منتصف مارس 2000 عن نيتهم في تشكيل البورصة الالكترونية الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية.

وتجدر الإشارة إلى أنه رغم ما توفره الابتكارات التكنولوجية من إمكانيات وطرق تعامل ومتدخلين جدد في السوق، في نفس الوقت تحدث تقلبات كبيرة في السوق المالية، مما يفرض على هذه الأخيرة مواجهة تحدي استيعاب هذه الابتكارات من خلال تأطير فعال للسوق يسمح بحماية المستثمرين.

3-2-التحرير المالي

يعد التحرير المالي ظاهرة حديثة نسبيا وقد بدأت منذ بداية عقد الستينات في العديد من الدول المتقدمة ثم تلتها الدول المتخلفة من خلال الإصلاحات والتحول الاقتصادي، الذي شمل مجموعة من الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية.و يمكن أن نعرف التحرير المالي على أنه حالة مرور من التقييد إلى حالة من التحرير، وهذا يتطلب إزالة عدد معين من القيود أهمها مايلي:

- التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع.
- رقابة إدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينة، وتقديم قروض لبعض القطاعات بأسعار فائدة تفضيلية.
- فرض قيود صارمة على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية سواء كانت تدفقات داخلية أو خارجية.

"كما يقصد بالتحرير المالي محاولة تخفيف القيود الحكومية على المؤسسات المالية وعلمها وأدواتها"[(65)]. أما التحرير المالي بالمعنى الواسع هو "مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كليا[(66)].

إذن يمكن أن نعرف تحرير أسواق الأوراق المالية بأنه يتضمن حذف كل القيود ضد حيازة المستثمرين الأجانب للأوراق المالية للشركات المحلية والمتداولة والمسعرة في بورصة القيم المنقولة وإلى الحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد مع توفير حرية دخول وخروج في عمليات الوساطة المالية.

وهناك عدة أهداف تستهدفها سياسات تحرير الأسواق المالية عبر العالم من أبرزها[(67)]:

- تحقيق فعالية أعلى وكفاءة أكبر لعمل الأسواق المالية عبر العالم بهدف تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل اقتصادياتها وزيادة معدلات الاستثمار فيها

---

[65] جميل السرمد كوكب، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، الحامد للنشر و التوزيع بغداد، 2001، ص39.

[66] حسن كريم حمزة، **العولمة المالية والنمو الاقتصادي**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان،2011، ص54.

[67] حريدي عبد الغاني، **اثر التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية-دراسة حالة الجزائر** - ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، 2006-2007، ص42.

وزيادة فرص وصول المستثمرين والمقترضين المحليين إلى مجالات الاستثمار ومصادر التمويل الدولية.

- تتزامن سياسات تحرير الأسواق المالية مع النزعة الشديدة نحو تحرير التجارة الدولية، وإضفاء الطابع الدولي للمعاملات المالية.
- تعزيز درجة المنافسة فيما بين الأسواق المالية عبر العالم، للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية.

بناءا على ذلك يمكن القول بأن تحرير الأسواق المالية عبر العالم يهدف إلى جعل هذه الأسواق تعمل بكفاءة أعلى وفعالية أكبر، إذ تكون لديها القدرة على المنافسة مع بقية الأسواق المالية الدولية. كما نتج عن تحرير الأسواق للدول المتلقية والدول المصدرة لرأس المال تزايد في تكامل الدول النامية مع النظام المالي الدولي، حيث عمدت كثير من الدول النامية على فتح أسواق الأوراق المالية وتحريرها من القيود والسعي لاستيعاب المستجدات في الأدوات والمؤسسات المالية. حيث أدى فتح أسواق الأوراق المالية إلى تطورات عميقة وسريعة فيها وبالتالي كان عليها أن تعمل على زيادة جاذبية أسواقها وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية واجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية، الأمر الذي ترتب عليه ظهور ما يسمى بالأسواق المالية الناشئة

ويمكن أن يطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ سوق ناشئ إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين[68]:

- إذا كان تواجد هذا السوق في اقتصاد نامي.
- إذا كان السوق ذاته بصدد نمو من حيث الحجم وجودة الأدوات.

3-3-الهندسة المالية

إن ظهور الهندسة المالية وأدواتها أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكارات متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد، انطلاقا من الدور الذي تلعبه وتؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية إذ أن الغرض الأساسي لها هو التحوط ونقل المخاطرة. إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الماضية ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة ولازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالاتها مستمرة وبصورة متزايدة حتى الآن.

---

[68] مرجع نفسه، ص43.

فالهندسة المالية "تعني التصميم والتطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة" أو هي "الصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل" والتعريف المتقدم يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة هي[69]:

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقة الائتمان.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية والتجارة الالكترونية.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعادة الصيغ التمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة.

ولقد انعكست آثار الهندسة المالية جليا في أسواق المال الدولية حيث ساهمت في ابتكار صكوك جديدة تطور هيكل الأسواق المالية، حيث تنقسم هذه الصكوك إلى فئتين عامتين، صكوك لخلق الائتمان أو السيولة، وصكوك لتحويل المخاطر، وفي الفئة الأولى كانت زيادة استخدام الأصول القابلة للتبادل التي يصدرها المقترض مباشرة (التحويل إلى سندات) هي أهم عنصر، وإلى جانب هذا التحول من الائتمان المصرفي إلى السندات شملت عملية التحويل إلى سندات تجميع أصول لم تكن من قبل قابلة للتبادل (مثل الائتمانات المصرفية والرهونات ومستحقات الشركات) في أصول قابلة للتداول.

وجرت ابتكارات تحويل المخاطر في مجال صكوك التغطية الآجلة مثل الخيارات المالية والعمليات الآجلة المالية ومقايضات أسعار الفائدة والعملات، وتتداول مثل هذه العقود في بورصات أمستردام وشيكاغو وفرانكفورت ولندن ونيويورك وباريس وسنغافورة وطوكيو، ويسمح تحسين فرص التغطية في الأسواق بتحمل تقلبات أسعار أكبر مع المحافظة على حجم السيولة وحجم الوساطة، غير أن هذه الصكوك تسمح كذلك للمستثمرين بتحمل مخاطر إضافية مما قد يضعف الوساطة المالية ويؤدي إلى سرعة تغير أكبر في الأسواق المالية حيث في أكتوبر 1987-الاثنين الأسود- حاولت بعض المؤسسات المالية طرح ملايين الدولارات من المستقبليات لتعويضهم عن الخسائر

[69] سمير رضوان عبد الحميد حسن، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر**، دار النشر للجامعات، 2005، ص19.

التي لحقت بالأسهم العادية، إلا أن السوق لم تعد تستوعب الكم الكبير من المستقبليات وباءت محاولاتهم بالفشل[70].

4- أثر التغيرات الاقتصادية العالمية على أسواق رأس المال الدولية

تتأثر أسواق رأس المال الدولية بالتغيرات والأحداث التي تتم في الاقتصاد العالمي وذلك بدرجات تختلف وفقا لدرجة الارتباط والتكامل بين الأسواق، كما تختلف أيضا فيما بين الأسواق المتقدمة والأسواق الصاعدة، ومن الأمثلة على وجود ارتباط بين الأسواق العالمية ما حدث في أوائل شهر أفريل 2000 حيث بدأ كل من مؤشر دواجونز و مؤشر ناسداك في الهبوط الملحوظ وتسجيل معدلات مرتفعة في تقلب الأسعار وسجلا عائد سلبيا يقدر بنسبة 6% و 30% على التوالي خلال الفترة من 1-16 أفريل وقد تأثرت هذه الأسواق بالتطورات العالمية الحاصلة.

4-1-تزايد ترابط البورصات ونجاح قطاع تكنولوجيا المعلومات

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات في مناطق عديدة من العالم، وأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات، وتنويع محفظة الاستثمار ولقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تجديد الأدوات المالية وزيادة حجم التداول ،كما ترتب عن ذلك زيادة شركات الوساطة المالية وسماسرة الأوراق المالية ذات الطابع الدولي في أسواق الأسهم والسندات وأسواق العملات والعقود الآجلة، واستفادة البورصات من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات القومية والدولية.

والجدير بالذكر أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين البورصات الدولية، ونظرا لتشابك المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية والدولية[71]، تلعب بنوك الائتمان طويل الأجل وشركات التأمين وبنوك الاستثمار وصناديق التأمين والمعاشات وصناديق الادخار دورا هاما في الربط الدولي للبورصات واتجاهاتها للعالمية بسبب:

- التوسع في فروع الشركات متعددة الجنسيات.

---

[70] ضياء مجيد، **البورصات**، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص ص75-76.

[71] عمر عبدة سامية، مرجع سبق ذكره، ص 64.

- التوسع في نشاط البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.
- التوسع في أسواق القروض الدولية "أسواق السندات الدولية".
- انتشار الاستثمار الأجنبي المباشر والغير المباشر.

ولقد زاد بشكل ملفت ترابط الأسواق، فأصبحت أكثر تكاملا وترابطا وبشكل خاص في العقد التاسع من القرن الواحد والعشرون وحدثت قفزة هائلة في التدفقات المالية بين تلك الأسواق.

كما أن زيادة ترابط البورصات لم يقتصر على الدول المتقدمة فحسب، بل شملت الدول النامية حيث عرفت أسواق هذه الأخيرة ارتباط وثيقا بالأسواق الدولية، ففي دراسة للبنك الدولي عام 1997 لأكثر من 60 دولة نامية تبين أن أكثر من نصف هذه الدول قد تكاملت وارتبطت في السوق الدولية للخدمات المالية وتعاملت في الأسواق المالية الدولية منذ عام 1990[72].

ويرجع سبب ذلك إلى تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي والانفتاح على العالم الخارجي، سواء يتعلق الأمر بالتعامل التجاري أو المالي، أو تشجيع شركات متعددة الجنسيات على الدخول إلى أسواقها، بالإضافة إلى إعادة توظيف بعض عمليات الإنتاج في الدول النامية، الأمر الذي يمثل نقله نوعية وفعالة في استراتيجيات التنمية، هذا ما زاد ترابط أسواق الدول النامية مع الاقتصاد العالمي[73].

أما فيما يتعلق بالأسواق المالية العربية ومدى ارتباطها خارجيا مع الأسواق المالية الدولية فتبقي درجات الارتباط ضعيفة وهذا بسبب تدني حجم الاستثمارات العالمية وذلك كونها أسواق ناشئة وحديثة نسبيا، إضافة إلى أنها تفتقر إلى التنوع والعمق المطلوبين، مما يؤثر على عائد الاستثمار في تلك الأسواق وهذا ما يؤكد عدم جاذبية الأسواق المالية العربية للمستثمر الأجنبي[74].

---

[72] طارق عبد العال، **التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2003، ص19.

[73] عمر صقر، **العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2003، ص9 .

[74] تشام فاروق، **العولمة المالية وأثرها على القطاع المصرفي ونمو الاقتصادي، في بلدان العربية**، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير، جامعة وهران، 2003/5/14/12، ص15.

أما فيما يتعلق بقطاع تكنولوجيا المعلومات فلقد بدا نجاحه واضحا من خلال أنشطة الاندماج والاستحواذ التي تمت بين الشركات المتعددة الجنسيات على المستوى العالمي في قطاعات المواصلات والتقنية والاتصالات وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا حيث كانت السوق الأمريكية واليابانية والأسواق الأوروبية أكثر الأسواق جاذبية لاهتمامات المؤسسات المالية وشركات إدارة الاستثمار.

4-2- سلبية أداء الأسواق الناشئة وتراجع عمليات الاندماج

لقد تأثر أداء الأسواق الناشئة سلبيا بالتقلبات السلبية التي شهدتها الأسواق العالمية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية المتقدمة، حيث يسهل انتقال هذا التذبذب في الاقتصاد والبورصة عبر مختلف آليات التجارة والسياحة والاستثمار المباشر والغير المباشر، فقد شهد مؤشر أسعار IFCG انخفاضا لأغلبية الأسواق بدول أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا ودول أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا، ولقد بلغ متوسط التغير في مؤشر الأسعار بالانخفاض للأسواق ككل وفقا لمؤشر IFCG حوالي 30% وهو ما يعني تدهورا في أغلبية مؤشرات الأسعار للأسواق الصاعدة بوجه عام[75] . أما عمليات الاندماج فقد تراجعت بين الشركات العملاقة في البلدان المتقدمة المختلفة وبخاصة في أوروبا والولايات المتحدة، تلك الاندماجات التي كانت السبب الرئيسي في رفع قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم خلال النصف الثاني من تسعينات القرن العشرين على نحو استثنائي، كما كانت السبب في رفع حصة الدول الصناعية المتقدمة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم من 56% عام 1997 إلى 82.3% من تلك الاستثمارات في عام 2000، بحيث أصبح التوزيع النسبي للاستثمارات الأجنبية المباشرة في عام 2000 هو 82.3% للدول الصناعية المتقدمة ونحو 15.9% للدول النامية، ونحو 1.8% للدول الاشتراكية السابقة في أوروبا الوسطى والشرقية[76].

4-3- تزايد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة

---

[75] محمد بن سعدو الجرف، **أثر التغيرات الاقتصادية العالمية (العولمة) على أسواق رأس المال الدولية**، قسم الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة ،2004، ص6.

[76] مرجع نفسه، ص7.

هناك فرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتتجلى هذه الفروقات فيمايلي:

- الاستثمار الأجنبي المباشر هو الذي يتجسد واقعيا من خلال سعي القائم به تحقيق التمتع بحق الإشراف والرقابة وليس فقط تحقيق الأرباح مقارنة بالاستثمار المحفظي الذي يسعى من وراءه فقط تحقيق الأرباح.
- إن القائم بالاستثمار المباشر والذي يتمتع بحق الإشراف والرقابة يتحمل مسؤولية ما يتحقق من نتائج المؤسسة المعنية بذلك سواء كانت أرباح أو خسائر وذلك بشكل جزئي أو كلي، تبعا لنسبة من رأس المال التي ساهم بها في تلك المؤسسة، مقارنة بالقائم بالاستثمار المحفظي الذي لا يمكنه تحمل المسؤولية لكونه لا يتمتع بالحق في الأداة واتخاذ القرارات....الخ.
- الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن اعتباره وسيلة تمويل حديثة كونه غير منشئ للمديونية فهو يحقق علاقات دائمة ومتينة مع المؤسسة في البلد المضيف، لا يقتصر على مجرد الحصول على الأرباح بل تتعداها إلى إستراتيجية البحث عن نمو المؤسسة وهو بذلك يختلف عن الاستثمار المحفظي الذي يخص مجرد امتلكا أوراق مالية من أجل الحصول على دخل مالي سريع أو امتلاك حصة من رأس المال مؤسسة ما، حيث يهدف من وراءه تحقيق عائد.
- الاستثمار الأجنبي المباشر هو بمثابة رؤوس أموال تم نقلها وتحويلها لغرض تجسيدها في أصول حقيقية خلافا للاستثمار المحفظي البسيط، الذي قد يتخذ شكل المشاركة في تكوين رأس المال ثابت للمؤسسة[77]. ولقد زادت التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وذلك للأسباب التالية:
- **انخفاض معدلات الفائدة العالمية:** يشير الاستثمار الأجنبي المباشر في محفظة الأوراق المالية إلى ارتفاع معدلات الفائدة في البلدان المتطورة نتيجة للتنافس في الأسواق المالية مما ساعد على تحويل المستثمرين لأموالهم في المحافظ المالية إلى بلدان أقل معدلات فائدة.
- **عوامل في الدول المتقدمة:** ساهمت بعض التطورات الأخيرة داخل الدول ذات التطور الصناعي العالي في عولمة الأسواق المالية، وتتضمن هذه التطورات الإلغاء السريع للقيود التنظيمية في أسواقها المالية. كل هذه العوامل ساهمت بتزايد الاستثمار في محفظة

---

[77] فارس فضيل، **أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر مع دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر والمملكة السعودية**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، فرع تحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، مارس، 2004، ص18.

الأوراق المالية هذا الأمر سمح بانتقال رؤوس الأموال اتجاه أسواق المال لدول النامية التي حققت نجاحا كبيرا في برامجها للإصلاح الاقتصادي، وحققت معدلات نمو مرتفعة أصبحت معها مغرية لتدفق رؤوس الأموال إليها ومن بين هذه الدول التي اجتازت تجارب الإصلاح الاقتصادي بنجاح وأصبح لديها أسواق مال نشطة وناشئة: الأرجنتين، البرازيل، تايوان، وتايلاند، فنزويلا، وسنغافورة، وتركيا، والبرتغال، والهند واندونيسيا وماليزيا والمكسيك واليونان، الصين وهونغ كونغ، وشيلي وكوريا الجنوبية. وتعتبر أسواق تلك الدول أهم الأسواق المالية النامية الصاعدة التي تلقي قبولا من المستثمرين الأجانب للاستفادة من النمو المرتفع بها والحصول على أفضل ربح.

خاتمة الفصل:

حسب ما سبق ذكره يمكن القول أن عولمة أسواق المال هي ظاهرة حديثة العهد نسبيا لكن عند الغوص في معانيها نجد أن جوهرها هو تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود سنلاحظ أنها ظاهرة كانت ملازمة لمسيرة نشأة وتطور النظام الرأسمال، دون أن نتجاهل أن في تلك المسيرة لم يكن التكامل بين الأسواق المالية مثلما ما هو في الوقت الراهن من حيث تقارب أسعار الفائدة المحلية والعالمية ومعدلات العائد على الاستثمارات المالية واختلاف الظروف من حيث سرعة تنقل رؤوس الأموال، حجم التدفقات ، تنوع الأدوات المالية كما كانت عليه وهذا ما جعل منها ملتوية الجذور لأن تدفق التيارات المالية فيما بين الدول هي ظاهرة قديمة من خلال حركات رؤوس الأموال وتصديرها وهذا ما عرف بمشوار رأس المال المالي إلى غاية ما انتشر في كافة أرجاء المعمورة في صعيد دولي، وهو الذي يشكل القاعدة التي ارتكزت عليها العولمة المالية، لكن الانفجار والنشوء الفعلي للمصطلح في حد ذاته والذي حمل في طياته معنى التكامل نتيجة الربط كان في بداية الستينات بظهور محركات جديدة قوية وفعالة كانت أساس لربط أسواق المال الدولية وتكاملها نتيجة التطور التكنولوجي الحاصل وبما أن الظواهر الاقتصادية مرتبطة ومتشابكة فيما بينها لا يمكن فصل الساق عن الجذر وهذا ما جعل منها غموض في البناء و كان دافعا قويا للبحث عن حقيقتها.

إذن من خلال المناخ المالي الحديث حصلت تغيرات جوهرية في أسواق رأس المال الوطنية والدولية وذلك بدءا بالبنوك ثم على النشاط المالي وصولا إلى المؤسسات المالية غير المصرفية ومنه فقد حقق التغير الجذري في طبيعة أسواق رأس المال بوجه عام منافع غير مسبوقة، وغير أيضا ديناميكيات السوق وبالتالي فقد أثرت عولمة أسواق المال بشكل كبير في خريطة المال وخصوصا المنطقة القوية منها، وهذا ما قادنا للجزم بأن الاندماج المالي أو العولمة المالية أو الشمولية أو عولمة أسواق المال أي كانت التسمية خلقت آثارا بدورها شاملة، على الاقتصاد والمالية في وقت واحد، ويختلف وقع هذه الآثار من اقتصاد لآخر حسب درجة الاندماج وطبيعة

الاقتصاد غير أنها كلها تلتقي في الثورة التي أحدثتها على الصعيد النظري من حيث المفاهيم والسياسات والآليات فبعد أكتوبر 1987 ظهر الوجه الآخر لعولمة أسواق المال ولم تعد التحاليل مقتصرة على ما عُدَّ امتيازات يطرحها السوق المالي العالمي الموحد، كما لايمكن تقييم الآثار جزافا، ولكن ذلك يرتبط بمعطيات ميدانية ينبغي أن تكون دقيقة، محايدة، موضوعية، وبما أن تيار الاندماج المالي ليس عابرا أو ماضيا، إنما هو صيرورة متواصلة فمن غير المعقول التسرع في إصدار أحكام هي أقرب إلى الأيديولوجية منها إلى الواقع وهناك دراسات جادة لمحاولة تقييم أثر التحرير، الاندماج، والمالية الجديدة على الصعيد الدولي ويمكن على العموم إجمال ما أحدثته المالية الشاملة من تغييرات في الأسباب و النتائج على مختلف الاقتصاديات في الفصول اللاحقة.

الفصل الثـانـي

مفارقات أسواق المال من جانب المخـاطــر

الفصل الثاني:مفارقات أسواق المال من جانب المخاطر.

مقدمة الفصل:

عولمة أسواق المال هي انعكاس لاقتصاد يتعولم في جميع الميادين خاصة المالية، فهي بعيدا عن الصورة الاعتيادية ليست مجرد خريطة مالية معقدة عبر خطوط الطول و دوائر العرض المالية، تسيطر عليها وحدة الزمان و المكان و العمليات، مفاتيحها أدوات و أسواق مالية متجددة و متحررة، و إن كان هذا ما يعبر عن المظهر الذي يبرز للعلن، إلا أنها في الجوهر تعبر عن تطلعات رأس المال المالي الدولي. فبشكل متسارع دخل الاقتصاد الدولي محيط المالية الشاملة نحو تغيير عميق في العلاقات الدولية و مشهد جديد تبدو فيه المفاهيم أكثر غموضا و السياسات أكثر تعقيدا.

و لكن التساؤل حول عمق هذا الاقتصاد الدولي و ما يتصف به من فترات استقرار أو اضطراب و فوضى و عدم انضباط و ما ينجر عن ذلك من مخلفات تحيل إلى إمكانية أن نكون أمام اقتصاد عالمي للمضاربة يأخذ فيه الصرف و الاقتصاد ذاته صفة المالية و يمر التعديل عبر المالية و يتضخم الاضطراب لتنفجر أزمة مالية تكبح الخطاب الإدعائي المغري بانفتاح يجلب بدائل تمويلية من جملة مزايا محتملة.

إذن من آخر نقطة توقفنا عندها في الفصل الأول نحاول عرض الفصل الثاني، ففي كثير من الحالات يصعب الفصل بين السبب و النتيجة لأن السببية في الحالة المتغيرة و المتطورة زمنيا تكون نسبية، فهناك مجموعة من الانعكاسات و الآثار التي أفرزتها عولمة أسواق المال و تفاعلاتها على الصعيد الدولي على مستوى الدول المتقدمة و النامية على حد سواء و الشاملة من حيث النواحي المختلفة و المنصرفة إلي التغيير لذلك سوف ينطوي هذا الفصل الثاني على ثلاثة مباحث متكاملة تأتي فيمايلي:

I – مخاطر أسواق المال التقليدية.

II- مخاطر المناخ المالي الدولي الحديث.

III- مخاطر عولمة أسواق المال و الأسواق الناشئة.

I – مخاطر أسواق المال التقليدية.

يمثل الاستثمار احد مكونات دالة الطلب الفعال في النظرية الاقتصادية إلى جانب متغير الاستهلاك و يتسع مفهومه ليغطي مجالات واسعة من الأنشطة الاقتصادية، فهناك الاستثمار الحقيقي وهو الإنفاق على شراء أو تكوين الأصول المستخدمة في العمليات الإنتاجية و الاستثمار المالي الذي يعبر عن كل عملية يراد منها شراء الأصول المالية، ففي هذا المبحث سيتم استعراض أساسيات الاستثمار المالي بالتطرق لأسس اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، فضلا عن الإشارة إلي استراتيجيات الاستثمار في ظل فروض كفاءة السوق و هذا لمعالجة عنصرا حيويا يهم كافة الأسواق المالية والمتعاملين فيها وهو البحث نسبيا عن أفضل نموذج لتقدير المخاطر المنتظمة لاعتباره المؤشر الحقيقي لأسواق الأوراق المالية والذي يعكس تقديرات المتعاملين وتوقعاتهم للعائد المطلوب على السهم من أجل تحديد الأسعار الحقيقية لهذه الأسهم، فبذلك هو يعبر بدقة عما يجري في هذه الأسواق إذا ما تم تقديره بشكل دقيق باعتباره الأداة التي تقيس المخاطر التقليدية في سوق المال .

1- أسواق المال التقليدية بين المفهوم و العوامل المفسرة

من الناحية النظرية يمكن تقسيم نشأة أسواق الأوراق المالية إلى أربع مراحل إلا أنها تتميز بنوع من التشابه في الخصائص و درجة من التداخل:

المرحلة الأولى و المتمثلة في قيام بورصات البضائع و الثانية هي مرحلة التعامل بالأوراق المالية، الثالثة مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي و على قارعة الطريق و الأخيرة هي مرحلة استقلال أسواق المال بمبانيها و أنظمتها الخاصة بها[78] .

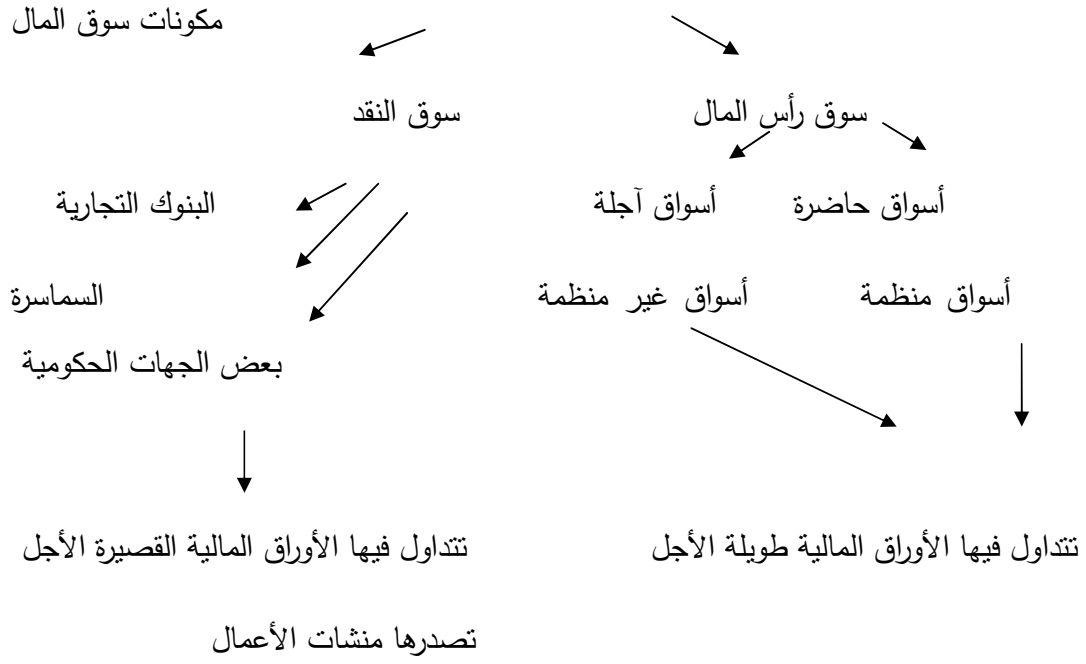
وعادة ما يطلق على سوق المال بسوق الأوراق المالية، أي الأسهم والسندات وهو المفهوم الضيق والمعروف بالبورصة وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل

---

[78] احمد بوراس، **أسواق رأس المال**، مطبوعات جامعة منتو ري قسنطينة، 2002-2003، ص67.

الأجل فقط غير أن المفهوم الشامل لسوق المال هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد والمخطط التالي يوضح الشكل العام لأسواق المال :

شكل رقم04 : الشكل العام لأسواق المال



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **الأسواق و المؤسسات المالية**، طبع و نشر و توزيع الدار الجامعية، 2001، ص 257.

وبما أن المؤسسة الحديثة أصبحت تتميز بعدة خصائص منها كبر الحجم (رؤوس أموال ضخمة)، التوسع في النشاط، تنوع المنتجات (للقضاء على المخاطر)، كل هذا بتطلب سيولة ضخمة، مما أدى بالبحث عن وسائل التمويل وخاصة الطويلة الأجل، هذا من جهة ومن جهة أخرى هناك أفراد ومؤسسات مالية (بنوك، شركات التأمين، شركات توظيف الأموال...) توفر على ادخار ضخم (سيولة مجمدة) تنتظر التوظيف من هنا تأتي أهمية السوق المالي في التقاء الطرفين.

إذن مما سبق يتضح أن " سوق المال هو الجهاز أو المجال الذي تتم من خلا له الاتصال بين الوحدات ذات الفائض وذات العجز" [79] وهذه الوحدات هي في تغيير مستمر نظرا لتغير الظروف والإمكانات والتقنيات وبما أن التطور الاقتصادي لأي دولة لابد من أن بصاحبه تطور ماليا موازيا في شكله وقوته ممثلة في الدخل القومي أو معدل الدخل للفرد،كان ذلك أساس لمزيد من التطور في المجال النقدي والمالي ومنه يمكن أن نستخلص أن الأسواق المالية منذ نشوءها مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للدول كالأتي:

- تميزت بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة .

- تميزت بظهور المصرف المركزي .

- ظهور المصارف في الإقراض متوسط وطويل الأجل من خلال إصدار سندات لتمويل المشروعات (صناعية، زراعية، عقارية).

- اتسمت بظهور الأسواق النقدية المحلية والاهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدار السندات وزيادة نشاط الأوراق التجارية وهذا يعتبر بداية إندماج السوق النقدي في السوق المالي وبداية لظهور الأسواق الثانوية .

- مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي في داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة .

ادن يمكن تعريف السوق المالية بأنها سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات التي اعتبرت مصدر من مصادر التمويل يلجا إليها لتمويل الاستثمارات أو لتغطية العجز و ينتج عنها دين على عاتق الهيئة المصدرة (سندات)أو مشاركة في الملكية من قبل المستثمرين (الأسهم) وهناك نوع ثالث يقع بينهما بالإضافة إلى ظهور ما يعرف بالإبداعات المالية في السنوات الأخيرة، وتتجدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب ويتم التداول فيها على صورتين في شكل عمليات عاجلة حيث يتم

---

[79] احمد ابوالفتوح الناقة، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية (مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية)**، نشر مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، سنة 1998، ص16.

تصفية العملية مباشرة ويستلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري في صورة عمليات آجلة ويتم عقدها مباشرة إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد قادم

2- أساسيات الاستثمار في سوق المال: العائد والمخاطرة.

هناك ارتباط وثيق بين العائد على الاستثمار والمخاطر المحيطة بذلك وهذا الارتباط هو طردي واضح فكلما ارتفعت درجة مخاطر الاستثمار فإن العائد عليه يكون مرتفعا والعكس صحيح.

2-1-العائد على الاستثمار و قياسه في الأسهم العادية :

إن السهم العادي كما هو معروف هو عبارة عن صك ملكية له أربع قيم، قيمة اسمية وهي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم المسلمة للمساهم وهي محددة في القانون الأساسي للشركة[80] حيث ترى بعض التشريعات بأن لا تقل القيمة الاسمية للسهم عن مبلغ معين والذي على أساسها توزع الأرباح على المساهمين، أما الثانية فهي القيمة السوقية وهي عبارة عن السعر الذي يباع به في الأسواق[81] وبذلك فهي تتميز بعدم الاستقرار ، تتقلب باستمرار تبعا لتغيرات وتوقعات المستثمرين بخصوص عائد ومخاطر الاستثمار بالأسهم وتعتبر القيمة السوقية للسهم العادي التقييم الحقيقي له إذ تتوقف هذه القيمة على العائد المتوقع تولده نتيجة الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر[82] أما القيمة الثالثة فهي القيمة الدفترية وهي القيمة الناتجة من قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم في نفس التاريخ وتشمل حقوق المساهمين على رأس المال المدفوع والاحتياطات بأنواعها والأرباح المحتجزة[83] و الأخيرة هي القيمة الحقيقية وهي النتيجة المعقولة أو القيمة العادلة للسهم والتي تبرزها الموجودات والأرباح الموزعة وربحية السهم الواحد وهذه القيمة تحسب من خلال جمع توزيعات الأرباح و العوائد الرأسمالية الناتجة عن

---

[80] حبار محفوظ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، الجزء 2، الطبعة الأولى، مطبعة دارهومة 2002، ص10.

[81] المرجع نفسه، ص12.

[82] رسمية قرياقص، **أسواق المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية 1999، ص20.

[83] طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000، ص257.

الاستثمار في السهم العادي في نهاية فترة الاحتفاظ، إذا مما سبق يمكن تعريف العائد بشكل عام على أنه المقابل الذي يطمع المستثمر الحصول عليه مستقبلا نتيجة لاستثمار أمواله، فالمستثمر يتطلع دائما إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه[84]، ومن هنا لابد أن نفرق بين نوعين من العوائد العائد المتوقع وهو العائد غير المؤكد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه نتيجة استثماره مقابل تعرضه لخطر معين وهو يشير إلى المبلغ الذي يلخص الجدوى الاقتصادية من حيازة الورقة المالية لمن يفكر في شرائها أو بيعها بالنسبة لمن يملكها. وبعد قياس هذا النوع من العوائد بالنسبة لمختلف الأوراق المالية تعد نتائج القياس بمثابة النقطة الحاسمة في اتخاذ القرار الاستثماري، أما العائد الفعلي وهو العائد المؤكد الذي حصل عليه المستثمر فعلا نتيجة استثماره ومن خلاله تم المفاضلة بين الأسهم وهو يتكون من جزأين، توزيعات الأرباح الفعلية وهي ذلك الجزء من صافي الدخل الذي يقرر توزيعه على المساهمين والذي يعبر عنه كنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم .والعائد الرأسمالي وهو العائد الذي ينشأ من الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعيه خلال مدة الاحتفاظ به ويحسب معدل العائد الفعلي السنوي للسهم العادي وفقا للمعادلة التالية[85]:

$$R_{it} = D_t + (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

حيث أن:

R_{it} =العائد السنوي للسهم(i) .

D_t= توزيعات الأرباح للسهم(i)في نهاية السنة.

P_t=سعر السهم(i)في نهاية السنة.

P_{t-1}= سعر السهم(i)في بداية السنة.

---

[84] حسنى علي خربوش وعبد المعطي أرشيد ومحفوظ جودة، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، الأردن، 1995، ص115.

[85] Fred R.Kean, corporate finance, basil black tnc, cambridge, USA ,1995.

وبما أن القرارات الاستثمارية لا تعتمد على العائد من هذه الاستثمارات فحسب فلا بد أن تأخذ المخاطر بعين الاعتبار لأنها موجودة في البيئة التي تعمل فيها شركات الأعمال والمال.

2-2-مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية (بالأسهم العادية) :

تعد المخاطرة احد متغيرين رئيسين – إلى جانب العائد-في معادلة اتخاذ القرارات الاستثمارية، كقرار الإنفاق الرأسمالي و قرار المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية و تتأتى المخاطر من حالة عدم التأكد بشان التدفقات النقدية المتوقعة بسبب عدم ثباتها و تقلبها مع مرور الوقت، أو بسبب تعدد احتمالات تحققها ضمن إطار التوقع المرصود لها[86] وإذا تمكن المستثمر أو المحلل من معرفة كيفية قياس و تسعير المخاطر المالية بشكل دقيق فبإمكانه عندئذ تسعير الأصول الخطرة بكفاءة.

كما يمكن تعريف المخاطرة بأنها تنشأ عن ظاهرة حالة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقيق أو عدم تحقيق العائد المتوقع على الاستثمار ذلك لأن الأهداف التي يسعى إليها المستثمر يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظر الحصول عليها من استثماره[87]، كما تعرف أيضا بأنها ببساطة احتمالات حدوث الخسائر[88]، و تشير بعض التعاريف إلى الخلط مابين مفهوم المخاطر وعدم التأكد إذ تستخدم كمترادفين وأن الفرق بينهما يتمثل في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق العوائد مستقبلا، فالخطر هو حالة يؤدي فيها متخذ القرار إلى واحدة من مجموع نتائج ممكنة. إذ يتوفر لمتخذ القرار معلومات تاريخية تعرفه جزئيا باحتمالات حدوث هذه النتائج مستقبلا، أما عدم التأكد فهي حالة يؤدي فيها متخذ القرار إلى مجموعة من النتائج الممكنة لكن احتمال حدوث كل منها غير معروف بسبب عدم توافر المعلومات التاريخية لمتخذ القرار للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للعوائد مستقبلا.

---

[86] شمس الدين أشرف، **أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية**، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، بورصة أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر2005، ص20 .

[87] محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، عمان، الأردن، 1993، ص21.

[88] محمد صالح جابر، **الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة 2005، ص80.

أ - **تصنيف المخاطر:**

تتأتى في مقدمة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر مخاطر سعر الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر النشاط و الدورات التجارية، مخاطر التضخم و التوقف عن سداد الالتزامات و المخاطر الإدارية، حيث ترتبط المخاطر عموما بعدم اليقين المحيط بنتائج الأحداث المستقبلية ووفقا لهذا المفهوم فإن المخاطر الكلية المرتبطة بالاستثمار تتكون من عنصرين:

- المخاطر النظامية ويمكن تعريفها بأنها مخاطرة تصيب كل الموجودات الحادثة في السوق، بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل[89]، كما تعرف أيضا بالمخاطر المتعلقة بارتباط الورقة المالية بباقي الأوراق المالية الموجودة بالسوق ولذلك فقد تسمى بالمخاطر السوقية ويجبر المستثمر على تحمل هذا النوع من المخاطر ولا يمكن القضاء عليها بالتنويع لذلك قد تسمى بالمخاطر غير القابلة للتنويع [90]وبذلك يمكن أن نصل إلى أن المخاطر المنتظمة تتسم بخصائص عديدة منها، تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي ككل، تؤثر في جميع المؤسسات العاملة فبذلك تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية، لا يمكن تجنبها بالتنويع ولكن يمكن الحد من شدتها من خلال العائد المتوقع ويمكن قياسها بمعامل بيتا (Beta).وتشمل المخاطر المنتظمة مخاطر سعر الفائدة، مخاطر القوة الشرائية، مخاطر السوق وهذه الأخيرة تنشأ نتيجة لتغير أسعار الأوراق المالية في السوق المالي نتيجة لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية[91].

- المخاطر غير النظامية، تنتج هذه المخاطر عن طبيعة ونوع الاستثمار وليس من طبيعة النظام المالي العام، لذلك يمكن تجنب هذه المخاطر وتفاديها من خلال التنويع الاستثماري في الأدوات الاستثمارية كالأسهم والسندات وتشمل المخاطر الغير منتظمة على مخاطر الصناعة، مخاطر الإدارة، ويستطيع المستثمر أن يتجنب المخاطر غير المنتظمة أو يخفضها عند مستويات دنيا وذلك بتنويع مكونات محفظته المالية بأوراق مالية لشركات أخرى والتي لم تتأثر جميعها في وقت

---

[89] الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق، المكتبة الوطنية 2001، ص66.

[90] محمد عنتر أحمد أحمد، **نموذج مقترح لمحددات أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار العاملة بسوق المال المصري**، بحث مقدم للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، سنة 2003، ص185.

[91] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص257.

واحد بهذا النوع من المخاطر[92]، وبشكل عام فإن المخاطر الكلية تتكون من المخاطر غير المنتظمة والتي يمكن تجنبها بالتنويع والمخاطر المنتظمة التي لا يمكن تجنبها نهائيا بالتنويع وبالتالي فهي خارجة عن سيطرة المستثمر ومن هنا يجب تكون المخاطر المنتظمة محل اهتمام كل مستثمر، وأن يتم تقديرها وتحديدها بشكل دقيق حتى يستطيع توجيه أمواله إلى محفظة استثمارات تحقق له إما أعلى عائد عند مستوى مناسب من الخطر أو تحقيق أقل خطر عند مستوى مناسب من العائد.

ب- قياس المخاطر الكلية:

تقاس المخاطر الكلية بعدة طرق تعتمد على تذبذب العائد الذي يشكل مصدر هذه المخاطر ومن أهم هذه الطرق وأكثرها شيوعا:

- الانحراف المعياري (المقياس المطلق للمخاطر)و يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداما كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له حيث يستخدم في حالة الاعتماد على البيانات التاريخية فكلما زادت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر ويحسب من خلال المعادلة التالية[93]:

$$(SD)= \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (Kt - \overline{K_t})^2 / n - 1}$$

حيث أن:

---

[92] بوراس أحمد، **الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة**، كلية العلوم الاجتماعية والإنسانية، الجزائر، جامعة منتوري قسنطينة، 1999، ص 187.

[93] EugeneF brighan and louisc capenski , intermidiate financial management, 5th, édit the dryden press, newyork 1996, p153.

SD= الانحراف المعياري.

K_t= العوائد الشهرية.

$\overline{K_t}$=الوسط الحسابي للعوائد الشهرية.

n= عدد الأشهر.

ويعتبر هذا المقياس أحد أفضل مقاييس المخاطر الكلية في حالة تساوي المتوسطات عند المفاضلة ما بين استثمارين أو أكثر.

- معامل الاختلاف(المقياس النسبي للمخاطر) فهو مقياس نسبي لدرجة التشتت يستعمل إذا اختلفت القيمة المتوقعة لعوائد المراد المفاضلة بينها، حيث يربط بين الخطر وبين العائد ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر، إذن هو يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر ويتم حسابه كما يلي :

$$CV = \frac{SD}{\overline{K}}$$

حيث أن:

CV= معامل الاختلاف.

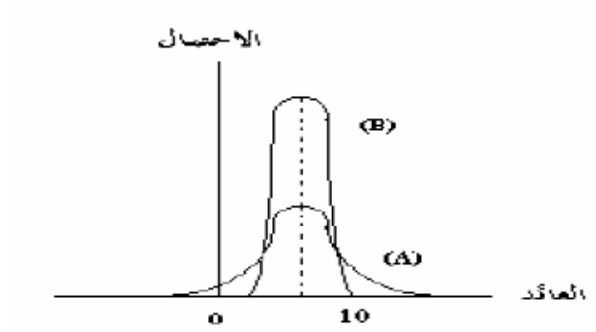
SD=الانحراف المعياري.

$\overline{K}$= الوسط الحسابي للعوائد الشهرية.

- التوزيعات الاحتمالية وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعا نحو

الطرفين كان ذلك مؤشر على ارتفاع مستوى الخطر[94]. و تأسيسا على ما سبق يمكن القول إن التوزيع الاحتمالي A الموضح في الشكل رقم (05) يعكس عائدا ينطوي على مخاطر كلية تفوق تلك التي ينطوي عليها العائد الذي يعكسه التوزيع الاحتمالي B. وتستند هذه الفكرة إلى حقيقة مفادها أن المخاطر الكلية للمشروع الاستثماري تزداد كلما زاد احتمال تشتت العائد الفعلي عن قيمته المتوقعة (العائد الحقيقي).

شكل رقم05: التوزيع الاحتمالي لعائد استثمارين مختلفين



المصدر :إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، طبعة ثانية، منشاة المعارف الإسكندرية، 2004، صفحة45.

- معامل بيتا (مقياس المخاطر المنتظمة)، لقد سبقت الإشارة إلى أن المخاطر الكلية تنقسم إلى مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة و إذا ما تمكن المستثمر أو المحلل من قياس احد النوعين فسوف يتوصل إلى تحديد حجم النوع الأخر من المخاطر[95]. و في هذا الصدد يعد معامل بيتا المقياس الأنسب لحجم المخاطر المنتظمة و يعبر هذا المعامل عن مقدار التغير الحاصل في

---

[94] محمد علي محمد علي، **إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية**، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، سنة 2005، ص43.

[95] صوفي عدنان عبد الفتاح ومدني غازي عبيد و الجفري ياسين عبد الرحمن، **إمكانية الاستفادة من التنويع الاستثماري في سوق الأسهم السعودي** ، مجلة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الإدارة المجلد الثاني، جدة 1989، ص112.

عوائد الورقة المالية محل الاستثمار نتيجة التغير في مؤشر أسعار السوق، و الذي يعبر بدوره عن عائد محفظة السوق [96] ،ويقاس معامل بيتا بالصيغة التالية[97] :

$$Beta_i(\overline{\beta_i}) = \frac{Cov(Ri, Rm)}{Var(Rm)} = \frac{Pim\,\sigma i\,\sigma m}{\sigma m^2} = \frac{Pim\,\sigma i}{\sigma m}$$

حيث يمثل $\overline{\beta i}$ معامل بيتا المقدرة للورقة، Cov(Ri,Rm) التباين المشترك بين عائد الورقة المالية Ri و عائد محفظة السوقRm .أما المقدار Var (Rm) فيمثل تباين عائد محفظة السوق و هو عبارة عن مربع الانحراف المعياري لعائد السوق و يقاس التباين المشترك بضرب الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية في الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق. ووفقا لنموذج السوق إذا كانت قيمة المعامل بيتا اكبر من الواحد فيعني ذلك أن مخاطر الورقة المالية اكبر من مخاطر السوق و في حالة العكس فيعني ذلك أن مخاطر الورقة اقل من محفظة مخاطر السوق، و في حالة تساويه للواحد فيدل ذلك على تساوي المخاطر للورقة ومحفظة السوق [98] .

إذا تعتبر المقاييس السابقة من أكثر المقاييس شيوعا واستخداما لقياس المخاطر الكلية ونظرا لإمكانية تخفيض المخاطر غير المنتظمة أو التخلص منها بالتنويع سنركز في البحث عن أفضل تقدير للمخاطر المنتظمة التي لا يمكن تجنبها بالتنويع.

3- المعايير المستخدمة في تقدير المخاطر المنتظمة (بيتا) والعائد المطلوب وكفاءة أسعار الأسهم:

تقييم الاستثمار المالي أو كفاءة تسعيره تعني أن المستثمر قادر على تقدير السعر المناسب الذي دفعه ثمنا لهذا السهم، وهذه الكفاءة تعتمد بشكل أساسي على معدل العائد الذي

---

[96] Francis J.C, investment:analysis and management, fourth edition, new York:megraw-hill ine1976, p260.

[97] دهال رياض ، **الأدوات المالية**، سلسلة جسر التنمية العدد الخامس عشر، الكويت،المعهد العربي للتخطيط 2003، ص20.

[98] عبد الحفيظ محمد كريم، **اختبار و تقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال و العوائد السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية على شركات الصناعة المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة** 1994-2004 ، ورقة بحث منشورة في مجلة العلوم الإنسانية ،العدد 29 جويلية 2006.

يرغبه المستثمر من هذا الاستثمار ويتوقف على درجة حساسيته لمخاطر السوق أو النشاط الاقتصادي ككل، وهي تعرف بالمخاطر المنتظمة (بيتا) وهي امتداد لفكرة الاستثمار الكفء عند كل من (1965) fama (1963, 1970) w.Sharp[99] وآخرون، ومن بين المؤشرات السوقية المستخدمة هنا تم استخدام ثلاث مؤشرات كعوامل مستقلة لإيجاد بيتا وهي المؤشر السوقي البسيط (y)وهو متوسط حسابي لعوائد الأسهم، والمؤشر السوقي بالوسيط الهندسي ويستخدم لتجنب أي تأثير للقيم الشاذة في العوائد، ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالقيمة ويحسب كما يلي :

$$Zmt=Zt-Zt-1/Zt-1$$

حيث أن:

Z_{mt}= عائد السوق من الرقم القياسي المرجح.

Z_t= الرقم القياسي لأسعار الأسهم في الشهر الحالي.

Z_{t-1}= الرقم القياسي لأسعار الأسهم في الشهر السابق.

3-1- النماذج المستخدمة في تقدير بيتا:

استخدمت بعض النماذج التي طبقت في ظروف ضيق التعامل ونجحت في بعض البورصات منها[100]:

- أسلوب مارش كأساس للمقارنة وهو يقيس بيتا بشكل غير متحيز ودقيق جدا في ظل عدد أيام تداول السهم.
- طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) والتي تعطى وفق الصيغة التالية :

$$R_{it} = ai + B_i R_{mt} + L_{it}$$

---

[99] Charl P, Jones, investment analysis and management, edit John and Sons, New York, 1995, p23.

[100] محمد سلطان محمد الرفاعي، **تحديد النموذج الأمثل لتقدير المخاطر المنتظمة (بيتا) في بورصة عمان للأوراق المالية** (1995-2000)، رسالة استكمال متطلبات الحصول غلى درجة الماجستير في التمويل و المصارف في كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية جامعة آل البيت2001، ص60.

حيث أن:

R_{it}= معدل عائد السهم(i) خلال المدة(t) .

ai= المقطع الثابت.

B_i=معامل بيتا للسهم(i) .

R_{mt}=عائد مؤشر السوق خلال الفترة(t) .

L_{it}= الخطأ العشوائي.

- طريقة ديميسون التي تبين حساسية العامل التابع للعامل المستقل لفترات زمنية سابقة حالية ولاحقة في آن واحد.
- وتتم كفاءة تسعير الأسهم العادية عندما يكون السوق في حالة توازن عند تساوى العائد المطلوب $E(R_i)$ مع العائد الفعلي (R_i) ويتمثل هذا الأخير في العائد المؤكد الذي حصل عليه المستثمر فعلا من الورقة المالية[101] ومن هنا يمكن أن يتحقق لنا مبدأ كفاءة التسعير للأسهم، كما يمكن التنبؤ بكفاءة العائد المطلوب على الأسهم بعدة نماذج منها النموذج الدولي الذي يرى بأن التوازن بين الأصول المتميزة بعلاقة خطية بين المردودية $E(R_i)$ للأصول لدولة ما ومعاملات التذبذب لها في محفظة السوق الدولي تكون حسب الصيغة التالية:

$$E(R_i) = R_f - B_{im} (E(R_m) - R_f)$$

حيث أن:

$E (R_i)$ = مردودية السهم.

$E (R_m)$ = مردودية المحفظة في السوق الدولي.

R_f= مردودية الأصول عديمة المخاطرة.

[101] محمد جابر، **الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، بغداد، دار الرشيد للنشر، 1982، ص48.

B_{im}= وهو بيتا الدولي[102] .

حيث يقيس هذا الأخير(معامل Beta) مقدار أو درجة تحرك العوائد على سهم متفرد بنفس اتجاه السوق للأسهم وهو عنصر مهم في نموذج تسعير الأصول المالية، والمحفظة التي معاملها B=1 فإن أسهمها تتحرك إلى فوق أو إلى تحت مع متوسط تحركات السوق وتكون لها مخاطر تماثل متوسط المخاطر للسوق أما إذا كان B=0.5 فإن السهم له مخاطر تساوي نصف مخاطر السوق[103] ، إذن من خلال نموذج تسعير الأصول المالية (CAPM) محفظة السوق في الأساس تضم جميع الأسهم الخطيرة المتداولة وحسب نموذج السوق التحركات العامة للاقتصاد هي أهم عنصر لتغير مردودية الأصول[104] .

4- كفاءة سوق الأوراق المالية و علاقتها بتنمية و تخصيص الاستثمارات:

تكتسي العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و المعلومات المالية أهمية بالغة بين الأطراف المكونة للسوق، على غرار إدارة الشركات التي تقوم بإعداد القوائم المالية، و المستثمرين الذين يقومون بتنفيذ عمليات شراء و بيع الأوراق المالية.فكل طرف من هذه الأطراف ولأسباب مختلفة يهتم بأسعار الأوراق المالية و بتأثير المعلومات على هذه الأسعار، إذ ترتبط بهذه الأخيرة نتائج اقتصادية تؤثر على مكونات الاقتصاد الوطني و تتأثر بها. وتشير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و المعلومات إلى مفهوم حضى باهتمام الكثير من الباحثين الاقتصاديين و يتمثل في كفاءة سوق الأوراق المالية. لهذا الغرض ستكرس النقطة التالية لاستعراض الإطار النظري لنموذج كفاءة سوق الأوراق المالية مدعوما بجانب تحليلي.

4-1 -فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية متطلباتها و صيغها:

---

[102] Patrice fontaine , arbitrage et évaluation internationale des actifs Financiers, economica, Paris, 2002, p124.

[103] عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرح، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر ، عمان، الأردن، ص189.

[104] Yves Simon , éd , encyclopédie des marchés financières ,economica , Edition 1997, p1633.

إن معظم ما يجري في سوق الأوراق المالية من قرارات استثمارية قائم على مبدأ التوقعات العقلانية و احتمالات تحققها، إذ أصبحت السوق مصنعا للإسقاطات المستقبلية كونها أساس أي قرار استثماري في سوق الأوراق المالية وذلك بتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، أو تقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار أو التغطية ضد مخاطر الاستثمار المحتملة.

على الرغم من تعدد التعاريف و المفاهيم لكفاءة سوق الأوراق المالية التي حددها خبراء المال إلا أن اغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد ويعتبر الاقتصادي الشهير بول سامويلسون من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية و علاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن هذا المفهوم اتصف بالتشدد وعدم الواقعية فحاول العديد من الباحثين صياغة تعريف اقل تشددا و أكثر مرونة و من بينهم الاقتصادي البارز "يوجين فاما"[105] هذا الأخير الذي طرح مفهوما اتسم بالبساطة و الوضوح حيث يرى انه في ظل السوق الكفؤة تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة كل المعلومات المتاحة عن الشركة التي أصدرت هذه الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر الورقة المالية، أو في تحليلات وتقارير مراكز الدراسات و البحوث الاقتصادية عن الأوضاع الاقتصادية العامة المؤثرة على أداء الشركة و القيمة السوقية لأوراقها المالية[106] و بالتالي فان القيمة السوقية للسهم في ظل السوق الكفؤة هي قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية المحددة بالمعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين في لحظة معينة، حيث تتعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية كنتيجة لقرارات المستثمرين التي تدفع الأسعار للتساوي مع قيمتها الحقيقية[107] و في هذه الحالة يستحيل على أي من المتعاملين في سوق الأوراق المالية تحقيق

---

[105]Bassam I.Azab, the perfermance of the egyptian stock market , working paper , the university of birmungham, the birmungham business school, september2002,pp19-20.

[106] Elory Dimsson , massoud mussavian, A brief history of market effeciency, WP published in european financial managemant , london busines sckool , vol4,N°01 march1998, p91.

[3]Victor dragot , Mihai caruntu, Andreca stoian,, Market informanoral efficieny and investors rationality some evidences on romanian capital markete WP published by university (academy) of economic studies, Romania, p2.

عائد غير عادي يزيد عن العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر الاستثمار في ذلك السهم[108]. ووفقا لهذه الفكرة لن يوجد في سوق الأوراق المالية سهم في أي لحظة يباع بقيمة تقل أو تزيد عن قيمته الحقيقية التي تعكسها المعلومات المتاحة عنه في تلك اللحظة.

و تعتبر فرضية الأسواق الكفئة إحدى أكثر المواضيع التي لاقت جدلا و نقاشا واسعا في الأدبيات الاقتصادية قديما و حديثا منذ أن اكتشف لويس باشلير (1900) ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار، و صاغ الأفكار الأولى لهذه الفرضية فأخذت الدراسات التطبيقية المتعلقة بالكفاءة في سوق الأوراق المالية تتوالى تباعا[109] .

4-2- الكفاءة الكاملة و الاقتصادية:

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة على قدرة السوق على جعل أسعار الأوراق المالية تتعدل بشكل سريع و فوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصلا زمنيا بين تحليل المعلومات الجديدة و بين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل أو السعر التوازني للورقة المالية[110] .غير انه مفهوم الكفاءة الاقتصادية هي على عكس الصيغة الصارمة للكفاءة المالية حيث يقتضي في الكفاءة الاقتصادية وجود فجوة زمنية بين وصول المعلومات إلى السوق و بين استعاب الأسعار لتلك المعلومات [111]، وهو مايعني احتمال انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية في المدى القصير، ويوضح الشكل التالي وضع السعر في ظل فرضية الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية في حالة ورود المعلومات السارة و يشير هذا الشكل إلى انه هناك ثلاثة أوضاع محتملة لتعديل سعر سهم الشركة إزاء المعلومات الواردة و بافتراض انه في الأيام التي سبقت وصول المعلومات إلى السوق كانت القيمة السوقية للسهم كما يبدو من الشكل (30) و في الوقت ذاته وصلت معلومات سارة بشأن الشركة، وقد قدرت في ظلها القيمة الحقيقية للسهم بنحو (35)، و في ظل هذه المعطيات من المفترض أن يرتفع سعر السهم في ظل فرضية الكفاءة السوقية الكاملة فورا و دون فاصل زمني من نحو (30 إلى35) عاكسا بذلك محتوى

---

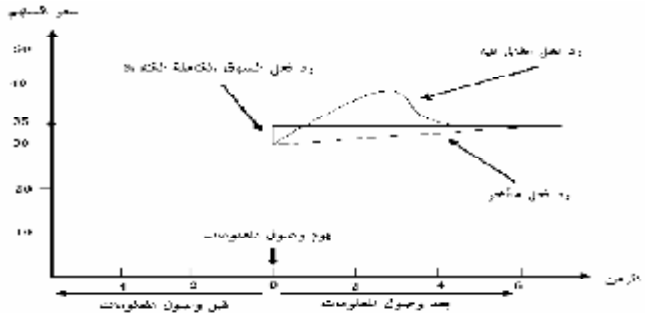
[108] Idem, p2.
[109] Dimsson, op.cit,pp1-2.

[110] حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية**، الدار الجامعية 2004، ص185.

[111] صلاح الدين حسن السيسي، **بورصات الأوراق المالية**، القاهرة، عالم الكتب ،2003، ص26.

المعلومات ودرجة المخاطر السائدة في السوق على النحو الذي يحدده الخط العمودي في الشكل أدناه.

شكل رقم06: نموذج عن التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة و الاقتصادية



المصدر: محمود محمد الذاغر، **الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر و التوزيع الأردن، 2005، ص283.

أما في ظل فرضية الكفاءة الاقتصادية فانه يتوقع أن يمضي بعض الوقت (6ايام كما يبدو في الشكل أعلاه) حتى يتم تحليل المعلومات و الوصول إلى نتيجة بخصوص القيمة المتوقعة التي ينبغي أن يتداول بها السهم و هذا ما يعني بالنتيجة و جود فاصل زمني بين وقت وصول المعلومات و بين ارتفاع سعر السهم إلى مستوى يتساوى عنده مع قيمته الحقيقية و هو ما يعكسه الخط المتقطع في الشكل.

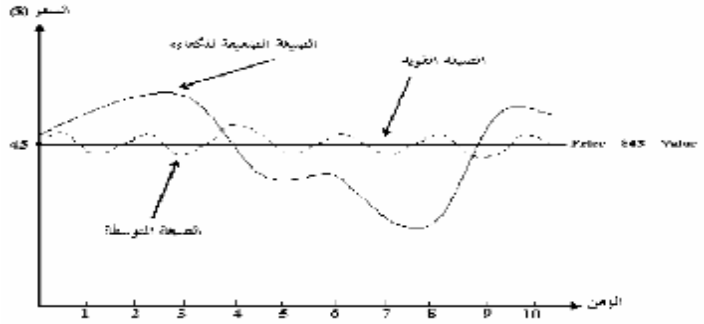
أما الخط المنحني فيشير إلى أن رد فعل المستثمرين للمعلومات الواردة التي حصلوا عليها من بيت السمسرة مبالغ فيها مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم ليصل إلى قيمته الحقيقة كما يبدو من الشكل أعلاه و يعبر الخط المنحني عن وضع انعدام الكفاءة السوقية.

4-3-صيغ فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية:

من الواضح أن المعلومات بمختلف مستوياتها تعتبر عاملا أساسيا و حاسما في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن تم تحديد مستوى كفاءة السوق. و باختلاف مضمون و

نوعية هذه المعلومات تختلف درجة كفاءة السوق و يعني هذا من الناحية التطبيقية أن السوق تكون كفؤة بالنسبة لنظام معين من المعلومات، و قد تكون غير كفؤة بالنسبة لنظام آخر، لذلك أورد "فاما" ثلاث صيغ مختلفة للكفاءة السوقية، فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة متوسطة القوة و فرضية الصيغة القوية[112]. ويمكن تمثيل هذه الصيغ بيانيا على النحو الذي يصوره الشكل التالي:

شكل رقم07: نموذج عن سلوك الأسعار في ظل الصيغ الثلاثة للكفاءة السوقية



Source: J.Francis, **Investisments, Analysis and Management**, (New York, McGraw-Hill, Inc, 1976), p.528

و يشير الشكل أعلاه بوضوح إلى انه في ظل فرضية الصيغة الضعيفة يمكن توقع حدوث تباين كبير و انحراف مؤقت للقيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية أو المتوقعة ووفقا لذلك، فان المستثمرين سيحققون إما أرباحا مرتفعة أو خسائر كبيرة و هو ما يعكسه المنحنى المستمر في هذا الشكل. أما في ظل الصيغة المتوسطة الكفاءة يلاحظ أن تذبذب الأسعار كان محدودا إذ يحتمل أن يكون انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية طفيفا أو هامشيا مقارنة بفرض الصيغة الضعيفة، و هو ما يعني أن أرباح المستثمرين آو خسائرهم ستكون محدودة بمقدار الانحراف بين القيمتين كما يوضحه المنحنى المتقطع. في حين تمثل الصيغة القوية لفرضية الكفاءة كما يعكسها الخط المستقيم المستمر في الشكل بمثابة الوضع المثالي أو التوازني للسوق، وفي ظل هذه الصيغة تتساوى القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية عند كل لحظة زمنية بحيث يكون الانحراف بين

[112] Eugene fama, Efficient capital markets II, journal of finance, vol46, issue 5,décembre 1991, p1576.

القيمتين معدوم و هو يعني انعدام التذبذب في أسعار الأسهم من اجل كل لحظة زمنية و بالتالي اختفاء اثر العوائد الزائدة تبعا لذلك.

إذا يمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها. أما على المستوى الاقتصادي ككل فان توفر المعلومات يؤدي دورا مهما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث تحقيق التوازن بين العائد و المخاطرة، و تخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق و عدد المتعاملين و بالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة[113].

4-4-استراتيجيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية :

تمثل إستراتيجية الاستثمار في الأوراق المالية السبيل الذي يسلكه المستثمر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الخاصة بتحديد أهداف الاستثمار و كيفية اختيار و تكوين المحفظة الاستثمارية، فضلا عن تحديد المخصصات المالية للأصول و اختيار التوقيت الملائم للاستثمار، المتمثل في أوقات الدخول و الخروج و مواعيد إخلال الأصول الاستثمارية و في هذا الصدد، تتنوع استراتيجيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية تبعا لاختلاف نظرة المستثمرين إلى فرضية الكفاءة السوقية و مدى تحققها على أرض الواقع، و يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من الاستراتيجيات الاستثمارية، و هما استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق، و استراتيجيات الاستثمار التي لا تؤمن بكفاءة السوق.

أ-استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق :

يطلق على الاستراتيجيات التي تؤمن بكفاءة السوق الاستراتيجيات الساكنة و قد أطلق عليها هذا الاسم انطلاقا من أن الإقتناع بكفاءة السوق يحمل في طياته إدعاء بأن أسعار الأوراق

---

[113] لطفي أمين السيد احمد، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة الإسكندرية**، الدار الجامعية 2005، ص190.

المالية في السوق تعكس قيمتها الحقيقية، ما يعني تناسب العائد مع حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار .

و في ظل هذا الاعتقاد يصبح الاستقرار في مكونات المحفظة سمة أساسية للإستراتيجية الساكنة، و يتوقع أن يكون عائد المحفظة في ظل هذه الإستراتيجية قريبا أو مماثلا لعائد محفظة السوق، و يعني هذا أنه لا يمكن لأية إستراتيجية تقوم على تحليل و إعادة التقييم المستمر للأصول و إحداث التعديلات الممكنة على النسب المكونة للمحفظة أن تحقق عائدا يفوق عائد محفظة السوق، نظرا لارتفاع التكاليف المصاحبة لعملية إعادة تشكيل مكونات المحفظة، و التي عادة ما تفوق العائد الإضافي المحقق، و تحمل الإستراتيجية الساكنة في طياتها افتراضا جوهريا يقضي بانعدام التكاليف على المعاملات و وجود حد أدنى من الجهد المبذول في إدارة المحفظة، و من أشكال الإستراتيجية الساكنة إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ و إستراتيجية صناديق المؤشرات.

-إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ:

تعتبر إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ صورة من صور استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق، و تنص هذه الإستراتيجية على أنه بمجرد توفير الأموال المخصصة للاستثمار فإنه لابد على المستثمر المسارعة في عملية الشراء دون انتظار، و بالمثل فإنه لابد أن يتخلص منها بالبيع حينما يرغب في ذلك و دون انتظار أيضا، طالما أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفؤة تعكس قيمها الحقيقية، و أن ليس هناك فرصة حالية أو مستقبلية يمكن أن تتيح لبعض المستثمرين إمكانية تحقيق الأرباح المتميزة على حساب الآخرين.و تستند هذه الإستراتيجية إلى افتراض أساسي مفاده أن قيمة الأوراق المالية سوف ترتفع على المدى الطويل إلى مستوى يمكن معه تحقيق المستثمرين لعوائد مجزية و الحجة النظرية وراء هذا الافتراض هي أن الاقتصاديات تميل للنمو بمعدلات متزايدة على المدى المتوسط و الطويل، و من شأن ذلك أن يؤدي بالتبعية إلى تزايد أرباح الشركات، و بالتالي تنامي توزيعاتها و أسعار أسهمها بالنتيجة، و على الرغم من أنه يمكن أن تكون هناك تذبذبات على المدى القصير في عوائد الأوراق المالية نتيجة لتأثير الدورات الاقتصادية أو العوامل الخارجية كمعدل التضخم و تقلبات أسعار الفائدة، إلا أن نتائج الشركات في نهاية المطاف تميل للاستقرار حول قيمها الموضوعية على نحو يعزز عوامل النمو و الثقة في المؤشرات الكلية لأداء السوق.

و على الرغم من ذلك، فإن هذه الإستراتيجية لا تعني وقوف المستثمر ساكنا إزاء إملاءات واقع السوق، بل تقضي بأن يعمل المستثمر على اختيار التشكيلة المثلى المكونة للمحفظة، بما يحقق أهدافه في إطار مستوى المخاطر الذي يبدي استعداده لتحملها، و من ذلك إحداث تغييرات من حين لآخر على مكونات المحفظة إذا ما تغيرت الظروف المحيطة به على نحو يسمح له بتحمل مخاطر أكبر، أو يدعو لتحمل مخاطر أقل، و من مزايا إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ انخفاض عمولة التداول و حصيلة الضرائب على الأرباح المحققة نتيجة لتراجع وتيرة التداول باستمرار في السوق، و الذي يعتبر في الوقت ذاته أحد عيوب هذه الإستراتيجية [114].

-إستراتيجية صناديق المؤشرات :

تقضي استراتيجيات صناديق المؤشرات بقيام المستثمر بتكوين محفظة من الأصول المكونة لأحد مؤشرات السوق و تكون نسبة الأوراق لكل شركة ممثلة في هذا المؤشر، و في ظل هذه الإستراتيجية يستطيع المستثمر أن يعفي نفسه من مهمة متابعة أداء محفظته بصورة مستمرة، و ذلك بشراء وثائق استثمار صناديق المؤشرات تماثل مكوناتها تشكيلة الأوراق المكونة للمؤشر، و في هذه الحالة سيضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عائد الأوراق المتداولة في السوق دون تحمله لمخاطر كبيرة[115]، باعتبار أن حركة المؤشر في ظل السوق الكفؤة تعكس بدرجة عالية الأسعار الحقيقية للأوراق المتداولة في السوق. و تعد الاستراتيجيتين السابقتين من أكثر الاستراتيجيات ربحية و أقلهما مخاطرة مقارنة بالاستراتيجيات الأخرى، سيما عند توافر شروط و متطلبات الكفاءة السوقية.

ب-استراتيجيات الاستثمار التي لا تعترف بكفاءة السوق :

يطلق على الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق الاستراتيجيات النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية، و تقوم هذه الاستراتيجيات على افتراض مفاده أن أسعار الأوراق المالية في السوق لا تعكس قيمها الحقيقية خلال بعض الفترات، و هو ما يمكن كشفه بعامل الخبرة و المهارات الفنية

---

[114] إبراهيم الكراسنة، **إرشادات في تقييم الأسهم و السندات**، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية 2005، ص44.

[115] منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره،ص421.

أو بحيازة المعلومات الداخلية التي لا تتاح لأغلبية المستثمرين في السوق[116]، و سيكتشف من هذا أن إلمام المحلل أو المستثمر بأدوات التحليل في السوق من شأنه أن يزيد من احتمال تحقيق الأرباح غير العادية، و توجد في هذا السياق ثلاثة مداخل لهذه الإستراتيجية هي) إستراتيجية اختيار الأوراق المالية، و إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة و إستراتيجية توقيت الاستثمار.

-إستراتيجية اختيار الأوراق المالية :

تقتضي إستراتيجية اختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل الفني و التحليل الأساسي بهدف تحديد اتجاه الأسعار و الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية و مقارنتها بقيمتها السوقية، و من ثم إتخاد القرار بتضمينها لمكونات المحفظة أو استعادها.

-إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة:

يقصد بإستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين القطاعات المختلفة تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين لـ/ أو على حساب أسهم شركات تنتمي للقطاعات الأخرى، و ذلك حسب طبيعة كل قطاع و رغبة المستثمر، و قد تكون إعادة التوزيع على المستوى المحلي كما يمكن أن تكون على المستوى الدولي

-إستراتيجية توقيت الاستثمار :

تعني إستراتيجية توقيت الاستثمار أو السوق قيام المستثمر بتحديد الفترات المناسبة للبدء في إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية و الأصول المالية الأخرى، و في ظل هذه الإستراتيجية يستطيع المستثمر تحقيق أرباح مميزة متى كان قادرا على تحديد التوقيت المناسب للدخول و الخروج من السوق، إلى جانب قدرته على التخصيص الديناميكي لأصول محفظته متى تغيرت الظروف المحيطة بالسوق، و طالما أنه يمكن التنبؤ باتجاهات الأسعار حسب إدعاءات هذه الإستراتيجية، فإن استخدام أساليب التحليل في السوق لمتابعة و رصد التحركات السعرية يمكن أن يكون مجديا، و مع ذلك فإن هناك صعوبات يمكن أن تعتري منع هذه الإستراتيجية و هي أنه

[116]Serge zancanell, les fonds de placement définitions etmesures de la performance des fonds de placement sur le marché suisse, document de travail, cahier de finance, p14.

من الصعوبة بمكان تحديد بدقة أوقات الارتفاع أو الانخفاض في الأسعار، فضلا عن إمكانية تآكل الأرباح المحققة بفعل تكاليف الصفقات المستمرة و بخاصة صغيرة الحجم[117].

4-5-دور كفاءة سوق الأوراق المالية في تخصيص الاستمارات :

لم تكن الأصول المالية من أسهم و سندات و غيرها من الأدوات المالية قادرة على إشباع الحاجات التمويلية المتنوعة للمشاريع الاستثمارية لو لم تكن هناك سوقا لرأس المال تتداول من خلالها تلك الأصول، و إذا كانت لأسواق الأوراق المالية أهميتها في هذا الشأن، فإن الدور الحيوي الذي تؤديه الأصول المالية في الاقتصاد قد أضفى بدوره المزيد من الأهمية على تلك الأسواق، و قد وحدت الأصول المالية لسبب جوهري يتمثل في أن مدخرات الأعوان الاقتصادية تتكون من فترة زمنية ليست من الضروري أن تكون ذاتها الفترة الزمنية التي يخطط فيها هؤلاء الأعوان لاستثمار مدخراتهم في أصول حقيقية، و إذا كانت المدخرات لكل وحدة اقتصادية تساوي حجم الاستثمار في أصولها الحقيقية في جميع الفترات لانعدمت حاجة المدخرين و المستثمرين إلى الأصول المالية و أسواق رأس المال، فكل وحدة اقتصادية كان يمكنها تمويل احتياجاتها و استثماراتها من إيراداتها الحالية دون حاجة إلى تمويل خارجي.

و تتكون أسواق الأوراق المالية من سوقين أساسيين يرتبطان معا برابطة وثيقة هما : السوق الأولية و السوق الثانوية، و إذا كان دور السوق الأولية ينحصر في تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات من خلال احتضانها لعمليات إصدار الأوراق المالية لمختلف الشركات، فإن الدور الذي تؤديه السوق الثانوية لا يقل هو الآخر أهمية عن دور السوق الأولية . و عمليا يستحيل أن تؤدي السوق الأولية دورها بكفاءة في تعبئة المدخرات لو لم تكن هناك سوقا ثانوية لتداول الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات، فالمستثمر كان سيتردد كثيرا قبل أن يقدم على شراء أوراق مالية من السوق الأولية إذا كان يعتقد أن فرصته محدودة للتخلص منها في الوقت الذي يريده، و هو الدور الذي تتيحه له السوق الثانوية (البورصة).

---

[117] الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص37.

و إذا كانت للسوق الثانوية أهميتها بالنسبة للمستثمرين أفرادا كانوا أو مؤسسات، فإن لها أهمية أيضا للشركات المصدرة للأوراق المالية، و على الرغم من أن تلك الشركات لا تحصل على أية إيرادات من عروض بيع أوراقها المالية المبرمة في تلك السوق، إلا أن كون سعر الورقة المالية يتحدد على أساس المعلومات المتاحة للمتعاملين في سوق التداول بشأن الشركة المصدرة لها، يعني أن أي إصدار إضافي من تلك الأوراق في المستقبل غالبا ما يتم تصريفه في السوق الأولية بسعر يتوقع أن يكون قريبا من السعر الذي تتداول به في السوق الثانوي.

أ-كفاءة سوق الأوراق المالية و تخصيص الموارد :

تتصف الموارد المالية في كثير من حالات القرار بالندرة الشديدة، مما يجعل تخطيط تلك الموارد و تخصيصها بطريقة مثلى شيئا حرجا، و لعل أكثر حالات اتخاذ القرار تكمن في تحليل و تقييم الفرص الاستثمارية التي تتجلى في وجود مجموعة من المشروعات المتنافسة على مورد محدد، مما يتحتم على متخذ القرار استخدام أساليب علمية تتسم بالموضوعية لتخصيص تلك الموارد على أسس و معايير كمية، و ليس على تقديرات شخصية[118] .

و يقصد بمصطلح تخصيص الموارد المالية في النظام الاقتصادي توجيه الأصول أو الرساميل نحو المشاريع الاستثمارية الأكثر مردودية و الأقل تكلفة ضمن قيد المخاطرة المشقة مع حجم العائد، و في هذا الشأن تقوم السوق في النظام الاقتصادي بمهمة تخصيص و توجيه الموارد المتاحة نحو المشاريع الاستثمارية ذات الجدوى الاقتصادية و ذلك بالاعتماد على جهاز السعر في السوق، حيث تقوم السوق بإحداث التوازن بين قوى العرض و الطلب مما يحدد بدقة كمية الموارد و السلع و الخدمات الواجب إنتاجها و مبادلتها بين الأعوان الاقتصاديين في كل فترة زمنية.

و في نفس السياق، يؤدي التغير المستمر في أسعار الأوراق المالية في السوق في ظل التدفق الآني للمعلومات من جانبي العرض و الطلب إلى تخصيص و توجيه الموارد المالية نحو الاستثمارات الكفؤة بما يسمح بالتخصيص الفعال للموارد و الأصول العينية، و بصدد تخصيص أو توجيه الموارد تقوم سوق الأوراق المالية بدورين متميزين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر.

---

[118] عبد الله سليمان العزار، **تطبيق نموذج برمجة الأهداف الثنائية في احتيار المشروعات في دراسة ما قبل الجدوى**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الإدارة، المجلد التاسع، جدة 1996، ص57.

فالدور المباشر يقود إلى حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم شركة ما، فهم في حقيقة الأمر إنما يشترون عوائد مستقبلية يتوقع أن يدرها الاستثمار في هذا السهم، و يعني هذا أن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة يمكنها ذلك و بسهولة إصدار المزيد من الأسهم، بل و بيعها بسعر ملائم على نحو يؤدي إلى زيادة حصيلة إصدارها و إنخفاض أعباء التمويل.

أما الدور غير المباشر، يتجلى في أن إقبال المستثمرين على التعامل بالأسهم التي تصدرها الشركة يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار السندات أو إبرام عقود إقتراض مع المؤسسات المالية، و عادة ما يكون ذلك بسعر فائدة مقبول، و من ناحية أخرى، يتوقع أن تواجه الشركات التي لا تتوافر على فرص استثمارية مواتية صعوبة في إصدار المزيد من الأسهم المصدرة، و فضلا عن ذلك فإن إنتعاش أسعار الأوراق المالية في قطاع معين، سيجعل من هذا القطاع عاملا مشجعا على دخول شركات جديدة، و يترتب على ذلك زيادة المعروض من هذا النشاط لتتجه الموارد كنتيجة لذلك نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة.

و لما كانت السوق الكفؤة تتميز بقدرتها على إتاحة المعلومات الدقيقة عن كافة الأوضاع المالية و الإدارية للشركات المقيدة في البورصة و القطاع الذي تنتمي إليه هذه الشركات، فإن ذلك سيوفر تقييما حقيقيا للقيمة التي ينبغي أن تباع بها الورقة المصدرة ، و هذا ما يعطي ثقة أكبر في هذه الورقة أو الشركة المصدرة بشكل يساهم في تسويقها بسهولة و بسرعة تامة دون أن تتعرض قيمتها السوقية لتقلبات حادة من صفقة إلى أخرى، و لا ريب أن هذه الورقة ستجلب إهتمام المستثمرين لتخصيصها ضمن مكونات محافظهم الاستثمارية . و يمكن تصور الحالة العكسية في حالة انعدام الكفاءة السوقية، ففي هذه الحالة يتوقع أن يسود وضعا من عدم الثقة في قدرة السوق على التقييم الحقيقي للأوراق المالية، و يترتب على ذلك اتساع درجة تذبذب عوائد الاستثمار و تراجع مؤشرات السيولة تبعا لذلك، و يمكن أن ينشأ عن هذا الوضع إحجام المتعاملين عن التعامل على أسهم هذه السوق، و بالتالي تتجه الموارد إلى الأسواق الأخرى الأكثر كفاءة و الأقل تذبذبا. و يتباين جهاز السعر في سوق الأوراق المالية عما هو سائد في سوق السلع و الخدمات، نظرا

لخصوصية عمل كل من السوقين، و يمكن تبيين أهم الفوارق بين السوقين بالنسبة لعملية تخصيص الموارد في مايلي :

أولا : يختلف قرار تخصيص الموارد لأغراض الاستثمار في سوق التداول (السوق الثانوية)، نظرا لأن قرار التخصيص في هذه السوق غالبا ما يفوض لمدراء الشركات الذين يتولون مسؤولية صياغة سياسة التوزيع و الواقعة المالية و توقيت إصدار الأوراق المالية.

أما في سوق الإصدار (السوق الأولية)، فإن سعر الورقة المالية يقوم بنفس الدور الذي يؤديه السعر في أسواق السلع و الخدمات عند طرح شركة ما أوراق مالية لأول مرة لتمويل استثماراتها، إذا يتوقع أن يكون سعرها مرتفعا مع زيادة الطلب عليها في ظل توقع مستقبل واعد لهذه الشركة، في حين ينخفض سعرها عندما تكون التوقعات بشأن العوائد المستقبلية غير كافية لجذب المستثمرين إلى هذه الأوراق.

ثانيا : يرجع التباين بين سعر السلعة في سوق السلع و الخدمات و سعر الورقة المالية في سوق الأوراق المالية إلى طبيعة المعلومات المتدفقة إلى السوقين و تؤثر المعلومات عن التوقعات المستقبلية لأوضاع الشركة على سعر الورقة المالية، فعندما يرتفع سعر الورقة المالية في سوق الأوراق المالية فإن ذلك قد يعني أن السوق تتوقع أرباحا مرتفعة عن هذه الورقة.

و بناءا على ما سبق، يقوم جهاز السعر في سوق السلع بالتخصيص الكفوء للموارد بصورة مباشرة، في حين تقوم حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية بالوظيفة التخصيصية للموارد بطريقة غير مباشرة من خلال دورها التوجيهي للاستثمارات بالاعتماد على جودة المعلومات و تدفقها من حين لآخر. و تقوم الكفاءة المعلوماتية أو كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية بتخصيص الموارد المالية و ذلك من خلال دورين أساسين هما : الدور المستقبلي (الأمامي) و الدور الخلفي .

و يقصد بالدور الأمامي (المستقبلي) للسعر سعي المتعاملين في السوق نحو الحصول على المعلومات الخاصة بالأرباح المستقبلية المتوقعة من الفرص الاستثمارية الجارية، و هنا تؤثر المعلومات بشتى أنواعها على قرار الاستثمار الذي يتغير بناء على توقعات تغير الأسعار في المستقبل، أما الدور الخلفي للسعر، فيقصد به الإعتماد على تقييم القرارات الاستثمارية السابقة من خلال بحث إتجاه السعر في الماضي، الأمر الذي يعطي مؤشرا جيدا على مدى جودة و كفاءة

القرارات الاستثمارية السابقة بما يساهم في إتخاذ القرار الاستثماري حاضرا و مستقبلا، و بهذا تؤدي سوق الأوراق المالية دورا هاما في إنتاج المعلومات و ترشيد القرارات الاستثمارية.

و تتطلب الكفاءة العالية لتخصيص الموارد المالية ضرورة توافر سمتين أساسيتين في سوق الأوراق المالية هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل، بالإضافة إلى هاتين السمتين يشير الاقتصاديون إلى سمتين ثانويتين يعتبر توفرهما عاملا باعثا على دعم الكفاءة التخصيصة للموارد هما عدالة السوق و الأمان، و تعني عدالة السوق أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل المستثمرين الراغبين في إبرام الصفقات من خلالها، في حين يقصد بسمة الأمان ضرورة توافر أدوات قانونية لحماية المستثمرين من المخاطر التي تنجم عن المعاملات غير القانونية بين الأطراف المشاركة في السوق، و من الأمثلة على تلك المخاطر نجد مخاطر الغش و التدليس و غيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف تحقيقا لأغراضهم الخاصة، إضافة إلى مخاطر الإفلاس السماسرة الذين يحتفظون بالأوراق المالية الخاصة بمتعامليهم.

4-6- اختبارات مستويات الكفاءة[119]

أ- اختبار نمودج السير العشوائي

وفقا لنموذج السير العشوائي لتحركات أسعار الأسهم فانه من غير المحتمل أن تفيد المعلومات التاريخية في التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية لان الماضي لا يفيد في معرفة المستقبل و لان كل ما حدث في الماضي (المعلومات التاريخية) قد انعكس بالكامل على أسعار الأسهم و بالتالي ليست له أهمية تذكر في تحديد ما سيكون عليه السعر في المستقبل، وأسعار الأسهم و تذبذباتها كما يصفها FAMA بأنها لا تحمل ذاكرة تاريخية تمكنها من التأثير عليها في المستقبل.

يرتكز نموذج السير العشوائي على فرضيتين أساسيتين تتمثل الأولى بان حركة أسعار الأسهم سواء كانت التحركات اليومية أو الأسبوعية أو الشهرية أو السنوية لتلك الأسعار هي حركة عشوائية و

---

[119] رولا عبد العزيز إبراهيم نزال، **اثر الملكية الأجنبية على العائد والمخاطرة في بورصة عمان**، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في التمويل، كلية الدراسات العليا الجامعة الأردنية، كانون الثاني 2000، ص ص13-19.

بالتالي فان المستثمر لا يستطيع الاعتماد على الأسعار التاريخية من اجل التنبؤ بالأسعار المستقبلية و بالتالي تحقيق عوائد غير عادية، أما الافتراض الثاني الذي يرتكز عليه نموذج السير العشوائي هو أن العوائد لها توزيع احتمالي (عادة طبيعي)، هذا الافتراض مرتبط بالافتراض الأول، إن التوزيع الطبيعي لمجموعة من الأحداث يستند إلى مجموعة من الافتراضات حتى تلك الأحداث موزعة توزيعا طبيعيا وأحد أهم تلك الافتراضات هو أن تكون تلك الأحداث عشوائية بمعنى أنها مستقلة عن بعضها البعض.

إن اختبارات السير العشوائي تتمثل فيما إذا كان الاعتماد على الأسعار التاريخية تمكن المستثمر من تحقيق الأرباح غير عادية، ويتحقق ذلك إذا كانت الأسعار التاريخية تتبع نمطا معينا و متكررا وهو يعني أنها مرتبطة ببعضها البعض و بالتالي فان الاختبار هنا يعتمد على مدى الارتباط بين أسعار الإقفال (العوائد) التاريخية. هناك مجموعة من اختبارات السير العشوائي و التي تعتمد على الارتباط بين أسعار الإقفال من أبرزها اختبار الارتباط المتسلسل الذي يعتمد على النموذج التالي:

$$Rt = \alpha + bRt-1-T + et$$

حيث تعني المعادلة أن العائد خلال الفترة t يساوي المقطع الثابت مضافا إليه العائد خلال الفترة t-1 وإذا كانت قيمة T مساوية للصفر فهذا يعني أن النموذج يختبر العلاقة الخطية بين العائد للفترة t و العائد للفترة t-1.

أما بالنسبة للاختبارات المستخدمة للتأكد من أن السوق كفؤة عند المستوى الضعيف هي نفسها الاختبار المستخدم سابقا في اختبار نموذج السير العشوائي.

ب-اختبار مستوى الكفاءة الشبه القوي

هنا تم الاعتماد على نموذج السوق و الذي يمكن توضيحه بالمعادلة التالية:

$$Rit=ai+birmt+eit$$

و يعني ذلك أن عائد السهم في الفترة t يساوي المقطع الثابت مضافا إليه ميل النموذج و يعبر عن المخاطر النظامية (معامل بيتا) مضروب في عائد السوق في الفترة t مضافا إليهما الخطأ العشوائي.

و الاختبار هنا يتم وفق أسلوبين، الأول هو طريقة العائد فوق العادي التراكمي، فمن خلال هذه الطريقة يتم احتساب العوائد المتوقعة بالاعتماد على نموذج السوق و يتم إجراء انحدار بين عائد السهم و عائد السوق يكون فيه عائد السوق هو المتغير المستقل و عائد السهم هو المتغير التابع، بعد ذلك نحصل على قيمة المقطع الثابت و قيمة الميل ثم نقوم بتعويضهما في النموذج للحصول على القيم المتوقعة لعائد السهم .

أما الثاني فهو أسلوب التغير في الخطأ العشوائي (التراكمي) وتشبه هذه الطريقة إلى حد كبير الطريقة السابقة ولكن بدلا من إيجاد العائد فوق العادي المتراكم فانه تم احتساب التغير في الخطأ العشوائي (ei) المتراكم ثم يتم رسمه مع الزمن في شكل يشبه الشكل السابق، وإذا ثبت سلوك التغير في الخطأ العشوائي المتراكم بعد الإعلان عن المعلومة فان السوق تكون كفؤة عند المستوى شبه القوي بالنسبة لتلك المعلومة.

ج-اختبار المستوى القوي

تتعلق اختبارات المستوى القوي من الكفاءة فيما كانت المعلومات المعلنة و المعلومات السرية قد عكست بشكل فوري و كامل في أسعار الأوراق المالية وان أي من المستثمرين لا يستطيع تحقيق عوائد غير عادية.يتم اختبار المستوى القوي من خلال مقارنة عوائد المحافظ الاستثمارية التي تديرها صناديق الاستثمار مع عوائد المحافظ الاستثمارية التي يديرها مستثمرين عاديون أو عوائد مؤشر السوق المالية، وإذا لم يكن هنالك اختلاف بين العوائد التي تحققها صناديق الاستثمار و بين العوائد على المحافظ الاستثمارية الأخرى فان السوق تكون كفؤة عند المستوى القوي، ويفترض هذا الشكل من الاختبارات أن مديري صناديق الاستثمار يحصلون على معلومات سرية أكثر من المستثمرين الآخرين.

إن لاختبارات الكفاءة أبعاد مهمة بالنسبة إلى إدارة المحافظ الاستثمارية، ومن أهم هذه الأبعاد إذا كانت السوق المالية كفؤة العوائد التي تحققها المحافظ الاستثمارية العشوائية تساوي العوائد التي تحققها المحافظ الاستثمارية المنتقاة، إذن كفاءة السوق المالية تعني صحة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وذلك لعدم وجود أسهم ذات أسعار مرتفعة أو منخفضة نسبة إلى أسعارها التوازنية.

II- مخاطر المناخ المالي الدولي الحديث.

محاولة لدراسة أثر عولمة أسواق المال على النظام المالي – النقدي الدولي من خلال أنظمته الجزئية المتكاملة المتمثلة في النظام المالي الدولي المتحولة أنماط التمويل فيه من النمط الإئتماني غير المباشر إلى النمط السوقي المباشر، النظام النقدي الدولي المتحول من نظام مستقر نسبيا في ظل نظام بريتون وودز إلى نظام للتعويم المطلق و المدار و المضاربة على العملات، النظام البنكي الدولي إن صحت التسمية في ظل تدويل النشاط البنكي و الصناعة المصرفية و التحول إلى تركيبة جديدة للخطر تصاحبها قواعد موازية للحذر.

1- مخاطرفي النظام المالي الدولي:

تحولت آليات التمويل فيه بشكل مفصلي من ناحية و بعث مد جديد للرأسمالية المالية من ناحية أخرى بعد أن تفكك الارتباط بين دائرتي الاقتصاد الحقيقي و المالي لتبعث من هذا الانفكاك فقاعات مالية سرعان ما تنفجر و تنتشر آثارها انطلاقا من هذا التحليل يبرز أثر عولمة أسواق المال على النظام المالي الدولي في النقاط التالية :

1-1- صعود نشاط المضاربة كـ " مهنة":

يتساءل (Bourguinat) ألسنا أمام اقتصاد عالمي للمضاربة؟ أمام رأس المال المالي الذي لا يستكين كلما كانت هناك فرصة ربح للاقتناص على حساب أي مصلحة عامة و الذي يدفع نحو إرساء اقتصاد مضاربة يغذي الأزمات و يتغذى عليها، كما يؤسس لنفسه كما يذكر (يحي اليحياوي) "جيو مالية" قياسا على جيو اقتصاد و "جيو سياسة" فضاءات مالية يكرس فيها هيمنته، أو على حد تعبير (François Chesnais) نحو مزيد من تصاعد نفوذ النظام التراكمي المالي العالمي الجديد.

و قد أمكن ذلك حسب (موريس أليه) بفعل التوسع المفرط في آلية الائتمان و عندما أمكن الشراء دون دفع و البيع دون حيازة و الضمان بأصل لم يدفع سعره بعد بعثا لعصر الثورة المالية على غرار الثورة التكنولوجية.

تنشأ هذه النزعة المضاربية من حركة رؤوس أموال ساخنة، عائمة طيارة مقتنصة لأفضل توظيف من حيث العائد، السيولة و الخطر في أسواق مال أكثر ترابطا و اتصالا و اندماجا و تحررا و تجددا، تخلق في المقابل انفصالا للفضاء المالي عن الفضاء الحقيقي الشيء الذي ينتج عنه

فقاعات مالية سرعان ما تتطاير لعدم استنادها لقاعدة إنتاجية حقيقية و تنفجر لتخلف أثارا هائلة بفعل العدوى في انتشار حالات أللاستقرار و تعميمها إلى مستوى الأزمة. و تكون الفقاعة المالية عند انحراف سعر الأصول المالية السوقية عن سعرها الحقيقي بمعنى أن يصبح السعر مجرد انعكاس للتوقعات دون أن يكون لذلك علاقة بمستوى الاستثمار الحقيقي، ليتحول السلوك العشوائي المصطلح عليه بسلوك "القطيع" المندفع وراء التوقعات إلى خطر نظامي يصعب التحكم فيه.

1-2- مالية الاقتصاد :

بمعنى أن التفسير و من ثمة التعديل الاقتصادي أصبح يمر عبر المالية و أن التوجه الاقتصادي العام تحدده مؤشرات الأسواق المالية[120]. بما أن المؤسسات أصبحت تركز اهتمامها على رسملتها في البورصة أي قيمتها السوقية و كشركات مساهمة تبحث لمساهميها عن خلق الثروة المالية أي خلق القيمة، من ناحية أخرى تعتمد إضافة إلى مداخيلها المعتادة من نشاطها الطبيعي (الإنتاجي مثلا) على فوائض القيمة و عوائد توظيفاتها المالية.

كمثال دأب الاستثمار الأجنبي المباشر في أحيان كثيرة على الشروع في الإنتاج في منطقة من الأطراف محدثا تطورات رأسمالية فيها على أصعدة مختلفة و قبل أن ينقل رأسماله أو جزء مما راكمه إلى منطقة أخرى معيدا العملية تتحول أجزاء منه إلى المضاربة عالميا في أسواق الصرف و البورصات و أسواق المشتقات[121] في المقابل لم تعد أجور العاملين و الموظفين المصدر الوحيد لدخولهم طالما أن شريحة معتبرة من الأجراء أصبحوا إما مساهمين مباشرين في شركاتهم أو لهم توظيفات مالية غير مباشرة عبر شركات توظيف الأموال باختلافها و بالتالي أضيف إلى الأجور مداخيل أخرى هي عوائد استثماراتهم المالية. في كلتا الحالتين الشركة و أجراؤها أعينهم ليست على زيادة الإنتاجية و زيادة الأجور و تحسن الأداء الاقتصادي و إنما على حركة المؤشرات صعودا و هبوطا في أسواق المال.

كلما كانت الحوافظ المالية لهؤلاء الأجراء تؤمن لهم مداخيل معينة تقلصت دائرة النقاش حول الأجور و الإنتاجية و الأداء الاقتصادي الحقيقي، و تمكنت الشركات من الضغط على الأجور

---

[120] اليحياوي يحي، **العولمة أية عولمة**، إفريقيا الشرق – بيروت،1999، ص189.

[121] العظم صادق جلال و حنفي حسن، **ما العولمة؟**، دار الفكر، لبنان، 1999 ، ص157.

لصالح المساهمين و تعظيم ثروتهم، و بهذا أمكن تعديل العلاقة "رأس المال – العمل "بالتوظيف المالي و أصبح التعديل الاقتصادي يمر عبر المالية. و في ذات السياق أصبح طرح معين كـ (البطالة العالمية و العمالة الرخيصة رافعة للتراكم الرأسمالي)[122] صحيح إلى حين نفيه.

مالية الاقتصاد ليست فقط التعديل الاقتصادي الذي أصبح يمر عبر المالية و مؤشراتها و إنما فك الارتباط بين ما هو حقيقي مجسد بسلع إنتاجية و ما هو مالي مجسد بسلع مالية (إن صح الوصف) ليس لها مقابل حقيقي، فك الارتباط يؤشر عليه بأكثر من نقطة و هو لا يعني القطيعة أو الانفصال لأن الشركات هيأت هيكل رأسمالها و هيكلها المالي ليشمل أسهما و سندات و قروضا بتناسب معين بحيث يظل التمويل داعم للعملية الإنتاجية و لكن الانفصال يعني تمكين أكبر لرأس المال المالي على حساب رأس المال الإنتاجي، يستدل على ذلك بـ :

- نسبة المبادلات المالية (على أوراق مالية) بين مقيمين و غير مقيمين إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB).

- العمليات المستحثة من أي عملية إنتاجية كعملية تمويل صادرات أو واردات تنجر عنها سلسلة من العمليات، مبادلات الصرف، التغطية في السوقين الفوري و الأجل، المضاربة و استخدام المشتقات المالية.

- تراجع معدلات النمو الاقتصادي (PIB) في حين ارتفاع قيمة الأسهم في نفس الفضاء الاقتصادي.

- التباين الصارخ بين معدلات نمو الإنتاج، المبادلات التجارية و التدفقات المالية .

2- مخاطر في النظام النقدي الدولي:

الصحيح أنه بعد 1971 و انهيار نظام بريتون وودز من الصعب الحديث عن نظام نقد دولي في ظل موجات التعويم المطلق و المدار، ذلك أنه لم يعد هناك حديث عن استقرار نقدي و إنما إدارة لعدم الاستقرار النقدي في الحدود الممكنة، هناك ثلاثة آثار لعولمة أسواق المال على

[122] راجع في ذلك ألبير مشيل ، **الرأسمالية ضد الرأسمالية** ، ترجمة حليم طوسون – مكتبة الشرق – القاهرة 1995.

سوق الصرف، تشكلت ثم تدعمت لتساهم بدورها في مزيد من الاندماج و الشمولية و تتمثل هذه الآثار فيما يلي :

2-1- زوال الخط الفاصل بين الأسواق النقدية الوطنية و السوق الدولي :

الاندماج المالي الأفقي بين الفضاءات المالية و النقدية الوطنية دون الاعتداد بالجغرافيا، خاصة أسواق النقد للتعاملات قصيرة الأجل، هذا الاندماج السائد بدرجات يسمح لغير المقيمين بالنفاذ مع التحرير المالي و رفع الرقابة، أيضا التطور على صعيد التكنولوجيا (التسعير الآلي) و التجديد المالي جعل من الممكن استحداث مفاهيم و مجاميع نقدية و غير نقدية، حيث يمكن عرض المثالين التاليين:

في الولايات المتحدة الامريكي تم إسقاط التفرقة بين الحسابات الآجلة و تلك المنظورة حسابات(Now) - Negotiable order withdrawal - تسمح لأصحاب الحسابات الآجلة بسحب أرصدتهم شريطة ترك حد أدنى كرصيد معوض و حسابات (Super Now) تتيح تحت شروط معينة إمكانية تحرير شيكات على حسابات آجلة، خدمات التحويل الآلي تمكن من التحويل المباشر من الحسابات المنظورة إلى الآجلة عند الطلب[123] . أما في فرنسا مجاميع نقدية جديدة :

(M_3) مجموع الأوراق المالية قصيرة الأجل المصدرة من طرف هيئات (OPCVM) المحصل عليها من طرف أعوان غير ماليين مقيمين.

(M_4) مكونة من (M_3) مضافا إليها مجموع أذونات الخزينة التي يمتلكها أعوان غير ماليين مقيمين.

مجاميع غير نقدية (توظيفات) لأعوان غير ماليين :

(P1) الادخار التعاقدي.

(P2) سندات و حصص (SICAV) و سندات الرسملة لشركات التأمين.

(P3) أسهم و حصص ملكية ((SICAV) [124] .

2-2- استقلالية عمليات الصرف :

[123] Bourguinat, op.cit, pp96-97.
[124] Idem, p109.

النمو الهائل لحجم التداول في أسواق الصرف في غير توافق مع حركة السلع و الخدمات و رؤوس الأموال يعكس تلك الاستقلالية في المعاملات بما يؤكد صفة "المالية" على سعر الصرف و المقصود بهذه "المالية" عدم ارتباط سعر الصرف بمعطيات اقتصادية حقيقية متعلقة بأي نوع من المبادلات التجارية أو حركة رؤوس الأموال بغرض الاستثمار، إنما يتحدد هذا السعر تبعا لحركة العملات و المضاربة عليها، لا سيما أن مضاربات الصرف اشتدت مطلع التسعينات إلى الآن و قد بدأت بالمضاربة على العملات الأوربية بعد أن كان الصندوق الاستثماري (Quantum) الذي تعود ملكيته إلى الملياردير المضارب (SOROS) و الذي وجد في أزمة النظام النقدي الأوربي أكبر فرصة له[125]، و قد وجه تركيزه إلى الجنيه الإسترليني سنة 1992 محققا من وراء تخفيض الإسترليني مليار دولار من تخفيض مقدر بـ 9% [126] لتستقر تلك المضاربات في النصف الثاني من التسعينات في الأسواق المالية الناشئة. مع هذا التوصيف للوضع الجديد للصرف، هل يمكن الحديث عن استقرار نقدي في ظل التحرير المالي مع تحقيق نمو اقتصادي و أكثر من ذلك الحفاظ على استقرار هذا النمو؟.

2-3- التقلبات الشديدة في أسعار الصرف :

(Volatilité) كما تدل عليه الترجمة القابلية و السرعة في التبخر و التطاير[127] حيث أن مالية حركة الصرف أدت إلى عدم الاستقرار و الفجائية و السرعة في تقلب سعره. هذا التقلب في ظل الصرف المرن أو المعوم يعكس فروقات ذات أهمية يصعب تسييرها تصل إلى ± 15% من السعر النسبي[128] و المثير ليس فقط هذه النسبة إنما الاستقلال التام عن متغيرات أساسية كفروقات أسعار الفائدة، اختلال التوازن في ميزات المدفوعات و حتى فروقات الأسعار على السلع و الخدمات، لكنه يرتبط بالحجم الهائل لتحويلات الصرف.

---

[125] بيتر مارتين هانس و شومان هارالد، **فخ العولمة، الاعتداء على الديمقراطية و الرفاهية** – ترجمة عباس عدنان علي – سلسلة عالم المعرفة – الكويت 1998، ص118.

[126] زكي رمزي، **مرجع سبق ذكره،ص** 161.

[127] يوسف محمد رضا، **قاموس الكامل الوجيز**، فرنسي – عربي – لبنان، طبعة جديدة 1996.

[128] Brunhoff (De) Suzanne , l'instabilité monétaire internationale – in – Chesnais François (éditeur) ,Mondialisation financière , Genèse, coûts et enjeux , Syros , Paris 1996, p35.

هذه التقلبات في أسعار الصرف هي محصلة عمليات الصرف المضاربية و حتى التدفقات الرأسمالية بغرض المضاربة على الأصول المالية و هي في ذات الوقت محفز لها حيث تغذي التقلبات حركات المضاربة في مسار دوري ينتهي عادة بانهيار عملة معينة أو عملات. و من اجل كبح تقلبات الصرف اتخذت عدة إجراءات من بينها ضريبة "توبين" و هي ضريبة دولية تحمل اسم مقترحها تدفع على المعاملات قصيرة الأجل في أي فضاء مالي عند التحول من عملة لأخرى سواء محليا أو على الصعيد الدولي من طرف مقيمين، و من المفترض أن تكبح هذه الضريبة حركة المضاربة بجعل المتاجرة في العملات مكلفة، ليقتصر التحويل أو الصرف على تغطية عمليات حقيقية كالمبادلات التجارية و تدفقات الاستثمار المباشر أو حتى عمليات مالية كتدفقات الاستثمار في الحافظة مما يعطي فرصة الاستقرار لأسعار الصرف، لكن الواقع على خلاف ذلك، فالأكيد أن هناك محاولات أخرى للحد من المضاربة من خلال الضرائب و الرسوم غير ضريبة توبين، لكنها في غالبها غير فعالة إذ لا تتسق مع سيرورة تحرير رأس المال أو أثارها عارضة عندما يكون الهدف الاستمرارية أو أثارها هيكلية عندما يكون الهدف مؤقتا.

فما حدث في سوق الصرف من لا ضبط و تقلبات في الأسعار هو بالتأكيد في صالح مقتنصي الأرباح لكنه ليس كذلك بالنسبة للدول التي لم يعد متاحا لها جذب و تحفيز الاستثمارات من خلال الأدوات التقليدية في السياسة الكينزية (النقدية و المالية)[129] و لا حتى تشجيع الصادرات بالخفض التنافسي للعملة (خارج التكتلات و الاتفاقيات) أمام ضغط المضاربة حتى مع أسعار صرف مثبتة.

هذه الدول أصبحت في مواجهة مثلث اللاتوافق (Triangle d'incompatibilité) مع الانفتاح و في ظله لا يمكن ضمان في الوقت نفسه :

- حرية رؤوس الأموال و الانضباط على حركتها.

- الاستقرار النقدي و سعر صرف ثابت أو مستقر.

[129]Senarclens (De) Pierre , la mondialisation, théorie, enjeux et débats – Dalloz – Paris , 2002, p106.

- القدرة على دفع الإنعاش الاقتصادي ، أو على الأقل استبدال هذا الهدف باستقلالية السياسة النقدية [130] لو تم الاكتفاء بأهداف نقدية مالية.

3- مخاطر في النظام البنكي الدولي :

و لو أنه لا يوجد ما يفصل المنظومة البنكية عن محيطها المالي و النقدي إلا أنه قد يصح الحديث عن نظام بنكي دولي طالما تم الانتقال من تدويل النشاط المصرفي و الصناعة المصرفية إلى عولمة التمويل و ميكانيزمات الدفع إلى تدويل الخطر و من ثم تدويل ميكانيزمات الضبط و التعديل. كيف تم الوصول إلى هذه المرحلة؟ الإجابة تكمن في ممارسة عولمة أسواق المال لتفاعلاتها على المنظومة البنكية التي يمكن رصدها فيما يلي:

3-1 - توصيف النظام البنكي :

كما رأينا سابقا عولمة أسواق المال المنصرفة إلى الوحدات و الأجزاء هي عولمة كذلك لسوق الصرف و للبنوك، فالصناعة المصرفية عملت على تجديد و تطوير الخدمات البنكية و إزالة الحدود بينها و بين الخدمات غير البنكية مع السماح للمؤسسات المالية غير البنكية الدخول إلى ميدان الائتمان المصرفي و السماح للبنوك ذاتها ولوج مجالات جديدة.

الاتجاه السائد دوليا هو توحيد القواعد الموضوعية الخاصة بالمعاملات المالية بصفة عامة مع السعي لتحرير هذه المعاملات في إطار مفاوضات (OMC) [131].

ما يقال عن الاندماج المالي لأسواق المال ينصرف إلى الاندماجات البنكية المتزايدة أفقيا و عموديا

من ناحية أخرى التطورات التكنولوجية مكنت البنوك من التوسع عبر شبكة الانترنيت بدل إقامة الفروع الكثيرة و تحمل التكاليف و بالتالي الفروع الافتراضية مع النقود الإلكترونية على الشبكة خلقت ما يمكن وصفه بـ "الحدود المتلاشية" تلك التي تخلقها الجغرافيا و تقفز عليها التكنولوجيا

---

[130] Brunhoff, op.cit, p 49.

[131] دويدار أحمد، الملتقى الدولي الأول حول **الجزائر و النظام العالمي الجديد للتجارة** – عنابة – أفريل 2002، ص24.

الحديثة. كما أن فترة التحرير المالي جعلت و رغم الدعوة إلى الصرامة النقدية الداخلية من الممكن تخفيف أدوات الضبط. كل ما سبق انعكس فيما يلي:

- تراجع الودائع في هيكل الخصوم كمورد مالي و بدل التوسع في القروض هناك ميول تجاه الأسواق المالية يظهر ذلك جليا في بنوك السوق(Banque de trésorerie - marché).

- تزايد إصدار السندات و التعامل في الأوراق المالية القابلة للتجديد و هي قصيرة الأجل و استخدامها لتمويل قروض مورقة.

- تزايد العمليات المسجلة في خارج الميزانية (Hors- bilan) و التي قد تصل حتى 5 مرات العمليات المسجلة في الميزانية[132].

و مع تعاظم دور فئة جديدة من المستثمرين الماليين و هي المستثمرين المؤسساتيين ممثلين أساسا في (صناديق التقاعد/المعاشات- Fonds de pension) يتم بالفعل التحول من عقلية المصاريف التجارية المشكلة على أساس مخاطر الائتمان فقط إلى عقلية مصارف الاستثمار المشكلة على أساس مخاطر السوق[133]، هي إذن صناعة مصرفية تحاول جعل الخدمات المالية و البنكية أكثر تجانسا و تكاملا و نمطية و أكثر قدرة على تجاوز الحدود الوطنية و حتى أكثر تنافسية في تثمين رأس المال.

3-2- **تركيبة جديدة للخطر** :

مع عولمة التمويل و عولمة ميكانيزمات الدفع و أدوات التعامل جاءت الحاجة إلى عولمة أدوات الضبط فالأخطار البنكية التقليدية تم تجاوزها ليس بإلغائها و إنما تقليصها و التغطية و التحوط منها، خطر المعدلات (العائد، الفائدة و الصرف) تم تحويله لمشتري الأوراق المالية قصيرة الأجل القابلة للتجديد.

أما خطر الطرف المقابل و السيولة و عدم القدرة على الوفاء و خطر القرض تراجع مع سوق مالي للأوراق المالية لكل الاستحقاقات أكثر عمقا و سيولة (خاصة إذا تميز بالكفاءة) و مع ما تتيحه

---

[132] Coussergues (De) Sylvie , Gestion de la banque , Paris ,1996, p97.

[133] فؤاد مرسي، **الرأسمالية تجدد نفسها**، سلسلة عالم المعرفة الكويت 1990 – نقلا عن رمزي زكي – مرجع ساب، ص101.

تقنية التوريق من إمكانيات[134] .بينما الأخطار العامة تم التحوط منها عبر الضمانات و التأمينات من الهيئات الدولية المختصة، في المقابل ظهرت أخطار بنكية جديدة على شاكلة :

-الامتياز المعطى لـ (خارج الميزانية)، بما أن هذه العمليات لا تنسحب إلى تدفقات نقدية حقيقية و إنما مجرد التزامات (على عملات، على أوراق مالية، بالضمان، بالتمويل) قائمة على التوقعات أي على الخطر.

- خطر الخطأ مرتبط بحداثة الأدوات المالية المتعامل بها (المشتقات المالية) و التسجيلات المحاسبية المتعلقة بها، أيضا حداثة التعاملات في التوريق و ما يطرحه طالب قرض مورق جديد من صعوبات متعلقة بالمتابعة المحاسبية مقارنة مع التسيير المعتاد للقروض مما يولد خطر الطرف المقابل، خطر القرض وعدم الدفع بسبب اختلاف الوثائق المالية المنشورة و المتعامل بها.

-الخطر النظامي ينشأ هذا الخطر من ميكانيزمات الدفع داخل النظام و بالتحديد الودائع

البنكية و آليات المقاصة بين البنوك، حيث يؤدي السحب المكثف من أحد البنوك (لأسباب حقيقية أو وهمية) و إحداثه لأزمة إفلاس إلى تعميم الإفلاس على النظام البنكي ككل و هو خطر تصعب التغطية معه.

- خطر الديون المعدومة ليس على مستوى جزئي إنما على مستوى كلي أو حتى دولي فهي ليست ديون شركات إنما ديون دول و هي ضخمة و تتشارك فيها عدة بنوك فهي قروض مشتركة يتزايد الخطر مع الدعوة لتخفيف أو حتى إلغاء ديون الدول النامية و لو جزئيا[135].

و هي أخطار تم تدويلها مع الأزمات المالية المختلفة بعد أن تم الانتقال من البعد الوطني إلى البعد الدولي في كل المعاملات بما فيها المالية، حيث وضعت العولمة نهاية لـ "الوطني" كبعد و كبداية و كمدخل استراتيجي للأعوان الاقتصادية[136]. في وضع كهذا تنبعث دعوات للعودة إلى الضبط المالي و الصرامة النقدية و انتهاج سياسات أرثوذكسية.

---

[134] Bourguinat, op.cit, p107.

[135] Esposito Marie Claude, Azuelos Martine , Mondialisation et domination économique , Economica , Paris, 1997, p91.

[136] Senarclens, op.cit, p 82.

3-3- قواعد الحذر:

بدأت حركة تدويل البنوك سنة 1965 مع الرقابة و التنظيم على البنوك على المستوى الوطني و استمرت بهدوء حتى إفلاس البنك الألماني(Herstatt) سنة 1974 و البنك الأمريكي في نفس السنة[137]، هذا الحدث كان من وراء الإصدار على ضرورة التحوط من أي أزمة بنكية أو مالية شاملة مرتقبة و تم إنشاء ما اصطلح عليه (لجنة بال Comité de bâle) ما بين سنتي 1974 و 1975 التي عمدت إلى :

- مراقبة النشاط البنكي الدولي و الأسواق المالية و الأنشطة و الخدمات المالية المعولمة و التي أعطت الأخطار البنكية خاصة النظامية بعدا دوليا.

- ضرورة التنسيق بين السلطات النقدية في البلد المستقبل و البلد الأصلي[138]، حيث يضمن البنك المركزي للبلد المستقبل سيولة البنوك الفرعية في حين يضمن البنك المركزي للبلد الأصلي القدرة على الوفاء و السداد (1981 – 1983) [139].

- تثبيت معايير الحرص و الحذر مع تبني نسب مالية دولية، حيث كان سنة 1988 ميلاد نسبة دولية للوفاء هي (نسبة كوك Ratio Cook) أي بعد تدويل الخطر تم تدويل الحرص فعليا مع آفاق سنة 1993 و التي تهدف بشكل مختصر إلى عدم التوسع المفرط في الائتمان و حماية المودعين و عدم المتاجرة سوقيا بأموالهم .

4- إختلالات في المالية العامة[140]

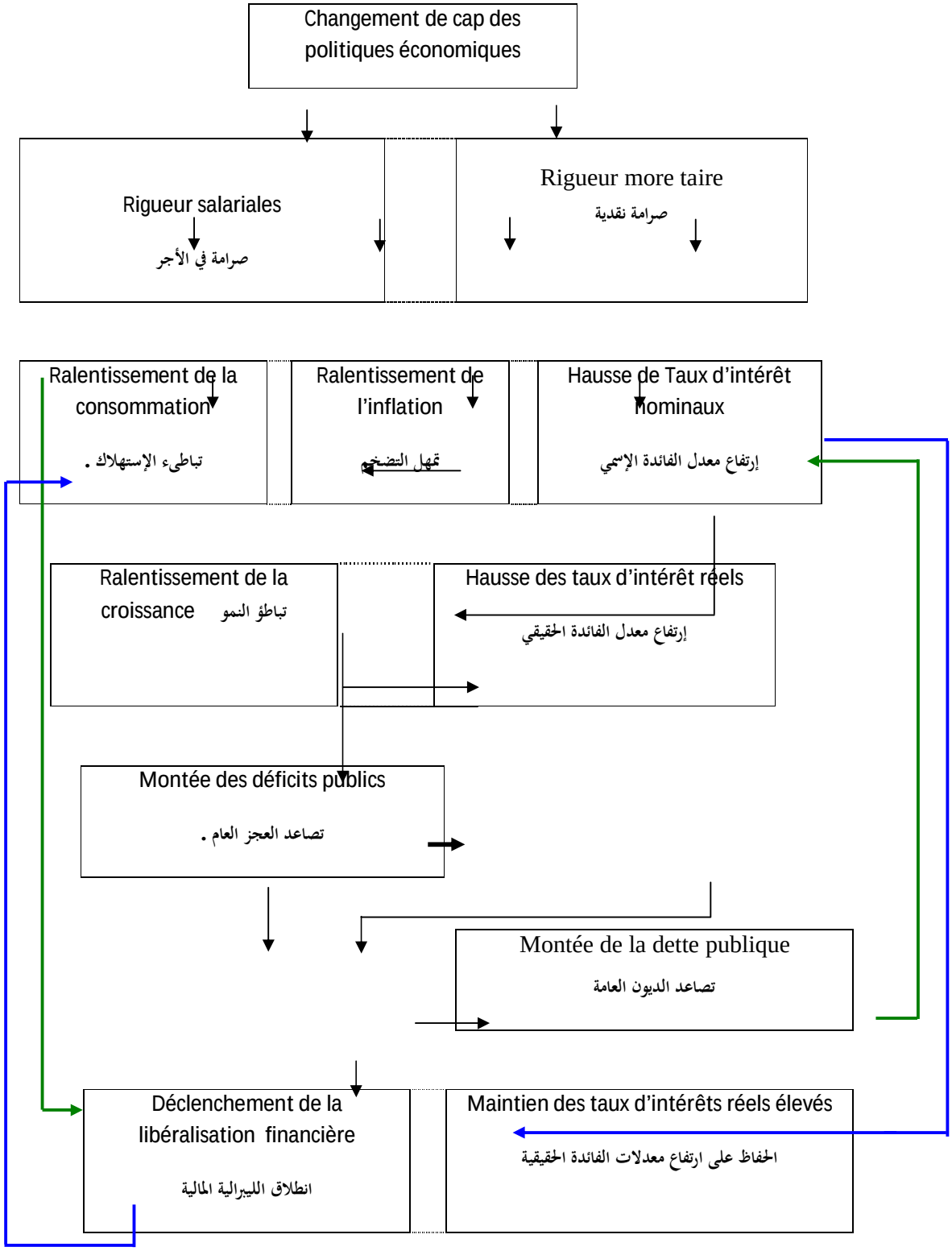
إن الثورة الحديثة للدول المصنعة تميزت بعدم الاستقرار المالي وتمهل في النمو الاقتصادي، الأزمات نجحت بسرعة في أسواق المبادلات وأسواق رأس المال الدولية، وهذا ناتج عن التحولات للاقتصاد العالمي في نهاية هذا القرن وهي من أحد الأبعاد الرئيسية لعولمة أسواق المال، دون تجاهل السياسات العامة في إخلال الاقتصاد العالمي والمخطط التالي يوضح التشابك الجهنمي أو كيف أن السياسات اللبرالية قادت لعدم الاستقرار والإنهيار المالي:

---

[137] Esposito, op.cit, p 91.
[138] Coussergues, op.cit, p 57.
[139] Bourguinat, op.cit, p 110.
[140] Brunhoff (De) Suzanne, op.cit, p98.

شكل رقم:08

L'engrenage infernal ou comment les politiques libérales ont conduit à l'instabilité et la dépression financières



Montée de la finance spéculative تصاعد مالية المضاربات		Montée de l'instabilité financière تصاعد عدم الإستقرار المالي .

Ralentissement de l'accumulation du capital productif تباطؤ تراكم رأس المال الإنتاجي

Source : Suzanne de brunoff et d'autres, la mondialisation financière, Syros, 1996, p105.

من المخطط يتضح أن سير الليبرالية وعولمة أسواق المال علمت بصدمات وارتجاجات وأزمات مالية مصادق عليها، أبعادها الدولية كانت طيلة الفترة المعتبرة لميلاد عولمة أسواق المال والجدول التالي يقترح التسلسل الزمني للصدمات المالية الرئيسية منذ 1970 يمكن تقسيمها إلى ثلاث أوجه كنتيجة لإتباع نظام مالية السوق المعولمة، وهي ما اعتبرت الوجه الأخر لعولمة أسواق المال الوجه غير الفعال.

جدول رقم 04 : التسلسل الزمني للصدمات المالية من 1970

الوجـه	الولايات المتحدة الأمريكية	أوروبـا	اليابـان	البلدان الصناعية الجديدة (NPI)
الوجه الأول: 1960-1980 - نظام عالمي مدمج. - التكامل غير المباشر من طرف أسواق الاورو دولار. - تطور النظام المالي الأمريكي نحو المالية العامة والتحرر المالي	- إختلال في أسواق أوراق الخزينة وإفلاس مجموعة(PENN) المركزية إستقلالية، (1969- صيف 1970). - إفلاس البنك المحلي (Newyorkaise-franlinnationale) - خسائر في أسواق المبادلات. - إختلالات في بنوك أمريكية أخرى(ماي-أكتوبر 1974)	- أزمة البنوك الثانوية الانجليزية المتخصصة في القروض الغير منقولة(نهاية 1973-1974). - إفلاس البنك الألماني Herstatl. -مفقودات في أسواق المبادلات. - اختلالات في أسواق الاورو دولار(جوان-جويلية 1974)	لا توجد صدمة معرفة.	لا توجد صدمة معرفة.
الوجه الثاني: 1980-1985. - الارتفاع الإجمالي لمعدلات الفائدة. - لا تضخم. - ظهور المالية المباشرة والتكامل من خلال التحكيم. - رفع الحواجز، الاختلالات المالية. - المرور للتوريق للدين العام	-الأثر القوي لأزمة ديون العالم الثالث. جمعت مع اثر معدلات الفائدة وكساد في الزراعة والقطاع البترولي، أدت إلى: - الأزمة الأولى في صناديق الادخار(1881). - إفلاس البنك المحلي(Penn square) جويلية 1982. - إفلاس بنك (Seattle first) ودمج الطوارئ مع بنك أمريكا(1983) - إفلاس	- الانعكاس المحدود لأزمة الدين لدول العالم الثالث، على البنوك الأوروبية ولكن مع نقل خصوم الميزانية.	لا توجد صدمة معرفة.	أزمة المدفوعات لديون المكسيك 1982، تلتها صعوبات الدفع في البرازيل، الأرجنتين... - شبه توقف للديون (لتمويل الديون الداخلية نحو أمريكا اللاتينية(1983-1986)

	continental Illinois (1984) - قفزة في أزمة صناديق الادخار			
الوجه الثالث: 1995-1986 - غياب ميكانيزمات الأسواق المالية - دمج الأسواق المالية في تقدم العولمة المالية	- دعم من البنك الإقليمي، texane first (republic) (1986) - انهيار بورصة وول ستريت مع انعكاس على الأسواق المشتقة في شيكاغو(اكتوبر87). - انهيار أسواق effets de pacotilie (junk bonds) نيويورك(1989) - إفلاس بيت السمسرة drexel bruham lambert(1990) - أزمة نهائية وانقاد إجباري لصناديق الادخار الخاصة(1990-1989) -إفلاس البنك المحلي لـ بوستن بنك إنجلينو الجديدة جويلية90-جانفي 1991). - اهتزاز أسواق السندات فيفري مارس 1994). - انهيار سهم الدولار مارس افريل 1995)	ارتجاج في مقصورة FRN (floating rate) notes لأسواق أورو. - انهيار الأسواق المنقولة(1990) صعوبة كبرى للبنوك في Suède Norvège - صعوبة مغطاة في فرنسا التي انفجرت في 1994(crédit lyonnais) محيط مديري المؤسسات...الخ - مضاربات في أسواق المبادلات وموت SME (ماي-أكتوبر 1992). - مضاربة ضد الفرنك الفرنسي صيف 1993.	إنعكاسات على البنوك اليابانية من اختلالات FRN - انهيار الأسواق المنقولة تليت بالأسواق المالية(90-1991) - تراكم الديون من طرف البنوك. -إفلاس البنوك الخاصة في المنقولات(94-1995). - صعوبة العديد من البنوك التجارية وصناديق الادخار(1995-1994)	-انهيار في المكسيك لأسواق السندات والمالية -انهيار خام لعملة peso (ديسمبر 1994، جانفي 1995). - بداية العدوى نحو الأرجنتين و البرازيل. - إختلالات في جميع الأسواق الناشئة.

Source : Suzanne de brunoff et d'autres, la mondialisation financière, Syros, 1996, p255.

III- مخاطر عولمة أسواق المال و الأسواق الناشئة:

تعتبر الأسواق الناشئة إحدى عوامل الجدب ذات الأهمية في الدول النامية و هي امتداد لسوق المال الدولي من حيث الزمان و المكان، وقد عرفتها مؤسسة التمويل الدولية بأنها أسواق في الدول منخفضة و متوسطة النمو بدأت فيها عمليات التغيير و النمو في الحجم والتعقد وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو و التقدم[141] . ولم تستثني هذه الأسواق من موجة التحرير و التجديد المالي و السيادة النسبية لتقنية التو ريق على حساب القروض وكل مظاهر عولمة أسواق المال و مؤشرات السياسات الليبرالية وهي مختلفة عن المراكز المالية خارج الحدود كونها محاطة بإطار تنظيمي و تشريعي و ترعاها بشكل رسمي حكوماتها و عادة ما تكون الرعاية لأهداف وطنية ووفق خطة تنموية شاملة (حالة كوريا الجنوبية)، لذلك من غير الممكن تصنيفها كملاذ لمتهربي الضريبة و تبيض الأموال بشكل حصري.

أهم هذه الأسواق هي التي تميزت بتوفر عوامل الجدب فيها في مراحل سابقة، كاستقرار الاقتصاد الكلي و أسعار الصرف و تحرير حسابات رأس المال و ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي و المضي في برامج الخوصصة و محدودية دور البنوك التجارية في تمويل رأس المال الثابت. إذا تجتمع العوامل الداخلية السابقة مع عوامل خارجية تنحصر أساسا في انخفاض معدلات الفائدة في أسواق المال الدولية و الركود الاقتصادي و توسع أوعية الادخار إلى المستثمرين المؤسساتيين على شكل صناديق المعاشات، تتلاقى هذه العوامل لتدعم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية حيث اندمجت الدول النامية في التمويل العالمي، وقد يتضاعف تدفق رؤوس الأموال الخاصة أربع مرات إلى البلدان النامية في الفترة مابين عامي 90 و 94 وتبلغ هذه التدفقات نحو ثلاث أرباع كافة تدفقات الموارد الصافية طويلة الأجل وأصبحت التدفقات أكثر تنوعا مما كانت عليه [142] و في هذا الصدد وجدت الأسواق الناشئة نفسها أمام تدفق هائل للموارد المالية و في أوعية استثمارية متنوعة تعدت

---

[141] صقر عمر، **العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة**، الدار الجامعية مصر، 2001، ص106.

[142] ضياء قريشي، **العولمة فرص جديدة و تحديات صعبة**، مجلة التمويل و التنمية، مارس 1996، ص31.

بكثير نظام القروض، لتجد نفسها أمام إشكالية هيكل رأس المال و المفاضلة بين مصادر التمويل وفق ثلاثية التكلف، الخطر و السيطرة [143].

إذا المخاطر المؤكدة من التحرير المالي و مايصاحبه من عدم الانضباط و عدم الخضوع للقوانين هي مؤكدة لان التجارب و واقع الحال فرضاها، إذا لا يمكن الحديث عن عولمة أسواق المال دون الإشارة لما آل إليه وضع الفقراء في العالم حتى أن النمو و عدد الفقراء لم يعودا في تضاد إذ يمكن أن يزيدا معا إذ ماظل مقتصرا على معدلات في الناتج المحلي، كما لايمكن تجاهل الأزمة المالية في دول مختلفة.

من هذا المنطلق كانت تعرية الخطاب الليبرالي الانفتاحي المغري لهذه الدول ضرورة لاتنقص من الموضوعية شيئا و هذا حتى لايتم الحكم على التحرر لا جزافا و لا إطراءا، دون النفاذ إلى عمق التجربة و تفاصيلها كمحاولة تستجدي تقديم هذا المبحث عبر ثلاثة نقاط رئيسة.

1-الأسواق الناشئة و عدم الاستقرار:

يؤدي الانفتاح المالي في بعض الأحيان و في ظروف معينة إلى النمو و لكن يؤدي في غالب الأحيان إلى اختلال الاستقرار و الشواهد على ذلك تتعدد أهمها الأزمة في جنوب شرق آسيا و ما سبقها في المكسيك و ما تلاها في البرازيل و روسيا و الأرجنتين.

النظرية الاقتصادية كما تبرز فوائد التحرير التجاري، تبين كذلك نظريا كيف أن الانفتاح المالي و التحرير له أيضا فوائده حيث حرية رؤوس الأموال تحرك الادخار الفائض في نقطة معين في العالم إلى الاستثمار الباحث عن التمويل في نقطة أخرى حتى لاترتفع معدلات الفائدة الحقيقية بشكل حاد، فهناك وضع معين يفرضه التحرير التجاري تم تفسيره كظاهرة وصفت بالمرض الهولندي [144] هذا الوضع مميز بانتقال المواد أو عنصري الإنتاج العمل و رأس المال من قطاع إلى آخر عندما ترتفع على نحو مفاجئ عائدات الصادرات في قطاع اقتصادي معين متسببا في نمو سريع لهذا القطاع و بدرجة اقل في قطاع السله غير الداخلة في التبادل على المستوى الدولي مقابل

---

[143] جاك غلين و برايان بينتو، **أسواق رأس المال و شركات البلدان النامية**، مجلة التمويل و التنمية، مارس 1996، ص38.

[144] Combes jean-Louis et alli, Ouverture sur l'exterieure et instabilité des taux de criossance, CERDI, CNRS et université d'auvrage, France,16 décember 1999, p7.

انحدار و تدهور في قطاعات السلع الداخلة في التبادل غير تلك المستفيدة من العوائد المرتفعة. إن ظاهرة المرض الهولندي توسعت لتشمل الاستجابة لصدمات خارجية أخرى على نحو دخول مفاجئ و سريع لرؤوس الأموال حيث الدخول الصافي لهذه الأموال يحل محل تحسن شروط التبادل، محدثا توسعا في النشاط الاقتصادي بسبب زيادة الطلب الإجمالي حيث تحدو الاستثمارات المحلية حدو تلك الأجنبية بمعنى يمول القطاع الذي تدفقت رؤوس الأموال الأجنبية لتمويله، و تكون النتيجة تثمين سعر الصرف الحقيقي و في نظام الصرف الثابت يكون الأمر أكثر تعقيدا حيث تكون زيادة في الكتلة النقدية و معدلات التضخم بينما يكون التثمين نسبي إذا كانت العملة معومة و النتيجة تعريض تنافسية قطاع الصادرات للاهتزاز و يحدث الأثر العكسي عند خروج رؤوس الأموال معرضا عددا من القطاعات إلى الخطر كالذي حدث في جنوب شرق أسيا التي لم تكن برأي الاقتصادي (Krugman) أزمة صرف مرتبطة باختلال معطيات الاقتصاد الكلي و إنما أزمة مالية مرتبطة بضعف و رخاوة الأنظمة المالية مما دفع إلى عدم انتظام معدلات النمو ومعدل الانفتاح المالي باعتباره هو مجموع التدفقات السنوية (موجودات و التزامات لرؤوس الأموال) بشكل استثمارات مباشرة و استثمارات في الحافظة كنسبة في الناتج المحلي الخام، وهنا لابد من التفرقة بين تدفقات رؤوس الأموال فمنها رؤوس أموال ساخنة تبحث عن اقتناص فروقات أسعار الفائدة و الصرف و أسعار الأصول المالية و الاستقرار السياسي، حيث اتبثت دراسة للبنك الدولي أن رؤوس الأموال تنتقل إلى الدول بحثا عن معدلات النمو المرتفعة بهدف اقتسام الثروة [145]وهي رؤوس أموال عائمة، قصيرة الأجل تمثل في كل الأحوال عامل لعدم الاستقرار و أخرى رؤوس أموال مستثمرة تستجيب لعوامل حقيقية كالمناخ الاستثماري العام و الاجتماعي م معدلات النمو و الأسعار بما فيها الصرف و الفائدة و هي رؤوس أموال طويلة الأجل، قد تكون في ظروف اقتصاد كلي مستقرة عامل للنمو.

كما تأخذ الحركة الفجائية و العشوائية لرؤوس الأموال بدورها اتجاهين، الأولى دخول رؤوس الأموال قصيرة الأجل بإحجام كبيرة و بشكل فجائي مسببة زيادة عجز الموازين الجارية بسبب فقدان المركز التنافسي عند ارتفاع سعر الصرف للعملة الوطنية و زيادة معدلات التضخم بسبب زيادة

---

[145] عفيفي سامي، **التجارة الخارجية بين التنظيم و التنظير**، الجزء الثاني، الدار اللبنانية المصرية 1993.

الطلب الاستهلاكي عند زيادة الكتلة النقدية و ارتفاع أسعار الأصول بما فيها المالية و العقارات. أما الثانية خروج رؤوس الأموال بنفس الإحجام و الفجائية مسببا انخفاض الأسعار بمافيها أسعار الأصول المالية و العقارية و سعر صرف العملة الوطنية و تراجع معدلات الربح و زيادة العجز في ميزان المدفوعات و استنزاف الاحتياطات الدولية، هذه المتغيرات النقدية و المالية تعمل على توجيه دائرة الاقتصاد الحقيقي وفق الآلية التي طرحها (Jean-louis combes) عن إمكانية تفسير اثر حركة رؤوس الأموال في ظل التحرير على استقرار النمو ضمن نظرية أو ظاهرة المرض الهولندي. مكمن الخطر في تدفقات رأس المال هو عمل رأس المال الساخن لتحقيق أهداف رأس المال طويلة المدى، فإذا كان الأول يبحث عن حصد للأرباح السريعة فهو سريع و متقلب و فجائي يعمل على إرباك المؤشرات النقدية لصالح رأس المال المستثمر سواء بشكل مباشر أو من خلال الحوافظ المالية و هو يتميز بالاستقرار حيث يمتلك طاقات إنتاجية من الصعب تصفيتها في المدى القصير في حين تتحين الفرص لتملك مزيدا من الأصول.

إذا فكرة الاعتماد على التمويل الأجنبي هي في حد ذاتها زعزعة للاستقرار رغم مايطرحه هذا التمويل من تسهيلات للدول النامية، لذلك فان مقولة كل ماهو دولي معادي للوطني لاتزال تحمل الكثير من الموضوعية و إن صورها الليبراليون على أنها مجرد ايدولوجيا، دون أن يعني ذلك أن الحل يكمن في اتجاه متطرف منغلق.

إلى جانب الأداء الاقتصادي الضعيف للدول النامية و دور الشركات المتعددة الجنسيات و الاستثمارات الضخمة دور في سريان الفوضى و الاضطرابات في هذه الدول بوصفهم قطيع معرض للإصابة بالذعر في اقتصاديات الأسواق الناشئة [146] وذلك من خلال التهافت الجماعي على بيع استثماراتهم لمجرد شعورهم بالخطر حتى إن قام ذلك على مجرد توقعات فردية، و ذلك مباشرة قبل نشوء الأزمة و مع الفرار الجماعي لرؤوس الأموال يتحرك اثر العدوى في أسواق المال مما يستدعي ضرورة أن تضمن الحكومات و جود سياسات و مؤسسات محلية سليمة قبل فتح اقتصادياتها أمام رأس المال الطيار[147]. إن درجة التقلب في استثمار الحافظة المالية تصل إلى

---

[146] ادواردو بورنيشتاين و جاستون جيلوس، **هل المستثمرين الأجانب قطيع معرض للإصابة بالذعر في الأسواق الناشئة؟** مجلة التمويل و التنمية ديسمبر 2001.

[147] يورري دادوشي و آخرون، **الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة**، مجلة التمويل و التنمية ديسمبر 2000، ص54.

0.43% في حين تصل إلى 0.35% بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر و 0.71% بالنسبة للقروض من البنوك التجارية مابين سنوات 92-97، مع الإشارة إلى أن نسبة الاستحقاقات قصيرة الأجل إلى إجمالي ديون الدول النامية تحولت من 12% سنة 90 إلى 20% سنة 97 [148] حسب إحصائيات بنك التسويات الدولية .

و تتعمق الآثار السلبية مع الاندماج العمودي بين البورصات و أسواق الصرف حيث نلمس حركة الاندماج و التكامل المالي في المسار التالي:

في مايو 97 بدأت أزمة العملة في تايلندا و ازدادت حدة في جويلية 97 عندما تخلت عن تثبيت سعر الصرف، ثم عمدت الفلبين إلى تعويم عملتها 11 جويلية 97 عندما لم تستطيع بدورها المحافظة على ثبات صرف عملتها ثم في 21 جويلية97 تعرضت العملة الماليزية للانهيار و في منتصف اوكتوبر 97، انهارت عملات كل من اندونيسيا و تايلندا بنسبة 30% و ماليزيا و الفلبين بنسبة 20%، ثم تعرضت أسواق الأوراق المالية إلى انخفاض كبير في الأسعار و انتقلت العدوى إلى أمريكا بعد أيام قليلة مما أدى إلى انخفاض في مؤشر كل من بورصة نيويورك بـ7% و لندن و طوكيو و انخفضت الأسعار في سيدني بـ 7.5 %و مانيلا بـ6 % و في فرنسا بـ 7 % [149] . و هذا ما يدعم الطرح السابق بأن الأسواق الناشئة مدخل للازمات و عدم الاستقرار في معدلات النمو و الذي يدفع المضاربين إلى مثل هذا السلوك هو معدلات الأرباح على مثل تلك العمليات التي تتراوح بين 50 %و 200 % [150]و توسعت المضاربة و الرأسمالية المالية لتستقطب كل المجالات العالمية الكبرى.

2-إشكالية العلاقة بين النمو و الفقر:

هذه الثنائية معقدة حيث لا يمكن النفي أو إثبات صحة العلاقة بين التحرير المالي و زيادة معدلات النمو و إنما يهمنا مدى صحة العلاقة بين النمو و تراجع الفقر، و تحديد السببية أي من منهما يحدث الأول و يجر معه الثاني، من ناحية النمو الاقتصادي الحقيقي يدفع بأعداد الفقراء للتراجع من نواحي عديدة كمتوسط دخل الفرد من إجمالي الدخل غير أن ذلك يقترن بعدالة توزيع

---

[148] جيرمي كليفت، **فيما وراء توافق آراء واشنطن**، مجلة التمويل و التنمية سبتمبر 2003، ص9.

[149] صالح مفتاح، **العولمة المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة ،العدد02، جوان 2002، ص ص222-223.

[150] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص128.

الدخل نحو إعادة لتوزيعه حتى لا يزيد متوسطي الدخل و الأغنياء ثراءا و يزيد الفقراء بؤسا و هذا هو الاتجاه القائل بان السياسات التي تهدف إلى النمو وحدها قادرة على تخفيض أعداد الفقراء، و من ناحية أخرى يبرز الاتجاه القائل بأن السياسات التي تخفض أعداد الفقراء من خلال مزيد من الإنفاق الحكومي هي القادرة على دعم النمو الاقتصادي بشرط أن لا ينسحب ذلك إلى مجرد إعادة توزيع الثروة و إنما التركيز على استقرار الاقتصاد الكلي .

فإذا افترضنا جدلا تركيز سياسات النمو مكافحة الفقر يبرز التساؤل كيف يتحقق النمو في ظل محدودية الخيارات، سياسة مالية توسعية يعمل الإنفاق الحكومي من خلالها تحسين البنية التحتية لتشجيع الاستثمار و خلق مناصب العمل أم سياسة متشددة تدعم الوضعية التفاوضية في أسواق المال ؟، تحرير الأسعار و تخصيص امثل للموارد و تهيئة الوضع لتدفق رؤوس الأموال الأجنبية من خلال الاحتفاظ باحتياطات صرف مرتفعة أم حمائية لصالح الصناعة الوطنية و السيادة و الحفاظ على الطبقة الوسطى؟، أم إصلاح المؤسسات ومكافحة الفساد أو الإبقاء على الوضع الحالي لصالح فئات معينة محلية أو أجنبية؟. الإجابة ليست عبتية لأن لكل خيار تكاليفه غير أننا بينا سابقا أن النموذج الاقتصادي غير الواقع و أن بين التحرير المالي و النمو مسافة تضيق حينا لصالح النمو و تتسع أحيانا لمزيد من التراجع في الأداء الاقتصادي، ولا يبدو التحرير التجاري بعيدا عن هذا القياس لذلك يمر إثبات أن العولمة لصالح الفقراء [151]، عبر إثبات أن العولمة و الانفتاح و التحرير لصالح النمو.

3-تجارب الواقع:

في الفترة بين 1986 و 1995 انخفض معدل الفقر في ماليزيا بنسبة الثلثين، بينما انخفض في تايلاندا إلى النصف من 26% إلى 13% و في المقابل تباطأت معدلات تراجع الفقر في أمريكا اللاتينية لان معدلات النمو في شرق أسيا تفوق تلك في أمريكا اللاتينية، وقد تم تفسير هذا التباين بين المنطقتين خاصة في معدلات النمو من خلال تباين مستويات الادخار و الاستثمار و كذلك درجات الانفتاح و في درجة اقل مستويات الأداء من حيث الإنتاجية و التنافسية و قد وصفت أمريكا اللاتينية بالتراجع النسبي في هذه المعايير مما أعاق النمو لصالح النظام المالي و

[151] كفين واتكنزن، **حتى تصبح العولمة في خدمة الفقراء**، مجلة التمويل و التنمية مارس 2002، ص ص24-26.

الفوائض[152]، حيث أصبحت هناك موازنات أكثر توازنا و معدلات تضخم اقل و نسب اقل للدين الخارجي مما أوحى بوجود نمو اقتصادي، إلا أن الوضع كان مختلفا في ظل ارتفاع معدلات البطالة في كثير من بلدان المنطقة ليبقى انتشار الفقر على ما هو عليه بينما أدى الانفتاح المطلق للسوق المالي إلى تعريض الدول للمخاطر مثل التدفقات المرتفعة من رأس المال الخاص قصير الأجل التي بإمكانها الخروج وقت ما شاءت من أي بلد بنفس السرعة التي دخلت بها تلك الأسواق.

أما في إفريقيا الوضع جد مختلف، العولمة تتجسد هناك من خلال شركات متعددة الجنسيات حيث مصادر الطاقة و المعادن الثمينة، عدى ذلك تغيب إلى حد ما مظاهر العولمة في شقها المالي عن المنطقة إذ لا توجد أسواق مال بدرجة اندماج عالي مع السوق العالمي، كما أن أنظمة التمويل لا تزال تقليدية في ظل فجوة تكنولوجية و رقمية تشمل الاتصالات و كل الجوانب التقنية .

فلا يزال صندوق النقد الدولي يصر على إتباع النهج الليبرالي الانفتاحي التحرري، و رغم أن عددا معتبرا من الدول ماضية في هذا النهج إلا أن إفريقيا لا تزال مهمشة و مستبعدة من انجازات الليبرالية و لم تتمكن من تخفيض أعداد الفقراء و لا حتى تحقيق أهداف التنمية البشرية[153] .

إذا المعول عليه في التنمية هو تدفقات رؤوس الأموال من خلال التحرير المالي، و من المفترض أن يكون لإفريقيا الصدارة في الاندماج المالي لوجود ثروات هائلة محتفظ بها في الخارج إذ تقدر نسبة هروب رؤوس الأموال إلى الناتج المحلي الإجمالي من 24% إلى 143% في حين لا تستفيد المنطقة بشكل محسوس إلى تدفقات الرأسمالية الأجنبية رغم أن العائد على الاستثمار هو من 20% إلى 30% مقابل عائد يتراوح بين 16 إلى 18% في باقي الدول النامية مجتمعة للفترة 90 – 94 و تكمن وراء ذلك أسباب عديدة أهمها عدم الاستقرار السياسي و الاجتماعي و عدم الالتزام و البنية الأساسية الضعيفة رغم التنازلات فيما يخص نقل الأرباح إلى الدول الأصلية، و برامج الخوصصة و الامتيازات الضريبية، فقد ظل نصيب إفريقيا من الاستثمار الأجنبي المباشر عند 3 % من إجمالي تدفقاته.

---

[152] داني ليبنيجر، **البرنامج غير المكتمل لمكافحة الفقر**، مجلة التمويل و التنمية مارس2001.

[153] شانتيان ديفاراجان ورتيفارانيكا، **جعل الخدمات تعمل لصالح الفقراء**، مجلة التمويل و التنمية سبتمبر 2003.

إن الوضع مستمر على ما هو عليه بعيدا عن الاستشراف و التنبؤ و هذه القراءة لمعالم الأزمة هي ذات دلالة من الناحية التحليلية لان الهدف لم يكن تفاصيل الأزمة و لا عرضها كنتاج لعولمة أسواق المال و إنما من زاوية اثر التحرير المالي على الأسواق الناشئة و مدا تأثيره على سيادة الدول و تحكمها في السياسات الاقتصادية خاصة النقدية و عدم الاستقرار في معدلات النمو مرورا بعدم الاستقرار النقدي و تهاوي العملات في مشاهد شبه السقوط الورقي عبر هجمات المضاربة المدمرة و عدم صمود الأجهزة البنكية الوطنية و مرور التعديل في كل مرة عبر المالية.

خاتمة الفصل:

باختصار عرف النظام المالي – النقدي الدولي بعد انهيار نظام النقد الدولي ثلاثة أنماط للتعديل، بداية السبعينات كاد الاعتماد على إعادة التدوير البترولي الذي منح مرونة لعرض رؤوس الأموال (القروض) و إمكانية الاستجابة لأي طلبات، و هو ما تعثر مع أزمة الدين (1982) و مزاحمة التوريق لاقتصاد الاستدانة.النصف الثاني من الثمانينات صعود للمالية المباشرة الشاملة محل الوساطة التقليدية أي فسح المجال لاقتصاد الأسواق المالية مع الدور الفعال للبنوك في دعم (التوريق)، الاندماجات و الوساطة بدل التركيز على الائتمان. و هو ما تم كبحه سنوات (1987 – 1989) مع الأزمات المالية التي أسفرت عن عودة الأرثوذكسية و الصرامة النقدية و المزج بين أسلوبي التمويل، الائتمان و أسواق المال، أما في بداية التسعينات إلى الآن صعود اقتصاد عالمي للمضاربة . تكرر الأزمات المالية في صيغ جديدة و لكن بذات العمق، انفصال دائرتي الإنتاج و المالية و تضخم الفقاعة المالية إلى حد الانفجار يؤكد على أن عدم الاستقرار لم يعد عارضا بل هو كامن في النظام المالي النقدي الدولي و أن كل محاولات الحيطة، الحرص و الحذر ليست لتثبيت الاستقرار إنما لتسيير و إدارة حالة عامة من عدم الاستقرار يركن إليها رأس المال المالي و يبني عليها مضارباته و ينسج منها المزايا النسبية المكتسبة و يعيد تخصيص الموارد على هذا الأساس. لم يكن ذلك متاحا إلا في ظل العولمة المالية التي تعبر في جوهرها عن تطلعات رأس المال المالي و الشركات متعددة الجنسيات. و هي التغيير في كثير من المفاهيم و السياسات و الآليات و الأبعاد و حتى المقاربات النظرية التي لم تطورها و إنما جددتها فهي توقف الفكر الاقتصادي عند مفاهيم و مرتكزات الفكر الواحد أو الفكر الليبرالي بصياغاته الأكثر حداثة و الموصوفة بكونها مقدسة.

في هذا الإطار يصعب افتراض أن عولمة أسواق المال تطرح في تجلياتها و مظاهرها بدائل تمويلية دون استكمال الفرض بكثير من الاشتراطية، بكثير من المخاطر التي يجلبها عدم الاستقرار على السياسات النقدية و المالية و المنظومة البنكية. و يبقى التساؤل هل أن الاقتصاديات حديثة العهد بالرأسمالية قادرة على استيعاب مرحلة الرأسمالية المالية التي تحاول فرض نفسها و قواعدها كبديل للعملية الإنتاجية؟ هل تحتاج هذه الاقتصاديات إلى تمويل دولي يعمل على محورين

متوازيين، تخفيف المديونية و تعبئة النمو أم تحتاج إلى سيولة عائمة و في أحسن الأحوال استثمارات تجتاح القطاعات الإستراتيجية؟ .

الفصل الثـالث

أزمات الأسواق المالية العالمية سلسلة لن تتوقف: دراسة تحليلية

الفصل الثالث:

أزمات الأسواق المالية العالمية سلسلة لن تتوقف: دراسة تحليلية.

مقدمة الفصل:

إن أهم مظاهر عولمة أسواق المال زيادة درجة انفتاحها و تكاملها واندماجها، الأمر الذي ساهم في زيادة التدفقات النقدية خاصة رؤوس الأموال قصيرة الأجل (رؤوس الأموال الساخنة) والتي قد يؤدي في تغير أسعار الفائدة ومعدلات التضخم وأسعار الصرف، فظلت الأزمات المالية العالمية في سلسلة غير متوفقة ومتتابعة وصولا إلى أزمة 2008 التي ربما لن زيادة استخدامها في المضاربة إلى حدوث الأزمات المالية وقد حدث هذا بالفعل في الكثير من الدول من دول أمريكا اللاتينية حتى دول جنوب شرق آسيا و دول أوروبا الغربية و أمريكا الشمالية، وتتضح خطورتها تكون هي الأخيرة في سلسلة الأزمات المالية و الاقتصادية التي دأب العالم على التعايش معها لقرون من الزمن حيث اهتز العالم خلال سنة 2008، لاسيما في الربع الثالث منه، لأزمة مالية واقتصادية خانقة أطاحت بكبريات الشركات والبنوك في العالم، وتم تأميم العديد من الشركات والبنوك في الولايات المتحدة وبقية دول العالم وما زالت القائمة مفتوحة لعمليات التأميم أو الإفلاس أو أشكال الدعم الأخرى وتوفير السيولة.

ونظرا لتشابك الاقتصاديات والأنظمة المالية للدول المتقدمة والدول الناشئة على وجه التحديد فقد انتقلت عدوى هذه الأزمة إلى كافة المناطق في العالم تقريبا وأصابت بشظاياها معظم الدول، وإن كانت بدرجات متفاوتة. كما أدى ارتباط أسواقها المالية إلى هبوط حاد في أسعار الأسهم في معظم بورصات العالم لعدة أشهر متتالية، الشيء الذي أوصل الكثير منها إلى حافة الانهيار.

وإذا كانت الشرارة الأولى لهذه الأزمة الأخيرة هي انفجار فقاعة القروض الرهنية ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة في الولايات المتحدة، فإنه سرعان ما انتشرت العدوى إلى الكثير من الشركات والمؤسسات المالية المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بقطاع البناء وإلى قطاعات واسعة في الاقتصاد الأمريكي ومنه إلى بقية الاقتصاديات في العالم.

فظهرت هذه الأيام مصطلحات عديدة سيطرت على التحليل مما زاد من إشاعة الهلع بين الناس و ما زاد من الحيرة، عودة النقاشات الأيدلوجية مثل الأزمة الهيكلية للنظام الرأسمالي أو الأزمة الدورية الرأسمالية أو شبح سقوط النموذج الليبرالي و عودة التأميم و الاشتراكية، بالإضافة إلى أفكار المناهضين للعولمة و الرأسمالية الأمريكية. وبطبيعة الحال وحسب الأخصائيين ما يحدث أثناء الأزمة المالية أمر بسيط و لكن يتم تفسيره عادة بكلمات و مصطلحات معقدة و هو ما يزيد في واقع الأمر من الذعر. هذا ما دفعنا إلى محاولة إزالة الجدل حول سلسلة لبعض أهم الأزمات المالية العالمية الحاصلة من خلال تطرقنا إلى تطوراتها ، أسبابها و تداعياتها على مختلف الاقتصاديات و هذا ما سيتم التعرض له في هدا الفصل من خلال دراسة تحليلية لأهم الأزمات المالية والاقتصادية التي عاشها العالم منذ النصف الثاني من القرن التاسع عشر وحتى آخر أزمة في 2008 و ذلك وفقا لثلاث مباحث رئيسية متكاملة كمايلي:

I- ماهية الأزمة المالية

II-إضطرابات المالية الدولية

III - الأزمة المالية العالمية 2008 : الأسباب و التداعيات

I- ماهية الأزمة المالية

لقد أسفرت عولمة أسواق المال العديد من الأحداث القاسية والحادة والتي من أهمها الأزمات المالية التي تمثل بؤرة تتركز حولها الجهود العالمية وذلك سعيا حول تفحص حقيقتها ومختلف أشكالها بهدف اكتشاف عوامل ظهورها ويرجع ذلك لأننا نعيش في عالم ذي اتساع حضاري، يمتد ويتطور يوما بعد يوم وتزداد مصالحه وتتعارض، وعلى قدر اتساعها وتعارضها تتزايد أزماته وتتنوع .

1- الأزمة المالية بين المفهوم والعوامل المفسرة :

لقد تعددت المفاهيم لمصطلح الأزمة (Crisis)، فوفقا لقاموس « Webster » فإن الأزمة هي موقف يمثل نقطة تحول نحو الأسوأ أو الأفضل و إن هذا الموقف يواجه الدول والأفراد والجماعات والمنظمات على مختلف أنواعها، وعليه فالأزمات تأخذ بخناق الجميع في كل زمان

ومكان.أما قاموس « Oxford » فقد عرف الأزمة بأنها فترة انتقالية ونقطة تحول أو بداية في حياة الفرد أو الجماعة أو المنظمة أو المجتمع. والأزمة في معجم العلوم الاجتماعية تعني توقف الأحداث المنتظمة والمتوقعة، واضطراب العادات والعرف، مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة. كما عرفت الأزمة في قاموس « Random House » بأنها ظرف انتقالي يتسم بعدم التوازن، ويمثل نقطة تحول تتحدد في ضوئها أحداث المستقبل التي تؤدي إلى تغيير كبير[154] هذا على وجه العموم أما على وجه التخصيص يمكن اعتبار الأزمة المالية ظاهرة اقتصادية غير مرغوب فيها وهي تتجسد في العديد من الأنواع . ويمكن تعريفها بأنها تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد القومي ، والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى والموازنات المالية للوسطاء الماليون[155].

كما يقصد بأزمة الأسواق المالية « F.M crisis » التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وما ينجم عنها توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي سببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملائمة الائتمانية للمقترضين، وعندما يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة المحلية إزاء العملات القيادية حتى يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب إلى سعر العملة المنخفض، مؤديا ذلك إلى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج[156]. وحسب العديد من الباحثين ونذكر منهم

---

[154] عماد صالح سلام، **إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية و العالمية و التنمية المتواصلة**، ابوظبي، 2002.

[155] عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، **العولمة المالية و إمكانات التحكم**، دار الفكر الجامعي الإسكندرية،2005، ص32.

[156] عرفان تقي الحسين، **التمويل الدولي**، دار مجدلاوي للنشر، عمان 2002، ص200.

« Fink » الذي يشير إلى أنه يمكن النظر للأزمة على أنها حالة مرضية تمر بالمراحل الأربعة التالية : مرحلة الأعراض المبكرة، مرحلة الأزمة الحادة، مرحلة الأزمة المزمنة، مرحلة حل الأزمة .

وأوضح أن الأزمات تتطور في شكل دائري، وربما يكون حل الأزمة يحمل في طياته علامة إنذار لأزمة أخرى قادمة. ودورة الأزمة تجعل من الصعب التنبؤ بمكانها، ووقت انتهائها، ومتى تبدأ الأخرى؟ [157] كما يمكن القول بأنه هناك أسباب متعددة لحدوث الأزمات بشكل عام، وقد ترجع معظم هذه الأسباب في الأساس إلى عدم الكفاءة وسوء الإدارة، وفيما يلي ذكر لأهم أسباب نشوء ووقوع الأزمات في المنظمات منها : سوء الفهم والإدراك، سوء التقدير والتقييم، ضعف الإمكانيات، الأخطاء البشرية، إهمال الإنذارات، الإدارة العشوائية، اليأس، تدهور الثقافة التنظيمية، تعارض الأهداف والمصالح، الإشاعات، تعقيد التكنولوجيا .....إلخ .

إذن الأزمة المالية تمثل بؤرة تتركز حولها الجهود العالمية وذلك سعيا حول تفحص حقيقتها ومختلف أشكالها بهدف اكتشاف عوامل ظهورها ومعالجتها و للتوقي من حدوثها و تتجسد كل هذه الجهود في إطار إدارة المخاطر ومع تطورها كمجال وظيفي خاص للإدارة تم توجيه اهتمام متزايد لصياغة مبادئها و تقنياتها، و ذلك بهدف توفير قواعد إرشادية متصلة بعملية اتخاذ القرارات لإدارة المخاطر حيث يمكن تعريفها كمايلي،" إدارة المخاطر عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة و تصميم و تنفيذ إجراءات من شانها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسارة التي تقع إلى الحد الأدنى[158]، و من أوائل الإسهامات المقدمة في إدارة المخاطر تطوير مجموعة من القواعد وهي ببساطة مبادئ تحتكم إلي حسن الإدراك و الفطرة السليمة و تطبق على مواقف المخاطرة:

- لا تجازف بأكثر مما تستطيع تحمل خسارته، فكر في الاحتمالات، لا تجازف بالكثير مقابل الحصول على القليل. حيث يهدف التوقي (إدارة الأزمات) إلي تحويل المخاطر من شخص أو شركة إلى شخص آخر أو شركة أخرى، و للقيام بهذا فإنه سوف يختار الأداة المناسبة للتوقي أو التحوط حيث يهتم الشخص الذي يقوم بالتوقي أو التحوط بالتحركات التي تطرأ على أسعار

---

[157] عماد صالح، مرجع سبق ذكره، ص34.

[158] ناجي جمال، **إدارة محفظة الأوراق المالية**، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر والتوزيع، لبنان1998، ص230.

الأصول أو بالتقلبات التي قد تزيد المخاطر[159]، إذن هناك العديد من الأدوات التي تقلل من المخاطر نذكر منها:

- دور المحفظة للتقليل من المخاطر:

تهدف المحفظة أساسا إلى تفادي المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة و يكون هذا عن طريق تنويع الأصول المالية مع ضمان حد مقبول من الدخل إضافة إلى تنمية القيمة السوقية لرأس مال المستثمر، ويكون هذا التنويع للأوراق المالية حسب نوع الخطر المتوقع.

فإذا كان الخطر المتوقع يتعلق بنوع النشاط فان المستثمر بإمكانه تفادي مثل هذه المخاطر عن طريق تكوين محفظة تحتوي على أصول مالية غير معرضة لمثل هذه المخاطر مثل السندات الحكومية.

و إذا كان الخطر يتعلق بالسوق بحيث يخشى المستثمر من الاتجاه العكسي للأسعار و انخفاض القيمة السوقية للأصول المالية يمكن تجاوز مثل هذه المخاطر عن طريق الاستثمار في أوراق مالية ذات جودة عالية التي تملكها أو تصدرها مؤسسات متطورة و ناجحة.

أما إدا كان الخطر يتعلق بسعر الفائدة يمكن للمستثمر أن يغير إتجاه استثماره نحو الأصول المالية قصيرة الأجل، و هكذا إذا كانت المحفظة المالية للمستثمر تعتمد على سياسة توازن المخاطر فإن العائد سيكون متوازن و رأس المال سيكون في ضمان على الأقل.

– الهندسة المالية كتقنية للتحوط من مخاطر السوق المالي المعاصر

إن التطور المذهل في تقنية المعلومات و ثورة الاتصالات و التحول من اقتصاديات تعتمد على كثافة العمل إلي اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة ترك بصماته على أساليب التمويل للحكومات و الشركات و ساعد على ولادة ما يعرف بالهندسة المالية و التي يمكن تعريفها بأنها

---

[159] واثق حمد ابو عمر، **النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية و التداول في البورصات العالمية عولمة أم مفوضة مالية؟**، دار الرضا للنشر، سوريا الطبعة الأولى 2003 ، ص114.

"وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، و أنها منهج مصاغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار و المبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها[160] أيضا قد عرفها فينرتي بأنها "التصميم و التطوير لأدوات و آليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل"[161] و على حسب هذا التعريف اعتبرت الهندسة المالية كإستراتيجية للتحوط و إدارة المخاطر و يقصد بالتحوط "هو فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخد مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات و التحوط يمكن استخدامه من خلال العقود المستقبلية و الآجلة و الخيارات و المبادلات فإذا ما وقع الاختيار على إحدى هذه الأدوات فإن المتحوط يتعين عليه أن يتأكد من انخفاض أو تقليل نسبة التحوط إلى المخاطرة وهي عدد الوحدات لأداة التحوط اللازمة لتغطية وحدة واحدة من الأداة النقدية"[162].

- الهندسة المالية ومخاطر عمليات المراجحة:

إن المهندس المالي يسعى دوما لابتكار فرص مراجحة خالية من المخاطرة، حيث ينظر إلى مخاطر عمليات المراجحة كفرصة لزيادة معدلات العائد المتوقعة أو لتخفيض تكلفة التمويل إلى مستوى معين من المخاطرة، إذن عمليات المراجحة هي احد الصور هي احد صور المعاملات التي يسعى من خلالها المستثمر إلى التربح عندما تباع سلعة واحدة بسعرين مختلفين فيتم الحرص على الاستفادة من تغاير الأسعار، فهو يشتري السلعة منخفضة السعر في أحد الأسواق و يسارع ببيعها بالسعر الأعلى في السوق الآخر و تعتبر عمليات المراجحة من الاستراتيجيات الجاذبة للاستثمار ومن أهم المزايا المترتبة على عمليات المراجحة انه ما أن يشرع المستثمرون في الشراء في ذات الأسعار المنخفضة، و انخفاض الأسعار المرتفعة حتى يصبح لدينا سعرا واحدا للسلعة في جميع الأسواق و هو ما يعرف بقانون السعر الواحد وهذا ما يعني أن السلع المتماثلة لا يمكن أن تباع بأسعار مختلفة.

- المشتقات المالية و إدارة مخاطر السوق:

---

[160] سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر**، دار النشر للجامعات مصر 2005، ص83.
[161] المرجع نفسه، ص90.
[162] المرجع نفسه، ص95.

خلافا لما هو متعارف عليه فيما يتعلق بالأسواق التي تتعامل في الأصول المالية التقليدية، فان أسواق المشتقات "إنما هي تتعامل في أدوات تعاقدية، يعتمد أداؤها على أداء أصول أو أدوات أخرى"[163] كما تعرف أيضا بأنها" أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، و التي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية.أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد.و على خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده و ليس هناك عائد مستحق على الاستثمار.و تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض و تشتمل إدارة المخاطر، و التحوط ضد المخاطر، و المراجحة بين الأسواق و أخيرا المضاربة"[164].

إذن من فائدة عملية التوريق نجد مايلي:

- تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول إلى أوراق مالية جديدة قابلة للتداول مما يساهم في زيادة السيولة.
- خفض مخاطر أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول.

و من بين الأوراق المالية المستخدمة في التوريق نجد السندات الصفرية في إدارة المخاطر، التي تتم بعدة تقنيات نذكر منها:

- **إدارة المخاطر باستخدام عقود الاختيار، العقود المستقبلية، و عقود المبادلة:**

بالنسبة للأولى فلا شك أن عقود الاختيار لم تستحدث بأدوات في سوق المال بغرض إتاحة الفرصة للمستثمرين لتحقيق أرباح فقط، و لكن أيضا و هو الأهم تجنب هؤلاء المستثمرين مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية التي يحوزونها أو التي يزعمون التعامل عليها في المستقبل، لذلك فقد لجا المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر و ذلك باتحاد المستثمر موقف قصير الأجل أي(أن تصدر أو تبيع احد العقود الآجلة) من حقوق الاختيار و موقف طويل الأجل أي(أن تشتري أو أن يكون في حيازتك أو تستثمر في ورقة مالية معينة) بالنسبة للأوراق المالية، الأسهم أو العكس و من تلك الاستراتيجيات ما يهدف إلى زيادة العائد حيث يمكن للمستثمرين تحرير عقود اختيار مغطاة، و الواقع إن درجة تقلب أسعار الأوراق المالية الأسهم عادة ما تلعب دورا أساسيا في انتقاء الإستراتيجية المناسبة،فهي تستخدم عندما يريد

---

[163] المرجع نفسه، ص56.
[164] المرجع نفسه، ص60.

مدير المحفظة أن يتحصن ضد التغيرات المعاكسة في الأسعار، ولكنه يود الاستفادة من تحركات السعر المفضلة .وحتى يكون بإمكان المدير إجراء التوقي ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة و مخاطر السوق و أسعار الصرف يمكن أن يستخدم الخيارات للتوقي ضد مخاطرة تنطوي عليها الأصول الفردية.

أما الثانية فهي " التزام تعاقدي نمطي، أي بفئات محدودة لبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد و بتاريخ معين في المستقبل، و أهم الاختلافات بين العقد المستقبلي و الأجل انه متاح للتداول في البورصة، كما انه يختلف عن عقود الخيار من حيث انه ملزم لطرفي العقد بتنفيذ الاتفاق"[165]، و أهم الأطراف الرئيسية للعقود المستقبلية هي المشترين، البائعين، المضاربين، المستثمرين الراغبين في التغطية، و يستخدم هذا النوع عدة طرق للتغطية منها (تغطية الشراء، البيع، و باستخدام أصل مختلف). و يمكن استخدام هذه العقود للوقاية من مخاطرة سعر الفائدة (طويلة و قصيرة الأجل) و المخاطرة السوقية و مخاطرة سعر الصرف .

أما الثالثة و الأخيرة فهي تمثل احد أدوات تغطية المخاطر و من أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغيير السعر و تعرف بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ ملزمة لطرفي العقد و متحصلاتها أو مدفوعاتها لا يتم تسويتها يوميا. حيث يجري استخدام هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الاستثمار أو زيادتها.فمن يشتري عاجلا في السوق الحاضرة و يبيع آجلا في أسواق العقود المستقبلية أو الاختيارات إنما يلجا إلى ذلك بغرض تحجيم المخاطرة، فإذا ما انخفضت أسعار السلع أو الأدوات المشتراة في السوق الحاضرة، فان ذلك يعني بالضرورة على الجانب الآخر انخفاض الثمن في أسواق العقود المستقبلية، حينئذ يصبح بوسع المستثمر إعادة شراء العقد بثمن اقل يحقق بذلك كسبا يعوضه و لو بقدر اقل من خسارته في السوق الحاضرة.

و ليس هناك شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة.و يجد هؤلاء المستثمرون بغيتهم في أسواق المشتقات و التي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطر.

---

[165] عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار خيارات**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2003، ص 461.

- **مواجهة أخطار أسواق الأوراق المالية الصاعدة:**

من السياسات المطروحة لتقليل مخاطر التدفق العكسي لرأس المال من الأسواق الصاعدة إلى الخارج تحديد مقدار رأس المال الذي يسمح للمستثمر بتصديره ثانية من الدول خلال فترة زمنية محددة، و على الرغم من أن هذه السياسة يمكن أن تقوم بدور مؤثر في تقليل الآثار السلبية المحتملة للتدفق المفاجئ لرأس المال للخارج إلا انه يمكنها أن تقلل من مقدار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية و نجد من المنافع الاقتصادية للوصول إلى التمويل الأجنبي و السياسة البديلة هي السماح للمقدمين بالاستثمار في كافة الأصول الأجنبية دون قيود الأمر الذي ينتج عنه أمرين مختلفين، أولها تصور المستثمر الأجنبي انخفاض درجة المخاطر و من ثم زيادة تدفق المال إليها، و ثانيها تنويع الأصول المحلية دوليا بصورة أفضل و من ثم تنخفض خطورة الصدمة السالبة و التقليل من احتمالات التدفق العكسي لرأس المال.

2- مواصفات الأزمة المالية :

تأخذ الأزمة المالية أكثر من شكل :

أ- أزمة سعر الصرف[166]:

هي أزمة الصرف الأجنبي أو أزمة العملة أو أزمة ميزان المدفوعات. وهي لنفس المعنى تنطوي تحت ظل الأزمة المالية وتنشأ كنتيجة لتثبيت سعر الصرف مع التوسع في الإنفاق الحكومي والسماح بتفاقم عجز الموازنة الذي يجد تمويله في الإصدار النقدي ومزيد من التضخم ومزيد من العجز في الحساب الجاري وميزان المدفوعات، وتحت ضغط المضاربة يتم تحرير الصرف أو تعويم العملة التي سرعان ما تنهار وينعكس ذلك على كل القطاعات.

ب- أزمة سعر الصرف برؤية جديدة[167]:

---

[166] محي الدين عمرو، **أزمة النمور الأسيوية، الجذور و الآليات و الدروس المستفادة**، دار الشروق القاهرة2000، ص ص 79-82.

[167]، المرجع نفسه ، ص ص 82-85.

تنطوي هذه الأخيرة على الأزمة التي تحقق نفسها ذاتيا أو التي تخلق مبررات وجودها حيث تبدأ الأزمة عند فقدان الثقة في الحكومة، وهو ما حدث في المكسيك ودول جنوب شرق آسيا، إذ أنه مع وجود إختلالات اقتصادية يمكن الحد منها وبمجرد حدوث أزمة – يمكن أن تكون عارضة – في أي مكان آخر ومع بداية تحرك المستثمرين بعشوائية، ينهار الاقتصاد المحلي مع انهيار أسعار الأصول وارتفاع معدلات الفائدة.

ويخدم هذا الاتجاه، سلوك القطيع الغريزي مع كفاءة أسواق الصرف المفترضة من حيث استخدام المعلومات بالشكل الأمثل ثم تفقد الأسواق هذه الصفة – الفعالية -.

عندما يستمر سلوك القطيع المدفوع بآلية التقليد والذي يدفع بدوره إلى وابل من الأوامر في نفس الاتجاه دون دوافع حقيقة تقف وراء ذلك وحتى قد تكون المعلومات المنطلق منها غير صحيحة وتصبح تنبؤات الآخرين منطلق سلوك أي مستثمر.

ج- الأزمة المصرفية[168] :

بمجرد تعرض أحد البنوك لأزمة يصيب الذعر المودعين ليتهافتوا على سحب ودائعهم دون وعي منهم لحجم الخطر الذي تشكله عملية السحب ليس فقط على البنك موقع الأزمة وإنما على كامل النظام المصرفي لان السحب سيطال كل المؤسسات المالية والبنكية، تكون الودائع المسحوبة بطبيعتها قصيرة الأجل إلا أن سحبها المفاجئ يزيد الوضع سوءا ويتمكن الهلع أكثر من المودعين عندها :

- الديون أو الخصوم قصيرة الأجل في البنك تفوق الأصول لنفس الآجال.

- عدم وجود مصدر سيولة لمواجهة الالتزامات قصيرة الأجل .

- عدم وجود مقرض نهائي .

والأكيد أن تدهور البنوك في الدول المتقدمة أو النامية على حد السواء هو سبب الأزمة التي تتسع في الدول النامية بسبب تدهور الخصوم كذلك التي تنشأ طلبات سحب مكثفة ومفاجئة على

---

[168] المرجع نفسه، ص80.

الودائع. وتسهم متغيرات أخرى في حدوث الأزمة المصرفية كانهيار سوق العقار أو سوق الأسهم أو إحدى وحدات قطاع الأعمال المدينة للجهاز المصرفي.

- حتى سنة 1990 لم تتصادف أو تتسبب الأزمات المالية في حركات معممة للإفلاس البنكي باستثناء صناديق الادخار الأمريكية (89- 90)، ولكن حوادث كتلك المتعلقة بـ BCCI و Burnham و Drexel و Lambert[169] كشفت أن فرضية نشوء الأزمة المالية على مستوى البنوك قبل البورصات لم تقصى بعد بل هي واردة كما يحدث العكس أي إسهام الأزمة المالية التي تحدث لأسباب معينة في انهيار النظام البنكي، والجامع بين الأزمتين هو أن معامل الاقتراض يتباعد عن معامل الادخار بفجوات متسعة.

د- الأزمة النظامية:

هي الأزمة الشاملة التي لا تكاد تستثني قطاع، وتمتد إلى النظام ككل وهي أزمة هيكلية تمتاز بكونها:

- تتولد في الأسواق المالية وتتضخم بفعل آليات التمويل .

- يسود خلالها أثر العدوى وتنتقل وآثارها من فضاء مالي للآخر، مع حركات الإفلاس التي قد تطال حتى الدول التي عدت إلى عهد قريب بمنأى عن الأزمات.

- تتراجع خلالها الكفاءة الاقتصادية وتنخفض معدلات الإنتاج، حيث أن انهيار سوق الأسهم يعبر في عمقه عن أزمة نظامية إذا أدى إلى انتقال الثروة وتراجع أوضاع المعيشة أي أن آثارها لا تقتصر على المتعاملين في البورصة وإنما الاقتصاد ككل.

- توجد الضرورة التي تستدعي تدخل الحكومة في السياسة الاقتصادية لتصحيح الإختلالات.

- لا تبرز سببا مباشرا لحدوثها[170].

---

[169] Bourguinat Henri, Finance internationale, paris : PUF (presse universitaire de France) 1997 , p106.

[170] محي الدين عمرو، مرجع سبق ذكره، ص ص90-91.

و - أزمات سوق المال " أزمة الفقاعات":

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة" « Bubble » . حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاها قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثمة تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

إذن لم تخل الاقتصاديات المتطورة والنامية على حد سواء من الأزمات المالية، حيث أكد - Kindleberger- أن الأزمات المالية لم تتوقف في أي فترة تقريبا وحدثت بمعدل أزمة واحدة كل 10 سنوات خلال الـ 400 سنة الأخيرة [171]. إذ كانت البنوك المركزية هي المكلفة بالتصدي لتلك الأزمات، لاسيما بعد إنشاء أول بنك مركزي بالمفهوم المتعارف عليه اليوم في السويد في 1668. وحدثت العديد من تلك الأزمات في بريطانيا وفرنسا والسويد وألمانيا وكندا والولايات المتحدة في النصف الثاني من القرن 19 وبداية القرن 20، حيث كانت تنتقل من البلد الذي انفجرت فيه إلى بقية البلدان. من الأمثلة على ذلك تلك الأزمات البنكية التي حدثت في سبتمبر 1873، نوفمبر 1890، أكتوبر 1896، أكتوبر 1907 و أوت 1914.

ولقد لوحظ من الكثير من الدراسات أن الأزمات البنكية، التي عادة ما صاحبها ذعرا بنكيا، قد تزامنت مع أزمات العملات أو ما يعرف بـ الأزمات التوأمة، على العموم فقد تراوحت مددها من 2.1 سنة إلى 3.1 سنة وكلفت الدول المعنية الكثير.

---

[171] Franklin, Allen, Financial Crises : historical and recent crises, Bendheim Center for Finance, Princeton Univercity (unpublished manuscript), 2003, p. 5. Available at : http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/.

جدول رقم(05): تكاليف الأزمات المالية في النصف الأخير من القرن 19 وبداية القرن 20 (21 بلدا)

الفترة	الفترة 1880- 1913			الفترة 1919- 1939		
البيان	عدد الأزمات	متوسط الفترة	نسبة الخسارة* في الإنتاج %	عدد الأزمات	متوسط الفترة	نسبة الخسارة في الإنتاج %
أزمات العملات						
كل الدول	9	3.1	8	18	1.7	11.2
الدول الصناعية	2	3	6.8	13	1.5	7.8
الدول الصاعدة	7	3.1	8.3	5	2.4	20
الأزمات البنكية						
كل الدول	12	2.3	6.8	17	2	11.1
الدول الصناعية	3	2.7	6.6	10	2.3	14.6
الدول الصاعدة	9	2.1	6.9	7	1.6	6.3
الأزمات التوأمة						
كل الدول	10	3	16.3	14	3	16.1
الدول الصناعية	1	2	1.7	12	2.7	13.4
الدول الصاعدة	9	3.1	17.9	2	5	32.3
جميع الأزمات						
كل الدول	31	2.6	9.9	49	1.9	10
الدول الصناعية	6	2.7	5.9	35	1.7	8.6
الدول الصاعدة	25	2.6	10.8	14	2.1	13.6

* حسبت نسبة الخسارة في الإنتاج مقارنة بمتوسط الخمس سنوات السابقة للأزمة.

Source : Bordo and Eichengreen 1999 **; Bergman, Bordo and Junung 1998,**in : Franklin, Allen, 2003, p. 5.

من الجدول السابق اتضح أن أطول الأزمات هي أزمات العملات ، كما هو الحال في الفترة 1880- 1913، بينما جاءت الأزمات التوأمة هي الأكثر تكلفة مقاسة بانخفاض الإنتاج أو المخرجات لنفس الفترة. وعلى الرغم من أن الأزمات ارتبطت أكثر بالدول المتقدمة، أي عدد الأزمات أكبر، إلا أن فترات التعافي عادة ما تكون أطول في الدول الصاعدة مقارنة بالدول الصناعية.

3- من التاريخ: أولى أسوأ الأزمات المالية:

من أسوأ الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد العالمي في القرن العشرين هو حدوث انهيار وهبوط للبورصات العالمية عام 1929 ، نتيجة الانخفاض الحاد والسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات.

لقد بدأت أزمة 1929 في سبتمبر من تلك السنة واستمرت آثارها لتمتد لسنوات، مما نتج عنها ما عرف فيما بعد بفترة الكساد العظيم. إذ استمر ذلك الكساد لفترة طويلة خلال الثلاثينات من القرن الماضي، كما سنرى فيما بعد.

3-1- أسباب انهيار 1929

يعني الانهيار هنا الانخفاض الكبير نسبيا والمفاجئ في أسعار الأسهم المتداولة في البورصات، الأمر الذي يؤدي إلى خسائر معتبرة لمالكي الحوافظ المالية وغيرها من أوجه الاستثمار. ولقد تضاربت الآراء حول الأسباب التي أدت إلى تلك الكارثة في 1929 التي أثرت ليس فقط على الاقتصاد الأمريكي، وإنما على الاقتصاد العالمي ككل. على العموم يجمع الكثير من الاقتصاديين على أن الأزمة تعود إلى العديد من الأسباب أهمها:

- البيع على المكشوف. هي عملية بيع الأسهم من قبل المضاربين وهم لا يملكونها. ولقد انتشر هذا النوع من التعامل بشكل كبير وفوضوي قبل أزمة 1929، مما عمق في أسباب الأزمة.

- البيع الظاهري. هو نوع من الممارسات التي تستعمل للخداع والتحايل على المتعاملين والمستثمرين في البورصات. والبيع الظاهري أو هو عبارة عن اتفاق بين متعامل أو أكثر لبيع وشراء ورقة معينة فيما بينهم، أي بيعها لبعضهم البعض، لإيهام المتعاملين الآخرين أن السهم يمتاز بحركة نشيطة.

- الشراء بغرض الاحتكار. حيث يشتري المضاربون كافة الأعداد المعروضة من سهم معين بغرض الاحتكار.

- نشر الإشاعات والمعلومات الخاطئة. تنشر بغرض التأثير على الأسعار، إذ تؤدي تلك المعلومات الخاطئة إلى زيادة العرض أو الطلب على الأسهم المعنية.

- قصور التشريعات. أدى ذلك إلى انتشار تلك التصرفات غير الأخلاقية التي سبقت الإشارة إليها، الأمر الذي حتم على السلطات العمومية الأمريكية إلى إصدار سلسلة من القوانين لحماية المستثمرين ولسد الثغرات الموجودة في المعاملات والقضاء على الممارسات غير القانونية التي كانت سائدة في المعاملات قبل وأثناء أزمة 1929.

3-2- آثار انهيار البورصات في 1929

سجلت معظم الشركات الأمريكية المقيدة في البورصات انخفاضا كبيرا في أسعار أسهمها خلال الأشهر من سبتمبر 1929 إلى نوفمبر من نفس السنة. عندئذ انهارت معظم الشركات الأمريكية العملاقة. ولعل أهم ما ميز تلك الأزمة خلال شهر أكتوبر هو الثلاثاء السوداء 29 أكتوبر، حيث تم بيع 3260000 سهم في النصف ساعة الأول من الجلسة. وبقي هذا الرقم قياسيا لمدة 35 سنة. كما تم بيع 16410000 سهم خلال ذلك اليوم، وهو أيضا رقم قياسي استمر لمدة 39 سنة.

من جهة أخرى فقد أقفل مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة DJIA في 3 سبتمبر 1929 –أي قبل الانهيار- عند 381 نقطة، وبعد شهر من ذلك انخفض بمقدار 49 نقطة حيث وصل إلى 332 نقطة فقط. ثم انهار في يوم 3 أكتوبر لينخفض بمقدار 43 نقطة في يوم واحد. استمر هذا الانخفاض خلال السنوات الأولى من عشرية الثلاثينات ليصل إلى 41 نقطة في 8 يوليو 1932.

إن التغيرات الهيكلية التي تشهدها الأسواق المالية، حيث التحرر المالي والحد من القيود ، وحرية تدفق رؤوس الأموال واستثمارها عبر الحدود، وتدويل الأعمال، وتكامل الأسواق وانفتاحها بعضها على البعض، والعلاقات المتبادلة بين أطراف وأدوات التعامل في تلك الأسواق. قد يجعل من السهل انتقال مخاطر الاضطرابات والأزمات المالية عبر الحدود أو بين الأسواق.

II-إضطرابات المالية الدولية

1- أزمات أسواق المال العالمية في الثمانينات:

على الرغم من تشابه بعض الأعراض والنتائج لهذا الانهيار مع سابقه فإن هذا الأخير قد حدث في ظروف تختلف تماما عن ظروف 1929. فالبورصات الحديثة أصبحت تستعمل وسائل متطورة في التداول مثل الحاسبات الضخمة، مما أظهر أن العالم ما هو إلا قرية صغيرة. إذ يمكن لأي مستثمر من هذه الجهة من الكرة الأرضية أن يتعامل مع المدخر أو المستثمر الموجود على الجهة الأخرى منها بكل سهولة.كما أن ظهور العديد من المنتجات المالية الجديدة والمنتجات المشتقة وأساليب التغطية الحديثة قد جعلت التعامل في البورصات بصفة خاصة والأسواق المالية بصفة عامة من الأمور الصعبة التي تتطلب تخصصا دقيقا، وصعب من مهام إدارات الاستثمار ومنها إدارة الحوافظ المالية، لاسيما تقدير المخاطر والعوائد.

1-1- انهيار البورصات العالمية في 19 أكتوبر 1987

اختلفت الآراء والقصص التي سردت وقائع ذلك الانهيار، سواء من حيث الأسباب الحقيقية التي أدت إليه أو من حيث البلد الذي بدأ فيه وجر وراءه بقية الدول. ففي حين يجمع العديد من الكتاب أن الانهيار بدأ في الولايات المتحدة وامتد بعد ذلك للبورصات العالمية الأخرى، يحاول الكثير من الكتاب الآخرين إثبات عكس ذلك لسبب بسيط هو الفارق الزمني بين آسيا وأوروبا من جهة والولايات المتحدة من جهة أخرى.

أ- الأزمة في الولايات المتحدة

سجل الميزان التجاري الأمريكي عجزا غير منتظر في 1986/ 87 وانطلاقا من ذلك صرح وزير الخزينة الأمريكي James Baker أن "أمريكا لن تقف مكتوفة الأيدي أمام الدول التي تحقق فائضا تجاريا معها، إذا ما رفعت هذه الأخيرة أسعار الفائدة". قصد بذلك اليابان وألمانيا. ومنذ ذلك التصريح (17 أكتوبر) بدأت عمليات بيع الأسهم بأعداد كبيرة تتم في مختلف البورصات [172]، مؤدية إلى الانهيار العظيم. ففي يوم الاثنين 19 أكتوبر المعروف في الأدبيات المالية بيوم "الاثنين الأسود" تدفق سيل من أوامر البيع على بورصة نيويورك، مما أحدث خللا كبيرا بين العرض

[172] Gobry, P., Les Indices Boursiers, PUF, 1990, p 105.

والطلب في السوق الفورية وفي سوق العقود المستقبلية على حد سواء لقد مست وضعية عدم التوازن هذه كافة الأسهم المتداولة في البورصة وبدرجات عالية جدا، الأمر الذي سبب انهيارا حقيقيا في أسعارها. وأدى الارتفاع الكبير في عدد أوامر البيع إلى فشل المتخصصين الذين يضمنون سيولة الأسهم التي يتخصصون فيها في أداء مهامهم، إذ عجزوا عن شراء كافة تلك الأسهم المعروضة لمحدودية إمكانياتهم المادية. كما أنهم أجلوا التعامل في العديد من الأسهم لمدة ساعة أو أكثر في محاولة منهم لإزالة الخلل.

جدول رقم(06): تطور أسعار الأسهم في وول ستريت أثناء انهيار 1987

الوحدة: دولار

الأسهم	السعر 10 /16	السعر 10 /19	السعر 10 /20	السعر 10 /21	السعر 10 /22	السعر 10 /23
Alcoa	56	42.5	37	38.5	35.75	36.62
Allegis (ex :UAL)	93.87	75	70.25	75.75	72	70.75
ATT	30.12	24	26.75	29.5	28.75	29
Boeing	43.62	38.5	39.37	41.25	40	39.5
Chase Manhattan Bank	36.75	28	30	31.12	30.37	31.25
Du Pont de Nemours	98.5	80	80	87.5	86.37	88
Eastman Kodak	89.5	63.5	49	57	56	54.25
Exxon	43.5	35	40.5	44.37	44	45
Ford	84	69	73	77	72.75	74
General Electric	50.75	41.87	45.12	50.25	47.37	46.75
General Motors	66	50	58.75	62.25	58	57.5
Goodyear	59.5	42	41.37	50	47.87	48.62
IBM	134.5	103.25	115	122	120	120
ITT	58.87	46.5	48.87	53.75	51.5	51.62

Mobil Oil	42.75	32	36	41.75	39.5	39.87
Pfizer	59.25	48.25	51.5	56	52.87	51
Schlumberger	36	30.25	34.5	37.87	33.87	34
Texaco	36.5	30.87	30.5	34.37	32	32.25
Union Carbide	27.62	22.5	20.75	23.75	21.5	21.5
USX	34	21	25	30.25	27.75	27.25
Westing House	60.5	40	47.87	53	50	48.75
Xerox Corp	70.12	56	55	59.62	55.62	55

Source : Le Monde 20, 21, 22, 23, 24 Oct. 1987

من الجدول السابق يمكن ملاحظة الانهيار الشديد الذي هز بورصة وول ستريت يوم الاثنين الأسود الموافق ل 19 أكتوبر 87، حيث انخفضت أسعار كافة الأسهم بنسب متفاوتة ولكنها كبيرة نسبيا. هذا إذا ما قارنا تلك الأسعار بأسعار الإغلاق لليوم السابق، أي الجمعة 16 من نفس الشهر.

ب- الأزمة في بريطانيا

لقد كان أثر الصدمة على بورصة لندن كبيرا يوم الاثنين 19 أكتوبر، حيث انخفض مؤشر فايناشل طايمز FT. Index بنسبة 10.13 % مقارنة بما كان عليه يوم 15 أكتوبر، انظر الجدول رقم (06). قدرت الخسارة الإجمالية في ذلك اليوم بـ 50 بليون جنيه إسترليني. كما استمر هذا الانخفاض يوم 20 أكتوبر حيث فقد نفس المؤشر 190 نقطة.

جدول رقم 07: تطور مؤشر فايناشل طايمز أثناء انهيار 1987

التاريخ	10 /14	10 /15	10 /19	10 /20	10 /21	10 /22	10 /23
قيمة المؤشر	1834.7	1812.9	1629.2	1439.2	1527.3	1508.7	1396.8

Source : Le Monde, 20, 21, 22, 23, 24 Oct. 1987

ج- الأزمة في اليابان

سجلت بورصة طوكيو Kabuto-cho سادس أشد انخفاض لها منذ إنشائها، حيث فقد مؤشر Nikkei قرابة 600 نقطة في يوم 19 أكتوبر، انظر الجدول رقم 5، متأثرة كبقية البورصات العالمية بالعجز التجاري الأمريكي وتدهور قيمة الدولار وغيرها من الأسباب، كما سنرى فيما بعد. وبلغ حجم التداول في ذلك اليوم 600 مليون سهم.

جدول رقم(08): تطور مؤشر نيكاي لبوصة طوكيو أثناء أزمة أكتوبر 87

التاريخ	10 /16	10 /19	10 /20	10 /21	10 /22	10 /23
قيمة المؤشر	26336	25746	21910	23947	24404	23201

Source : Le Monde20, 21, 22, 23, 24 Oct. 1987

يبدو من الجدول السابق الانخفاض الكبير الذي سجله مؤشر نيكاي يوم "الثلاثاء الأسود" الموافق لـ 20 أكتوبر وكذا التعثر المسجل يوم الجمعة 23 أكتوبر.

1-2- أسباب انهيار البورصات العالمية في أكتوبر 1987

مثلما تعددت سيناريوهات وقصص الأزمة فقد تعددت الأسباب واختلفت الآراء حول الأسباب المهمة والأسباب الأهم. على العموم نحاول أن نتعرض لأهمها فيما يلي:

- الأزمة تصحيح لأوضاع غير عادية

- الانهيار انعكاس لمعلومات واردة عن الوضعية الاقتصادية للولايات المتحدة

- المتاجرة المبرمجة، أسواق العقود والخيارات، تأمين المحفظة، التعاون الدولي، سيولة السوق، أسباب أخرى. الجدير بالذكر أنه على الرغم مما قيل وذكر من أسباب تحاول كلها تفسير ذلك الانهيار إلا أن كل ذلك لم يكن كافيا لشرح اللغز المحير: لماذا هذا الانهيار ولماذا انهارت البورصات لهذا الحد في يوم واحد؟ في هذا السياق تساءل كبير الماليين العالميين Fama عن أسباب ذلك الانهيار واعترف أنه لا يعرف بالضبط الأسباب الحقيقية التي أدت إلى تلك الأزمة وأكد أيضا أن غيره من الاقتصاديين يجهلون ذلك.

1-3- آثار انهيار أكتوبر 1987

لقد خسرت البورصات العالمية في مجملها أكثر من 2000 بليون دولار منها 800 بليون في بورصة نيويورك لوحدها خلال أزمة أكتوبر 87[173]. لكن لحسن حظ الاقتصاد العالمي فإن السيناريو القائل بأن سيؤدي إلى انخفاض الاستهلاك لدى القطاع العائلي، مما يؤثر على مستوى الاستثمار لدى المؤسسات وصعوبة تمويلها لضعف الادخار ثم انتشار البطالة والكساد بصفة عامة، لم يتحقق واستطاعت تلك الأسواق المالية العالمية استرجاع مستوى الأسعار فيها خلال أشهر فقط من ذلك الانهيار. لحسن الحظ أيضا أن الاقتصاد العالمي لم يشهد إجراءات وقائية وحواجز مثل تلك التي شهدها خلال وبعد أزمة 1929 وأدت إلى الكساد العظيم.

نخلص في الأخير أن الآثار السلبية لانهيار أكتوبر 87 –ولحسن حظ الاقتصاد العلمي- لم تستمر لمدة طويلة. مع ذلك يجب على السلطات المالية اتخاذ القرارات المناسبة لحماية الادخار الوطني من مثل تلك الأزمات بمراقبة مختلف البورصات والأسواق المالية الأخرى. فضرورة التعامل

[173] Belletante, B., La Bourse : son fonctionnement, son rôle dans la vie économique, Hatier, 1992, p209.

بشفافية أكثر وفعالية أحسن وحماية أفضل هي الدوافع الأساسية لإرجاع الثقة في البورصة، كعصب من أعصاب تمويل الاقتصاد الوطني وتوجيه الادخار للمشاريع الأكثر فعالية ومردودية.

من الأمثلة على تلك الإجراءات وضع حدود لتذبذب الأسعار، أي الحدود السعرية. فإذا تجاوزت تلك الحدود يتوقف التعامل، خاصة المتاجرة المبرمجة والبيع على المكشوف وغيره من أساليب المتاجرة الحديثة. كما أن تدعيم التنسيق فيما بين الأسواق وجعلها تتكامل في إتمام العمليات المالية المختلفة، يقلل كثيرا من المضاربة المشبوهة ويحدد أكثر هدف كل سوق ودورها في التعامل.

يبقى أن نشير إلى أن انهيار أكتوبر 87 أثار عدة تحفظات فيما يتعلق ببعض جوانب النظرية المالية، كمفهوم كفاءة السوق وهل تصمد فعلا تلك الفرضية خلال التقلبات الشديدة في أسعار الأسهم. كما أثار تساؤلات عديدة حول ثقة المساهمين في المؤسسات التي تم تخصيصها حديثا، خاصة وأن عملية تخصيص الشركات العمومية هي الأساس الذي تقوم عليه برامج الإصلاح الاقتصادي لعشرات الدول من مختلف القارات.

1-4- ازمة البورصات العالمية سنة 1989

تعتبر هذه الأزمة بمثابة الانهيار الصغير الذي تعرضت له بورصة وول ستريت وتبعتها فيما بعد بقية البورصات العالمية. كان ذلك يوم الجمعة 13 أكتوبر 89، حيث فقد مؤشر دو جونز 109 نقاط، أي انخفض بنسبة 7 %، مسجلا بذلك أكبر هبوط له منذ انهيار 1987[174] . ويبدو أن الأوساط المالية من مسئولين ومستثمرين قد استفادوا آنذاك من انهيار 87. إذ على الرغم من أن حملة الأسهم "الصغار" تدفقوا على البورصات لبيع ما لديهم من أسهم، فإن المؤسسات الاستثمارية المتخصصة – وهي التي تتوفر على العدد الأكبر من الأسهم المتداولة- قد امتنعت عن بيع ما بحوزتها من أسهم. كما وفرت البنوك المركزية للدول الغربية السيولة في الأسواق بالتنسيق فيما بينها وسهلت عملية الإقراض لمنشطي السوق لحملهم على شراء الأسهم التي لم تلق طلبا عليها. بذلك أزيل الخلل نسبيا بين العرض والطلب وجعل الانهيار في حده الأدنى. بالإضافة إلى ذلك أعطت السلطات المالية تعليمات لبيوت السمسرة لشراء الأسهم من البورصة للتخفيف من ضغوط أوامر البيع المتدفقة.

---

[174] الموسوي، ضياء مجيد، **الأزمة الإقتصادية العالمية** 1986-1989، دار الهدى، 1990، ص100.

2- أزمات أسواق المال النامية في التسعينات:

لقد غدت البلاد النامية، وهي الحلقة الأضعف في النظام العالمي الجديد، تربة خصبة لنشاط المضاربين في ضوء إجراءات عولمة أسواق المال شرعت بتطبيقها في عقد التسعينات من القرن الماضي. فقد تعرضت عدة بلاد إلى هجمات مضاربة طاحنة عصفت بأسواق عملاتها وبالأسواق المالية القائمة فيها.

ونعرض في هذا السياق لبعض الأزمات التي تعرضت لها مجموعة من الدول النامية خلال حقبة التسعينات، والتي تمثل دليلا واضحا على المخاطر التي تحف التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل لاسيما في ظل وجود نشاط بارز للمضاربين الدوليين يدعمه ثبات أسعار الصرف، وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، وتوافر قدر ملائم من الاحتياطات الدولية لدى البنك المركزي.

2-1- أزمة المكسيك (1994):

شهدت المكسيك في بداية التسعينات، فترة تحرير شملت إزالة القيود على تدفقات رؤوس الأموال وخصخصة عدد من البنوك، صاحبها مزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بلغت قيمتها الإجمالية 91 مليار دولار خلال الفترة (1990 – 1993) ، مثلت استثمارات الحافظة منها نحو 67 % . وقد ساهمت تلك التدفقات في زيادة حجم الائتمان الممنوح من البنوك للقطاع الخاص بمعدل نمو سنوي بلغ في المتوسط 66% ، وكذا في إخفاء حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية الذي بلغ عام 1994 نحو 9 % من الناتج المحلي الإجمالي. كما تدهور المدخرات المحلية حيث انخفضت نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي من 15 % إلى 5% خلال الفترة (1990 - 1994)، وأصبحت العملة الوطنية مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية. وهو الأمر الذي ترتب عليه ارتفاع ملحوظ في معدلات الاستهلاك ومن ثم في حجم الواردات لاسيما بعد أن بادر المستوردون باستيراد السلع التي خشوا أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد[175] . وظلت الحكومة المكسيكية تتغاضى عن إجراء تخفيض عملتها، وأطلقت لها العنان لترتفع مدعومة بالتدفقات الرأسمالية الداخلية الممولة للعجز الحادث في الحساب الجاري بذريعة أن السلع المستوردة تساهم

[175] Ajit singh, Bruse A. weisse, emerging stock market portfolio capital flows and long –tearn economic growth, world development conference, Vol .26, N° 4, UK, 1998, pp613-614.

في تمويل السلع الرأسمالية، وبالتالي توليد عائد صادرات يكفي ويزيد لسداد الالتزامات المتراكمة على المكسيك. وهو الأمر الذي لم يتحقق .

وفي عام 1993، ظهرت العديد من المخاوف حول كفاءة عمليات الاقتراض من البنوك نتيجة ارتفاع نسبة الديون غير القابلة للسداد في محفظة البنوك، مما أدى إلى انخفاض حاد في معدل نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص صاحبه ارتفاع في سعر الفائدة وتخفيض شديد للبيزو المكسيكي الذي انخفض في 31 جانفي 1995 بحوالي 40 % عن قيمته في منتصف ديسمبر 1994. فترتب على ذلك تدهور موقف البنوك وعدم قدرة الشركات المقترضة على تسديد التزاماتها المالية وخدمة الدين، وبصفة خاصة الديون بالعملة الأجنبية[176].

وفي ظل هذه الأجواء استشعرت الأسواق المالية قلقا متزايدا حول استمرار العجز الكبير في الحساب الجاري وحدوث تخفيضات متتالية للعملة، عكست التدفقات الرأسمالية اتجاهها وانسابت إلى خارج البلاد، حيث شهدت رؤوس الأموال المستثمرة في محفظة الأوراق المالية الانخفاض الأكثر حدة، فبعد أن كانت التدفقات الداخلية تقدر بـ 23 مليار دولار في 1993 تحولت إلى صافي تدفق يقدر بـ (- 14) مليار دولار في عام 1995 .

2-2- أزمة دول جنوب شرق آسيا (1997) :

بعد الأداء المتميز الذي حققته اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، وبعد أن استطاعت أن تقفز من قائمة أفقر دول العالم لتصل إلى مصاف الدول الصناعية وأن تحقق معدلا سنويا لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بلغ 7.5 % خلال الفترة من 1980 – 1995 ، تزايدت الاتجاهات التفاؤلية بشأن مستقبل المنطقة، وعجزت معدلات الادخار عن ملاحقة معدلات الاستثمار المحلية التي تجاوزت القدرات التمويلية الذاتية.فارتفع معدل تدفق رؤوس الأموال الخاصة من 1.4 % من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1986-1990 إلى 6.7 % خلال الفترة 1990-1996 . وقد ساهمت السياسات التي تبنتها حكومات دول الأزمة بدور رئيسي في جذب هذه التدفقات، ومن السياسات:

---

[176] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية 2001، ص ص276-277.

- منح الحكومات حوافز خاصة تشجيعا للاقتراض الأجنبي على الرغم مما كان قد أثير حول مخاطر "حركة الأموال الساخنة" في أوائل التسعينات. وكذلك منحها إعفاءات ضريبية خاصة للمصارف التي تعمل بشكل مكثف في إقراض واقتراض العملات الأجنبية .
- ربط القيمة الاسمية لأسعار الصرف فعليا بالدولار الأمريكي، فكانت تلك الأسعار تتحك صعودا وهبوطا في حدود ضيقة، فظل الدولار يتراوح بين 27.25 و 24.70 بات تايلندي منذ نوفمبر 1984 وحتى يوليو 1997. وكذلك ظلت الروبية الإندونيسية تتحرك في نطاق ضيق ولم تسمح إلا بانخفاض ضئيل للغاية في حدود 3% - 5% سنويا الأمر الذي شجع تدفق رؤوس الأموال للداخل[177].

ونتيجة لزيادة التدفقات الرأسمالية الخاصة ارتفع العجز في موازين مدفوعات الدول المعنية واستمر لفترة طويلة، مما أدى إلى اندلاع الأزمة التي بدأت شرارتها الأولى في بانكوك "عاصمة تايلاند". وسرعان ما انتقلت إلى باقي دول شرق وجنوب شرق آسيا، وتمثلت الأزمة في مسلسل من انهيارات أسعار صرف عملات هذه الدول مقابل الدولار والتي تراجعت في كل من أندونيسيا، وتايلاند، ماليزيا، الفلبين، كوريا الجنوبية، تايوان، سنغافورة، وهونجكونج، بنسبة 83.3% ،40.1% ، 39.8% ، 36.2% ، 35% ، 19.22% ، 15.4% ، 1% على التوالي خلال الفترة من منتصف عام 1997 وحتى بداية جويلية 1998.وهو الأمر الذي تبعه تدهور حاد في مؤشرات أسعار الأسهم مقدرة بالعملات المحلية في بورصات كل من كوريا الجنوبية، ماليزيا، تايلاند، سنغافورة، هونجكونج، إندونيسيا، الفليبين بنسبة 57.2% ، 55.5% ، 46% ، 40% ، 30.2 %، 29.8% ، 5.9% على التوالي خلال الفترة من منتصف 1997 وحتى جويلية 1998.

2-3- **الأزمة الروسية** (1998):

باتت روسيا مركزا تابعا للأزمة الآسيوية، لاسيما أن آثار العدوى قد انتقلت إليها ففي ظل ضغوط مالية قاسية فرضها عليها التأخر في تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي والاعتماد على تدفق رؤوس أموال أجنبية قصيرة الأجل، والانخفاض الملاحق في أسعار البترول. وعلى الرغم من نجاح الحكومة الروسية في احتواء الأزمة والحفاظ على استقرار أسعار صرف عملتها (الروبل) من خلال

[177] شدا جمال خطيب، **العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال**، مؤسسة طابا، عابدين، الطبعة الاولى 2002، ص42.

تدخلها في سوق صرف النقد الأجنبي وفي تحديد أسعار الفائدة. إلا أن بقاء أسعار الفائدة مرتفعة لمدة طويلة آثار الشكوك حول قدرة الحكومة على مواصلة احتوائها للأزمة. فتفجرت الأزمة في أوت 1998 نتيجة تثبيت قيمة الروبل مما أدى إلى انخفاض الجدارة الائتمانية السيادية، وتوقف تداول الدين قصير الأجل للدولة سواء في حوزة الأجانب في الخارج أو بواسطة البنوك الروسية، فشهدت أسواق المال الروسية انخفاضات متلاحقة.

ويرى البعض أن أزمة الدين الروسي قد جاءت نتيجة شعور الأجانب بالتردد وعدم التأكد عقب أزمة آسيا، وهو ما دفع الأجانب للتحوط بمراقبة اتخاذ السياسات الروسية أي قرارات غير صحيحة فانخفض صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة من 3.6 مليار إلى (- 14.7) مليار دولار.

2-4- أزمة البرازيل (1999):

لعبت الجدارة الائتمانية السيادية الدور الرئيسي في أزمة البرازيل نتيجة لعدم قدرة الحكومة على سداد الدين العام بالعملة الأجنبية، ذلك نظرا لما شهدته البرازيل من تدفقات رأسمالية خارجة خلال العامين 1997، 1998 حيث انخفض صافي التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى 15.5 مليار دولار، 17.1 مليار دولار على التوالي، بعد أن كان قد وصل إلى 35.2 مليار دولار في عام 1996 .

وقد نجحت البرازيل في بداية الأمر في حماية قيمة عملتها بإتباع سياسة التثبيت من خلال رفع سعر الفائدة الأسمى، الأمر الذي ترتب عليه حدوث كساد كبير في الاقتصاد الحقيقي. فقامت الدولة في عام 1999 بتعويم سعر الصرف الحقيقي مقابل الدولار، وقد كان هذا الحدث الخلفية الأساسية لاندلاع الأزمة[178].

2-5- الأرجنتين[179]:

الذي حصل هو إفلاس اقتصادي شامل مع 140 مليار دولار كدين خارجي ومع تحرير حركة رؤوس الأموال تم خوصصة القطاع البنكي الوطني حيث 70% مما تم خوصصته أصبح ملكا للأجانب، كما تم ربط البيزو، العملة المحلية بالدولار في ظل الدولرة « La Dollarisation »

---

[178] المرجع نفسه، ص42.

[179] Bourguinat, op.cit, p112.

لمزيد من الاندماج في السوق الدولي الذي تسبب مع ارتفاع قيمة الدولار، في زيادة تكلفة الواردات ومن وراء ذلك المزيد من الاستدانة وهذا جعل المقترضين تحت هاجس القلق مع رفع أسعار الفائدة، لأنه مع سوق محرر بالكامل لا توجد ضمانات كافية للتسديد والتغطية، وقد توضح التحكم الأجنبي في الاقتصاد الأرجنتيني عندما تسربت رؤوس الأموال نحو الخارج بشكل غزير.

ومع محاولة إعادة التمويل للديون خضع الأرجنتين لمشروطية صندوق النقد الدولي من خلال ترشيد النفقات وانتهاج سياسة نقدية صارمة وازداد الوضع سوءا في النهاية وتعتبر الأزمة في الأرجنتين من أحدث الاضطرابات المالية (2001).

3- بعض أزمات أسواق المال العربية في التسعينات:

3-1- أزمة البورصة المصرية عام 1995:

قد تزامن تطور البورصة المصرية مع اتجاه الحكومة إلى الاعتماد على سوق الأوراق المالية في تنفيذ برنامجها للخصخصة حيث وجد ارتفاع مبالغ فيه لأسعار الأوراق المالية، ليصل ارتفاع المؤشر العام لأسعار الأسهم بنسبة تزيد على 75% خلال عام 1994 ووصلت الزيادة في الأسعار لبعض الشركات عدة أضعاف خلال فترة وجيزة.

وساعد على ذلك دون أن يكون مرتبطا ارتباطا مباشرا بحسن أداء الشركات أو التوقع بمستقبلها –مجموعة من العوامل لعل من أهمها-: ضآلة المعروض من الأوراق المالية في البورصة، الانخفاض التدريجي لأسعار الفائدة في البنوك، دخول المضاربين والمقامرين لمجال البورصة،.

وشهدت البورصة المصرية ارتفاعات كبيرة في أسعار الأسهم، وقد سعت الهيئة العامة لسوق المال إلى إصلاح وتطوير نظم وأساليب الرقابة على التعامل في البورصة، واتخذت أحيانا قرارات بوقف تداول بعض الأسهم بعد أن تأكدت أن ارتفاع أسعارها كان غير معقول وغير مبرر، وبعد اقتناعها بأن الارتفاع الكبير في أسعار تلك الأسهم كان ناجما عن مضاربات وليس عن أساسيات السوق. وقد أدى هذا الارتفاع مع تحديد سقف الارتفاع والانخفاض السعري اليومي (لا يتجاوز 5%) إلى نشوء سوق مواز لتداول الأسهم خارج مقصورة التعامل الرسمي، هربا مما يراه بعض السماسرة

والمتعاملين من القيود السعرية، نظرا لقلة المعروض من الأسهم، وهو الأمر الذي يعوق المعاملات داخل البورصة.

فمع الصعود المطرد لأسعار الأسهم، بدأت أعداد متزايدة من المتعاملين تعمل على تحويل مدخراتها من البنوك إلى الأوراق المالية، حتى أن طرح إصدارات جديدة كان يجتذب أعدادا كبيرة من المستثمرين سعيا لشراء بضعة أسهم.

وبعد الارتفاعات الكبيرة في أسعار الأسهم خلال عام 1994، فقد شهد عام 1995 والنصف الأول من عام 1996 انخفاضات في الأسعار. فبعد أن بلغ المؤشر العام لأسعار الأسهم نحو 238.37 نقطة في نهاية عام 1994، ظل ينخفض حتى وصل إلى 204.55 نقطة في نهاية يونيو1996، مما أدى إلى أزمة في البورصة المصرية. حيث ارتفاعات في أسعار الأسهم بصورة غير عادية، ثم تدهور وهبوط في الأسعار وآثارها السلبية التي انعكست على المستثمرين والشركات وسوق المال والقطاعات الاقتصادية.

3-2- أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية عام 1998:

شهدت سوق الأوراق المالية غير الرسمية في دولة الإمارات العربية المتحدة أزمة في صيف عام 1998، وامتدت آثارها لعلمي 1999 و 2000.

لقد كان لتداول الأسهم في سوق الإمارات غير الرسمي خلال الثمانينات والنصف الأول من التسعينات حكرا على مجموعة من تجار الأسهم. وفي النصف الثاني من التسعينات شهد السوق زيادة عدد الشركات المساهمة، وتحسن أداء ونتائج أعمال الشركات بصفة عامة، وزيادة الوعي بالتعامل في الأسهم، مما أدى إلى تزايد عدد المستثمرين والمضاربين في السوق، حيث انتعاش حركة البيع والشراء، ومن ثم تضاعف أسعار الأسهم.

ففي عام 1997 و 1998 ارتفع مؤشر بنك أبوظبي الوطني 2575.27 نقطة، ويشكل هذا الارتفاع في أسعار الأسهم ما نسبته 103.6% فقد بلغ المؤشر 5062.2 نقطة في 12 سبتمبر 1998، مقارنة مع 2486.93 نقطة في نهاية ديسمبر 1996. وكان ذلك نتيجة المضاربات

الشديدة في أسعار الأسهم التي وصلت إلى ذروتها يوم 12 سبتمبر 1998، حيث ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة التي يتم تداولها في ذلك الحين لتبلغ 123.8 مليار درهم.

ونظرا لأن ارتفاع مستويات الأسعار التي وصلت إليها جميع الأسهم مبالغ فيها نتيجة المضاربات، فقد أدرك المستثمرون والمتعاملون في السوق ذلك، مما أدى إلى موجة بيع كبيرة لجني أكبر قدر من الأرباح. ومع تزايد حالات البيع وعرض الأسهم، فقد تدهورت الأسعار بشكل كبير حتى انخفض مؤشر بنك أبوظبي الوطني خلال الثلاثة شهور والنصف الأخيرة من عام 1998 حوالي 1471.67 نقطة. فبعد أن وصل المؤشر إلى أعلى مستوى له في 12 سبتمبر 1998 وهو 5062.2 نقطة، انخفض ليصل إلى 3590.53 نقطة في نهاية ديسمبر 1998، ويشكل هذا الانخفاض ما نسبته 29.1%، ويعد هذا هبوطا شديدا في أسعار الأسهم خلال فترة وجيزة .

لقد تدهورت أسعار الأسهم بشكل كبير، نتيجة الركود الشديد وفقدان الثقة في السوق، واستمرار حالة التراجع في الأسعار التي امتدت لفترة طويلة، مما أدى إلى خسائر كبيرة للشركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق. فقد انخفضت القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات لتصل في نهاية ديسمبر 2000 إلى 80.3 مليار درهم، مقارنة مع 123.8 مليار درهم في 12 سبتمبر 1998. أي أن حجم خسائر أسهم الشركات المساهمة بسوق الإمارات قد بلغ 43.5 مليار درهم من قيمتها السوقية خلال الفترة من 13 سبتمبر 1998 إلى نهاية ديسمبر 2000[180].

III - الأزمة المالية العالمية 2008 : الأسباب و التداعيات.

يعيش العالم على مدى السنتين الأخيرتين تقريبا على وقع فوضى مالية و اقتصادية عارمة عجزت الحكومات عن التصدي لها رغم الوسائل المالية الهائلة التي رصدت لها. إذ بدأت هده الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية بانفجار فقاعة الرهن العقاري و بالضبط الديون الرهنية ذات الجدارة الائتمانية المتدنية لتأتي على العشرات من الشركات و المؤسسات المالية التي لها علاقة مباشرة بقطاعي البناء و السكن ثم إلي كافة القطاعات الاقتصادية تقريبا.و

[180] عماد صالح جمال، مرجع سبق ذكره، ، ص ص364-365.

لسوء الحظ لم تقتصر آثارها على الولايات المتحدة فحسب بل امتد تأثيرها ليشمل أوروبا و آسيا وحتى بعض الدول النامية التي لم يكن يتصور أن لها ارتباط بأي شكل من الأشكال مع الاقتصاد العالمي.

1- الوضع العالمي قبل الأزمة و نشأتها

استجابة للصدمات المتتالية خلال الفترة 1998 إلى 2003، ولتجنب الركود الاقتصادي، لجأت البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم إلى تخفيض أسعار الفائدة. وبذلك لم تعد مشكلة السيولة مطروحة نتيجة لتنامي أنشطة المؤسسات المالية ظهور حالة الثراء العام (ارتفاع أسعار النفط، ارتفاع أسعار المواد الخام، الاحتياطات الفائضة في الصين وغيرها من الدول الناشئة). هذا الارتفاع في السيولة إضافة إلى توقع تراجع معدلات التضخم دفع البنوك المركزية إلى رفع أسعار الفائدة (ابتداءا من انجلترا سنة 2003، ثم الولايات المتحدة الامريكية سنة 2004 وأخيرا أوربا في 2005 وتبعتها دول أخرى).

وعلى عكس ما كان متوقعا، لم يؤد ارتفاع أسعار الفائدة إلى الحد من سيولة أسواق السندات، وظلت هذه الأخيرة مستقرة، وبذلك ثبط مخزون السيولة من كفاءة أداء أسعار الفائدة. وسمح الاستقرار في عائدات السندات بتمويل عمليات جديدة كالرهن العقاري والقروض الاستهلاكية للأسر، وتمويل شراء الشركات من قبل صناديق الاستثمار وتمويل صناديق التحوط..الخ. في النهاية، سعى الكثير من المستثمرين إلى تحقيق عوائد أعلى عن طريق الإقبال على تمويل مشاريع أكثر خطورة مثل الرهن العقاري[181].

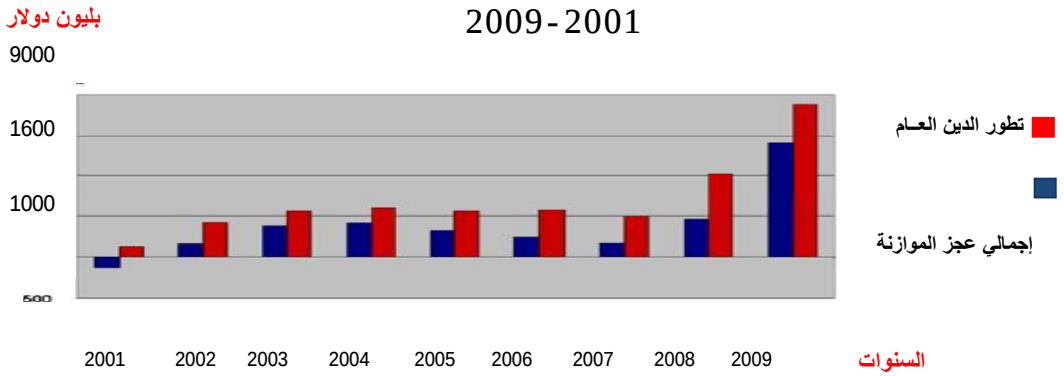
ولا تأتي الأزمات المالية من فراغ بل تتفاعل مع الوضع الاقتصادي الكلي الذي يعاني في الولايات المتحدة من مشاكل خطيرة في مقدمتها عجز الميزانية واختلال الميزان التجاري وتفاقم المديونية الخاصة والعامة إضافة إلى الارتفاع المستمر لمؤشرات البطالة والتضخم والفقر.

---

[181] zouari zeineb et hammami samir, crises financières et contagion: cas de subprime, IHEC Sousse – Maitrise en Actuariat et Finance, www.memoireonline.com/07/08/1344/m_crises-financieres-et-contagion-cas-des-subprime0.html

-**عجز الميزانية:** يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008 بمبلغ 410مليار دولار أي 2.9 % من الناتج المحلي الاجمالي، وهدا يؤكد ضرورة الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية وليست المالية . و الشكل الموالي يوضح عجز الموازنة والدين العام.

شكل رقم (09): إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة الأمريكية خلال 2001-2009

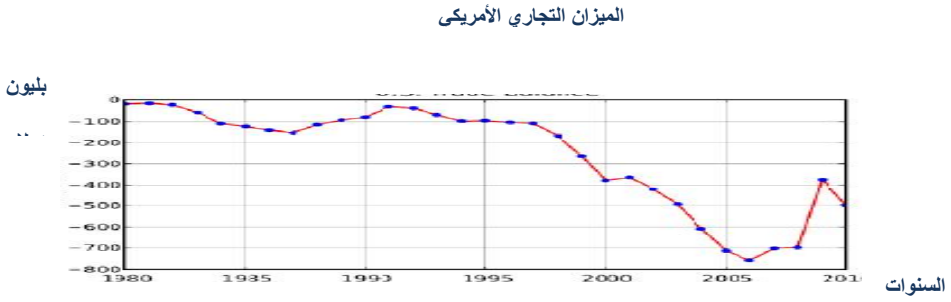


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات محصل عليها من مراجع مختلفة.

- **العجز التجاري:**

مند 1971سجل عجز يزداد سنويا حتى وصل في عام 2002الى ما يقارب450مليار دولار و إلي حوالي 758مليار دولار في عام 2007[182]. و الشكل الموالي يوضح العجز التجاري.

شكل رقم (10):العجز التجاري للولايات المتحدة الأمريكية خلال 1980-2010



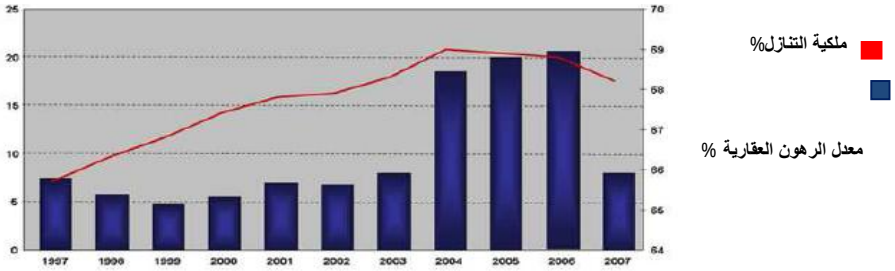
Data Source : US census bureau foreign trade division

[182] Pierre lagayette , les etats unis comteemporaines, ed.bréal 2002, p99.

وما أن انفجرت فقاعة الإنترنت في عام 2000 حتى ظهرت فقاعة أخرى ترتبط بالقطاع العقاري. ومنذ ذلك العام أخذت قيم العقارات وبالتالي أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بالارتفاع بصورة مستمرة في جميع أنحاء العالم خاصة في الولايات المتحدة، حتى بات شراء العقار أفضل أنواع الاستثمار في حين أن الأنشطة الأخرى بما فيها التكنولوجيا الحديثة معرضة للخسارة.

فكان موضوع الرهن العقاري هو السبب الرئيسي والشرارة الأولى لأزمة النظام المالي العالمي، وظهرت أزمة الرهن العقاري بشكل مفاجئ نتيجة تهافت البنوك الأمريكية على منح قروض عالية المخاطر، وأقبل الأميركيون أفراداً وشركات على شراء العقارات بهدف السكن أو الاستثمار الطويل الأجل أو المضاربة. واتسعت التسهيلات العقارية إلى درجة أن المصارف منحت قروضاً حتى للأفراد غير القادرين على سداد ديونهم بسبب دخولهم الضعيفة.و الشكل الموالي يوضح ملكية المنازل و معدل الرهون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية خلال1979-2007

شكل رقم (11):ملكية المنازل و معدل الرهون العقارية للولايات المتحدة الأمريكية خلال 1979-2007



Data Source : US census bureau foreign trade division

و تتمثل صيغة الرهن العقاري في أن يتم التعاقد بعقد ثلاثي الأطراف بين مالك العقار، ومشتر وممول (بنك أو شركة تمويل عقاري)، على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءا من الثمن (10% مثلا)، ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة واعتباره قرضا في ذمة المشتري مقابل رهن العقار الممول، ويسدد القرض على أقساط طويلة الأجل

ما بين 15- 30 سنة بفائدة تبدأ عادة بسيطة في العامين الأولين ثم تتزايد بعد ذلك، ويسجل العقار باسم المشتري ويصبح مالكه له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن[183] .

كما فاقم من هذه المشكلة محاولات التحايل على إجراءات الرقابة المصرفية المعتادة وذلك بالتخلص من هذه القروض المشكوك في تحصيلها من خلال تسويقها إلى عدد كبير من المؤسسات المالية في شكل سندات ومنتجات مالية معقدة. ولجأ بعض المستثمرين العالميين إلى تأمين هذه السندات لدى شركات التأمين التي وجدت في أزمة الرهن العقاري فرصة للربح، وذلك بضمان المنازل. وقامت شركات التصنيف الائتماني بتصنيف هذه السندات إلى فئتين: الفئة (أ) قابلة للسداد، والفئة (ب) لا يمكن سدادها. ثم بدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من المستثمرين العالميين.

إن إحدى السبل لتحقيق الآمان للمستثمرين في السندات التي تم تورقيها من قروض الرهن العقاري، حيث نشأت ظاهرة التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية كتقنية لمعالجة الأزمات المالية التي تتعلق بالقروض العقارية ويمكن تصنيف الأدوات المالية الجديدة التي تستعمل في توريق القروض العقارية لأربع أنواع: الأوراق المالية المدعومة بأصول و يطلق عليها (ABS)، الأوراق المالية المضمونة بالديون و يطلق عليها(CDO) ، الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية(MBS) ، مشتقات الائتمان وهي أدوات تسمح بتحويل المخاطر لعدم السداد.

و مختلف الأدوات السابقة تسمح بتحقيق الشفافية بشان المخاطر التي تنطوي عليها تلك السندات، وذلك يكون بتحديد جودتها من خلال إحدى وكالات التصنيف الائتماني مثل مؤسسات (ستاندار اند بورز، فيتش و موديز) و يتم التصنيف الائتماني لتلك السندات بالاعتماد على مجموعة من المعطيات من أبرزها[184] :

- جودة محفظة القروض التي تتوقف على ما إذا كانت هذه القروض مضمونة كليا أو جزئيا من مؤسسات حكومية أو خاصة و كذلك نسبة تغطية السندات .

---

[183] عبد الحليم غربي، في ضوء الأزمة العالمية، مجلة العلم والإيمان، العدد27، نوفمبر 2008.

[184] منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الأول، التوريق، الإسكندرية منشاة المعارف للنشر و التوزيع 2003، ص426.

- التوزيع الجغرافي للقروض المكونة للمحفظة.
- متوسط سعر الفائدة على القروض المكونة للمحفظة .
- مدى احتمال سداد قيمة القروض قبل تاريخ استحقاقها.

إذن يعرف التصنيف الائتماني عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات و التقييم المستقل بشان مدى ملاءة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضمانا بقدرة المؤسسة غلى الوفاء بالتزاماتها[185] .

جدول رقم (09): موجز للترتيب الائتماني للأوراق المالية

S&P'S	موديز	درجة مرتبة الاستثمار
AAA	Aaa	النوعية الاعلى
AA	Aa	نوعية عالمية
A	A	المتوسط العالي
BBB	Baa	المتوسط
BB	Ba	مضاربة معتدلة
B	B	مضاربة
CCC	Caa	مضاربة مرتفعة
CC	Ca	نوعية رديئة
C	C	نوعية فقيرة بون ربح
D	--	عجز و متؤخرات

المصدر: توماس ماير و اخرون، **النقود و البنوك و الاقتصاد**، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، احمد بديع بليح، المملكة السعودية، دار المريخ للنشر،2002، ص 106.

تمثل الفئة AAA أعلى تصنيف لجودة السندات، وتتميز السندات المصنفة في مقدمة الجدول بارتفاع القدرة على سداد فوائد واصل الدين، أما السندات التي تتوفر على خاصية المضاربة تتميز

[185] احمد التميمي، معايير التصنيف الائتماني المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المستثمرين ، على الرابط الالكتروني:
http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=1434

بانخفاض جودتها و تواجه احتمال التوقف عن السداد، وتتزايد الاحتمالات كلما انخفض التصنيف إلى أن تصل لدرجة التوقف عن السداد. وهدا ما يؤكد بأن التصنيف غير الدقيق نتيجة لصعوبة حصر مخاطر عدم الدفع لهده المنتجات، جعل الكثير من البنوك و المؤسسات المالية تمتلك هدا النوع من المالية المهيكلة متجاهلة حجم المخاطر المعرضة لها . وهنا ظهر مشكل عدم تماثل المعلومات من خلال الشك حول نوعية المنتجات المالية، خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري الشيء الذي ادى الى انخفاض قيمتها[186].

ولمواجهة تداعيات مسلسل الأزمة المالية منذ نشوب أزمة القروض العالية المخاطر، وجدت المصارف المركزية في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا نفسها مضطرة للتحرك، ولم يبق لها سوى الخيار بين تغيير نسب الفوائد أو ضخ أموال في البنوك المتضررة. وقد عمد الاحتياطي الفدرالي الأمريكي إلى نهج الخيار الأول، حيث بادر في العديد من المرات على خفض النسبة التي تراجعت من 5.25% في يونيو 2006 إلى 2% في أفريل 2008. ولم تكتف الحكومة الأمريكية بهذا الإجراء، بل اختارت الذهاب بعيدا في سعيها إلى تفادي تفشي الأزمة، حيث قررت تأميم ثلاثة بنوك كبيرة[187] .

لقد تطورت أزمة الرهن العقاري لأزمة كبرى حيث انتقلت عدواها إلى دول العالم الأخرى لضخامة الاقتصاد الأمريكي: بدأت الأزمة مع انتعاش ورواج سوق العقارات الأمريكية في الفترة ما بين 2001-2006، مما شجع البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى التمويل العقاري مرتفع

---

[186] Henri bogaert, la crise financière et ses effets sur l'economie belge : promiers constats et perspectives, le 19/03/2009,

من الرابط الالكتروني التالي:

http://www.plan.be/admin/uploaded/200901151649150.2661_final .pdf.

[187] هيثم فارس، الأزمة المالية العالمية...الأسباب والتداعيات، 2008/10/19،

http://www.masrawy.com/News/Economy/General/October/19/crises.aspx

المخاطر حيث تم منح قروض لشراء المنازل دون ضمانات كافية مقابل سعر فائدة بسيطة لمدة سنتين ثم تتزايد بعد ذلك. و يمكن تلخيص المراحل الكبرى في الأزمة المالية العالمية كمايلي:

- **فيفري** 2007: الولايات المتحدة تشهد ارتفاعا كبيرا في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، مما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.

- 2008/09/07: وضعت وزارة الخزينة الأمريكية المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري: جمعية "فاني ماي" National Mortgage Association Fannie Mae المختصة بتمويل الإسكان وشركة "فريدي ماك" Federal Home Loan Mortgage Corporation Freddie Mac المختصة بتوفير السيولة للهيئات الممولة للمساكن تحت الوصاية الحكومية.

- 2008/09/15: أعلن عن إفلاس بنك الأعمال "ليمان براذرز" Lehman Brothers رابع أكبر بنك في العالم، وأن بنك "أوف أميركا" Bank of America قد اشترى بنك "ميريل لينش" Merrill Lynch عملاق السمسرة بمساعدة السلطات الأمريكية الحكومية.

-2008/09/16: تأميم شركة التأمين العملاقة "المجموعة الدولية الأمريكية" American International Group (AIG) التي تحتل المرتبة الأولى عالميا في مجال التأمين.

- 2008/09/18: السلطات الأمريكية تعلن إعدادها لخطة بقيمة 700 مليار دولار لإنقاذ البنوك.

-2008/10/01: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

2- أسباب الأزمة المالية العالمية و انتقال العدوى

من ما سبق ذكره يمكن تحديد أسباب الأزمة المالية العالمية كما يلي[188] :

---

[188] نورة عبد الرحمن اليوسف، أسباب الأزمة المالية العالمية، 2008/10/13

www.banquecentrale.gov.sy/Archive/archive-ar/archive2008/news10-13/news-ar/news32-ar.htm

أ- أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003)، مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية، ومع سهولة وتيسير هذه القروض تزايد الطلب عليها وأدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة. هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.

ب- الرهون العقارية الأقل جودة ، وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حين يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار ونتيجة لسهولة الحصول على قرض فإن صاحب الرهن يسعى للحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا تسمى الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، وتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع درجة المخاطرة في تحصيل تلك القروض.

ج- الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية، وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.

لم تكتف البنوك بالتوسع في القروض الأقل جودة، بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض.. وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه (المحفظة من الرهونات العقارية) لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل استخدم هذه القروض كرهن على قروض أخرى.

د- نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة. حيث لا تخضع البنوك الاستثمارية للمنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية. كما أغرت الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار الأمريكي

البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.

هـ- التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان دون رصيد (السحب على المكشوف) والتي تحمل أصحابها تكاليف عالية، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية، تقوم البنوك المقرضة برفع سعر الفائدة وهكذا حتى يتم تنفيذ الرهن عليه.

كل ذلك ما جعل انهيار القطاع العقاري الأمريكي وأزمة القروض العقارية السيئة تنتشر حول العالم وتقود إلى انكماش ائتماني وصعوبة في الإقراض وركود في الاقتصاد تطلب تدخل البنوك المركزية، بضخ المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، وذلك لشراء أصول سيئة من البنوك، كما تضمنته خطة الإنقاذ الأمريكية على سبيل المثال ورفع مبلغ الضمان الحكومي على المدخرات، كما ورد في تلك الخطة بحيث ضمنت ودائع الأفراد من 100 ألف إلى 250 ألف دولار لمنع أي خوف على الودائع البنكية.

أما فيما يخص إنتقال العدوى فعلى إثر هبوط قيم الأسهم في وول ستريت انخفض المؤشر العام للقيم بنسبة 7.1% في فرانكفورت و 6.8% في باريس و 5.4% في لندن و 7.5% في مدريد و 3.8% في طوكيو و 5.1% في شنغهاي و 6% في ساوباولو و 9.8% في الرياض و 9.4% في دبي و 3% في بيروت و 4.2% في القاهرة [189].

3- التداعيات القائمة والمحتملة للأزمة المالية العالمية على مختلف الاقتصاديات

تؤثر الأزمة المالية العالمية القائمة حاليا سلبيا في كافة الدول سواء أ كانت من الدول المتقدمة أم من الدول النامية. ومن المتوقع أن تشهد معدلات النمو تراجعا معتبرا يزداد حدة كلما انزلقت التجارة الدولية بسرعة حادة نحو التراجع من جراء ذلك وارتفعت أسعار السلع وانكمشت حالة التضخم ومن المتوقع أن تنخفض أسعار النفط والمواد الغذائية في العام الحالي مقارنة بالعام الماضي.

---

[189] صباح نعوش، خطورة الأزمة المالية الأمريكية على الاقتصاد العالمي، 2008/02/07،

http://www.aljazeera.net/NR/exeres/34BAECB7-FD94-434A-B9BF-F9B840271453.htm

3-1- أثر الأزمة على الاقتصاد الأميركي

طالت تداعيات أزمة الرهن العقاري الأمريكية مختلف القطاعات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية وأدت إلى خسائر مالية لا يمكن حصرها، وتكبدت البنوك خسائر ضخمة وأعلن إفلاس وانهيار بعضها. كما شهدت البورصات الأمريكية هبوطا حادا في قيم الأسهم على إثر تفشي الأزمة. ولا تقتصر الأزمة في الولايات المتحدة على قيم الأسهم بل تشمل الاقتصاد الحقيقي برمته، فهي أزمة اقتصادية لا تزال في طور الاستفحال يمكن إبراز معالمها في النقاط التالية:

- **الإنفاق الاستهلاكي:** في الواقع، إن أكثر من 5% من الإنفاق الأسري في الو.م.أ خلال السنتين السابقتين للازمة تم تمويله عن طريق الفوائض المحققة في الأسواق المالية وخاصة سوق العقارات، لهذا ينتظر أن تؤدي هذه الأزمة إلى تراجع الطلب الاستهلاكي نتيجة نقص مصادر التمويل المتاحة. ولن يؤثر تراجع الطلب الاستهلاكي على قطاع الصناعات الاستهلاكية فحسب، بل سيطال لاحقا العديد من القطاعات الأخرى كقطاع الصناعات التحويلية وقطاع الخدمات.

- **سوق العمل:** أدت الأزمة الراهنة إلى خسائر كبيرة في مناصب الشغل، حيث قدرت خسر الاقتصاد الأمريكي 22000 منصب عمل في جانفي 2008 لوحده وحوالي 3.6 مليون لفترة الأزمة كاملة ولحد أوائل 2009، وتشير التوقعات إلى تزايد تسريح العمال نتيجة انخفاض أسعار العقارات الذي تسبب في كساد قطاع البناء.

- **الدولار:** منذ تفجر أزمة الرهن العقاري والدولار يشهد تراجعا مستمرا مقابل الأورو. حيث وصل إلى أدنى مستوياته منذ سنوات السبعينات إثر وقف تحويل الدولار إلى ذهب. وأصبح الدولار إثر هذه الأزمة يواجه احتمال الانتقال من نظام القطب الواحد إلى نظام القطبية الثنائية القائمة على الدولار واليورو، حيث عززت هذه الأزمة من الإجراءات التي انتهجتها بعض البنوك العالمية والمتمثلة في تخفيض الاعتماد على الدولار في احتياطات الصرف لديها [190].

- **العجز التجاري:** منذ عام 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض بل عجز يزداد سنوياً وصل في عام 2006 إلى 758 مليار دولار. ويعود السبب الأساسي إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك.

---

[190] zouari zeineb et hammami samir,op.cit.

- **عجز الميزانية:** لا يزال العجز المالي مرتفعاً حيث قدر في ميزانية عام 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي. في الولايات المتحدة يغلب الطابع العسكري على النفقات العامة والطابع السياسي على الضرائب. لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية. كما أن الضرائب تستخدم كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين بدلاً من الحصول على إيرادات لتمويل العجز المالي.

- **المديونية:** أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأميركية ارتفاع الديون الحكومية (الإدارة المركزية والإدارات المحلية) من 4.3 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003 وإلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007. وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي. وبذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة. يعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية ويعادل ثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية.

ولا يتوقف ثقل المديونية الأمريكية على الإدارات الحكومية بل يشمل الأفراد والشركات أيضاً. فقد بلغت الديون الفردية 9.2 تريليون دولار منها ديون عقارية بمبلغ 6.6 تريليون دولار. إن هذه الديون العقارية التي ساهمت مساهمة فاعلة في الأزمة المالية الحالية وتشكل أكثر من نصف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي. أما ديون الشركات فتحتل المرتبة الأولى من حيث حجمها البالغ 18.4 تريليون دولار. وبذلك يكون المجموع الكلي 36 تريليون دولار أي ثلاثة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي. هذه الديون بذاتها أزمة اقتصادية خطيرة.

كما تعاني الولايات المتحدة من مشاكل اقتصادية أخرى في مقدمتها التضخم الذي تجاوز 4% والبطالة التي تشكل 5% والصناعة التي تتراجع أهميتها والفقر وسوء الخدمات التعليمية. ولا تقتصر خطورة الأزمات المالية الأمريكية على إفقار الملايين من الأميركيين بل تمتد لتشمل التأثير السلبي على الوضع الاقتصادي العالمي [191].

3-2- أثر الأزمة على الاقتصاديات المتطورة والناشئة

[191] صباح نعوش، مرجع سبق ذكره.

منذ بداية 2008 أخذت أسهم الأسواق الناشئة تتعثر خاصة في الصين التي انخفض فيها مؤشر شنغهاي المركب بنسبة 52%، كما انخفضت سوق الأسهم في روسيا بنسبة أكثر من 30%، وفي الهند انخفضت بنسبة 37 %، وكانت أقل الأسواق الناشئة تأثرا السوق البرازيلية بنسبة 5 % فقط. أما في أسواق الدول السبع الكبرى فقد تراوح الانخفاض بين 29 % في الولايات المتحدة حتى 10 أكتوبر 2008 وفي بعض القطاعات وصل الانخفاض إلى 42%، وكانت كندا الأكثر تضررا، إذ وصل الانخفاض إلى 39% تليها فرنسا، اليابان، وألمانيا بنحو 37%، ولا تقل النسبة كثيرا في كل من بريطانيا وإيطاليا التي وصلت نسبة الانخفاض فيهما إلى 32 % [192].

ورغم أن حجم الخسائر لم يتم تحديدها بدقة، إلا أن صندوق النقد الدولي قدر تكلفة الأزمة بحوالي 945 مليار دولار، حيث أن أكثر من نصفها (565 مليار الدولار) هي خسائر في البنوك. ولم تنحصر تداعيات الأزمة في التصدع المالي بل سرعان ما تحولت هذه الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي حيث أنه من ناحية فإن التكاليف الباهظة لمعالجة وضع المؤسسات المالية المتضررة من هذه الأزمة سوف تنعكس في شكل عبء مالي كبير على الاقتصاد. هذا كما أنه من ناحية أخرى فإن تردد البنوك وتقلص قدرتها على الإقراض من شأنه أن يحرم كثير من القطاعات الاقتصادية الأخرى من التمويل المطلوب وبالتالي ينعكس ذلك في شكل انكماش للأنشطة الاقتصادية المختلفة التي لا يبدو بأنها سوف تفلت من تأثير هذه الأزمة الكبيرة.

ونتيجة للتفاعلات التي أثارتها الأزمة والتي وإن بدأت في شكل أزمة مصرفية إلى أنها أصبحت أزمة اقتصادية بامتياز. من المتوقع دخول الاقتصاد في حالة انكماش وتراجع نسبة النمو بالنسبة للسنة الحالية والسنة المقبلة. وقد راجع صندوق النقد الدولي توقعاته وأعلن أن نسبة النمو لن تتعدى في كل الأحوال 2 % بل وستكون سالبة بالنسبة لبعض الدول. هذا الوضع سيكون من نتائجه المباشرة تراجع الطلب والاستهلاك كنتيجة لتراجع الأجور وتدهور القدرة الشرائية. وسيزداد عدد العاطلين جراء التسريحات وإفلاس الشركات، إذ يتوقع المكتب الدولي للشغل أن تمس البطالة

---

[192] عبد الحفيظ محبوب، لماذا اقتفت الأسواق الخليجية أثر الأسواق الدولية؟، 2008/10/20،

http://www.alaswaq.net/views/2008/10/20/19087.html

210 ملايين شخص في العالم في 2009 أي بزيادة 20 مليون عاطل في أقل من سنة. ولعل ما يدل على ذلك الأزمة التي مست في الأيام الأخيرة قطاع صناعة السيارات[193] .

3-3- أثر الأزمة على الاقتصاديات النامية والأقل نموا

رغم أن الأثر المباشر للأزمة الحالية أقل تأثيرا وضخامة على القطاعات المالية في البلدان النامية والأقل نموا، حيث من المتوقع أن يتفاوت تأثير الأزمة على الأسواق المالية في هذه الأخيرة، وكلما كانت الدولة أقل نموا كلما كانت تداعيات الأزمة عليها أقل، وذلك لكون الأسواق المالية في تلك الدول تعتمد بالدرجة الأولى على رأس المال الحكومي، كما أن البنوك في هذه البلدان ليست مرتبطة بعلاقات عالمية كبيرة، وليست معتمدة بشكل كبير على رؤوس الأموال الأجنبية، بل تعمل من خلال الاستثمارات المباشرة ومن المساعدات التنموية والتحويلات الخارجية من قبل المهاجرين. **ولكن مع ذلك سوف تتأثر نتيجة لانخفاض معدلات الصادرات -حيث من المتوقع هبوط معدلات التجارة العالمية بواقع 2.5% في عام 2009- وانخفاض أسعار المواد الأولية مما سيؤدي إلى تراجع مداخيل الدول المصدرة للمواد الأولية، ومن المتوقع أن تعرف البلدان النامية تراجعا في تدفقات رأس المال إليها** [194]. **كما يتوقع أن يؤدي ضعف معدلات النمو -واقترانه بالضائقة الائتمانية- إلى انخفاض المبالغ المالية التي ستتوفر للحكومات لاستثمارها في مشروعات البنية التحتية. ومن المرجح أن لا يزيد معدل نمو إجمالي الناتج المحلي في البلدان النامية -الذي كان من المتوقع قبل فترة وجيزة أن يبلغ 6.4% في عام 2009- إلى 4.5% حسب توقعات خبراء البنك الدولي. ومن المتوقع أن تشهد معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي التباطؤ في كافة مناطق العالم النامية في عام 2009** [195].

ويمكن تلخيص الآثار المتوقعة على البلدان النامية والأقل نموا في ثلاثة محاور[196] :

---

[193] ميمون الرحماني، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها والانعكاسات المحتملة على الاقتصاد المغربي، 2008/12/18،

http://maroc.attac.org/jooomla/index.php?option=com_content&task=view&id=745&Itemid=125

[194] البنك الدولي، الأزمة المالية: مدلولاتها بالنسبة للبلدان النامية، 2008،

http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/0,,contentMDK:21976256~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:469372,00.html

[195] المرجع نفسه.

[196] عبدو جميل المخلافي، انعكاسات سلبية للأزمة المالية العالمية على جهود مكافحة الفقر، 2008/10/16،

http://www.dw-world.de/dw/article/0,2144,3718752,00.html

المحور الأول هو انخفاض الطلب على منتجات الدول النامية، لاسيما تلك المصدرة للمواد الخام، نتيجة انخفاض الطلب العالمي، وهو ما سينعكس على موازنات الدول النامية وقدراتها على تمويل مشاريعها التنموية وعلى استمراريتها في دعم الغذاء لسكانها.

المحور الثاني ويتمثل في وجود مخاوف من أن تؤثر الأزمة على المساعدات التنموية التي تتلقاها الدول الفقيرة من قبل الدول الصناعية، وهو ما دفع بالكثير من المؤسسات الإنسانية إلى مطالبة هذه الدول بالوفاء بالالتزامات التي تعهدت بها.

المحور الثالث يتمثل في احتمال تقلص الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية ومنح القروض، حيث ستفكر الشركات العالمية مليا قبل المغامرة في العمل في أسواق ليست فيها ضمانات كبيرة، وبالتالي فإنها ستتجه إلى الدول التي تتوفر فيها ضمانات أكثر.

3-4- أثر الأزمة على الاقتصاديات العربية

وبالرغم من أن كافة المؤشرات تدل على أن التأثير المباشر على الأسواق العربية من المفترض أن لا يكون بنفس الحدة التي تأثرت بها الأسواق المالية العالمية المرتبطة بشكل أكبر مع السوق والاقتصاد الأميركي حيث نشأت الأزمة، إلا أن التداعيات المباشرة، وغير المباشرة المتعلقة بتأثير الأزمة المالية الدولية على معدلات نمو الاقتصاد العالمي، لا شك أنها انعكست سلباً على الأسواق العربية. حيث انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة بنسبة 21.2% ليصل إلى 252.5 نقطة في نهاية الربع الثالث من عام 2008، مقارنة مع 320.5 نقطة بنهاية الربع الثاني من العام [197].

وأظهرت المؤشرات التي يحتسبها الصندوق تراجعاً ملحوظاً في أداء الأسواق العربية خلال الربع الثالث من عام 2008، مقارنة مع الربع الثاني، في حين تفاوت أداء الأسواق، مقارنة مع

---

[197] صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث 2008، العدد 55،

http://www.amf.org.ae/weblisher/storage/uploads/docs/ECONOMIC%20DEPT/Arab%20Capital%20Markets%20Bulletin/3rd%20quarter%202008.pdf

- www.dw-world.de/popups/popup_lupe/0,,3718752,00.html

أدائها خلال الربع الثالث من العام 2007. فعلى سبيل المثال، سجلت كافة الأسواق تراجعاً خلال الربع الثالث، باستثناء سوق تونس. والجدير بالذكر أنه على أعقاب هذه الأزمة المالية العالمية، تتعرض أسواق الأوراق المالية العربية بشكل عام منذ بداية النصف الثاني من العام الماضي، كمثيلاتها من الأسواق العالمية، إلى حركة تراجع كبيرة أدت إلى انخفاض القيم السوقية فيها بشكل ملحوظ وإلى انخفاض مؤشرات أدائها وإلى خسائر مرتفعة للمستثمرين.

ويعزي معظم المحللين والمسؤولين في الأسواق العربية هذا التراجع الحاد إلى العامل النفسي الذي يغلب على قرارات المتداولين في هذه البورصات. أي أن هذا الانخفاض لا يعود إلى أسباب جوهرية مالية واقتصادية، إذا ما أخذنا بعين الاعتبار أداء الاقتصاد الكلي في المنطقة والأداء الجيد للشركات المدرجة نفسها، وبالتالي، يعتبر انخفاض الطلب وارتفاع حركة البيع كنتيجة للقلق وعدم الثقة لدى المستثمرين بالأوضاع المالية العالمية ومدى تأثيرها على أسواق المنطقة.

وبشكل عام من المتوقع أن تنخفض معدلات النمو الاقتصادي في الدول العربية، حيث بدلاً مما أصبحت تحققه خلال السنوات القليلة الماضية من معدلات نمو تصل إلى 6% في المتوسط يمكن أن تنخفض إلى حدود 4.5% على أفضل تقدير. وتتمثل القطاعات التي من المتوقع أن تتأثر بهذه الأزمة على سبيل المثال لا الحصر[198] :

أولاً : الطلب على النفط ومستوى أسعاره، الاحتمال الأكبر لهذه الأزمة أن تؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي وبالتالي خفض الطلب على النفط ومن ثم انهيار أسعاره، كما حدث في الربع الأخير من سنة 2008 والربع الأول من 2009. الأمر الذي من شأنه تخفيف الارتفاعات الشاهقة لأسعار النفط. إن الاقتصاديات العربية في معظمها تعتمد على إنتاج وتصدير النفط. وكما شاهدنا فإن الأزمة أدت إلى انخفاض سعر البترول بأكثر من 06% هذا إضافة إلى اضطرار دول الأوبك إلى تخفيض إنتاجها من النفط. ويعتبر هذا التأثير هو الأكبر للأزمة على الاقتصاديات العربية خاصة إذا أخذنا في الاعتبار أن الإيرادات النفطية هي المصدر الوحيد للدخل تقريباً في كثير من البلدان العربية مما يعني أن الإنفاق الحكومي وهو المحرك الأساسي للاقتصاد سوف يتأثر وفقاً لذلك.

---

[198] جاسم المناعي، الأزمة المالية العالمية...وقفة مراجعة، صندوق النقد العربي، 16/ 11/ 2008. www.amf.org.ae

ثانياً : الحصول على التمويل وتكاليفه. إن انخفاض وتيرة معدلات السيولة المتوفرة والمترتبة على هذه الأزمة من شأنه المساعدة من ناحية على الحد من ارتفاع الأسعار ومعدلات التضخم العالية. من ناحية أخرى فإن انخفاض مستويات السيولة من شأنه تحسين إدارة المخاطر وزيادة الحرص والحذر في منح الائتمان وفي ذلك حماية للمؤسسات المقرضة بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام، وارتفاع في تكلفة التمويل.

ثالثاً : الاستثمارات الأجنبية. المتوقع أن تنخفض الاستثمارات الأجنبية على أثر هذه الأزمة. ووفقاً لبعض التقديرات فإن مثل هذا الانخفاض قد يصل إلى 30% مقارنة بالعام الماضي.

رابعاً : التجارة أيضاً متوقع لها أن تتأثر سلباً بهذه الأزمة بما يشمل مرافق التجارة من موانئ وقنوات مائية.

خامساً :تحويلات الأيدي العاملة من المتوقع أيضاً أن تتأثر سلباً حيث أن انكماش النشاط الاقتصادي من شأنه أن يمثل فرص عمل أقل ومستويات رواتب وأجور أدنى.

سادساً : الأسواق المالية لقد تأثرت كثيرا على المستويين العالمي والعربي، إذ هي تعكس مختلف التفاعلات مع هذه الأزمة من ضعف أوضاع المؤسسات المالية المتضررة إلى التوقعات السلبية لأداء الاقتصاد بشكل عام وما يترتب عليه من ضعف أداء الشركات ومختلف القطاعات إضافة إلى صعوبة وارتفاع تكاليف التمويل. صحيح أن الأسهم مقيمة بأعلى من قيمها الحقيقية عالمياً وعربياً لكن الأسعار في الواقع تعكس أيضاً توقعات قيم الشركات وأدائها في المستقبل على ضوء هذه الأزمة وما قد تسببه من تراجع وكساد.

في الواقع إن تداعيات هذه الأزمة لا تنحصر في هذه الجوانب فقط بل إن تأثيراتها تبدو بأنها سوف تكون أبعد بكثير على الصعيد العربي والعالمي. على الصعيد العربي فإن التأثيرات بعيدة المدى لهذه الأزمة يمكن أن تؤثر على سياسات الإصلاح وبخاصة تحرير القطاع المالي، حيث من المتوقع أن تكون هناك مراجعة ويمكن إعادة نظر حول مدى ودرجة التحرير التي يمكن أن تكون مقبولة للأنشطة المالية دون أن تؤدي إلى تعرض الدول المعنية إلى مخاطر مماثلة لما حصل خلال هذه الأزمة، ودون استعمال ذلك كذرائع للتراجع عن الإصلاح الذي قطعت فيه تلك الدول أشواطا لا بأس بها.

كذلك فمن المتوقع على المدى البعيد أن يعاد النظر في موضوع الاستثمارات سواء الاستثمارات الأجنبية في المنطقة أو استثمارات المنطقة في الخارج. على صعيد الاستثمارات الأجنبية في المنطقة فعلى ضوء الحركة السريعة لهذه الاستثمارات خلال الأزمة خاصة بالنسبة للاستثمارات التي تدعى الأموال الساخنة فإن تجربة دول المنطقة كما هي حال تجارب الدول النامية عموماً فإنها لم تكن إيجابية تماماً، حيث أحدثت هذه الأموال في خروجها المفاجئ إرباكاً لأسواق المنطقة قد تستدعي على أثرها التفكير في التعامل معها [199] .

أما فيما يخص استثمارات المنطقة في الخارج فكذلك على أثر الأضرار التي ترتبت على هذه الاستثمارات من جراء هذه الأزمة قد تحتاج دول المنطقة إلى مراجعة سياسات واستراتيجيات استثماراتها في الخارج على صعيد نوع الأصول المستثمر فيها وكذلك القطاعات وحتى وجود هذه الاستثمارات في المراكز المالية العالمية.

أما على الصعيد العالمي فإن التساؤل الأكبر سيتركز في ضوء هذه الأزمة حول مدى ملاءمة النظام الاقتصادي العالمي وهل بالفعل أن الاقتصاد الحر لا يزال أفضل الأنظمة الاقتصادية أم أن الأمر أصبح يحتاج إلى إعادة نظر على أساس اضطرار الدول للتدخل وإدارة الاقتصاد بدلاً من الاعتماد على الأسواق. وهل أن مثل هذا التدخل هو مجرد إجراءات مؤقتة أم أن الأمر يمثل اختلالات هيكلية تحتاج إلى تصويب ومراجعة جادة [200].

---

[199] المرجع نفسه.
[200] المرجع نفسه.

خاتمة الفصل:

و في الأخير يمكن القول بأن هذا الفصل قد بين أن الأزمات المالية، أي تلك التي تضرب الأنظمة المالية ثم تنتقل لتصبح أزمات اقتصادية، أي تشل الاقتصاد الحقيقي، هي سلسلة غير متناهية من الاضطرابات المالية والاقتصادية المختلفة الحجم والعمق. كما أنها أزمات من الصعب جدا وربما من المستحيل التكهن بها، سواء من حيث التوقيت أو حجم الأضرار أو حتى المجال الجغرافي الذي ستتوقف عنده آثارها. فلقد أجاد المختصون من باحثين ومؤسسات في حشد النماذج الرياضية وأنظمة الإنذار المبكر ، بغرض المعرفة المسبقة لتلك الأزمات لتفاديها والتصدي لها والحد من آثارها ولكن دون جدوى. ففي كل مرة ومع نهاية كل أزمة ندرس الأسباب ونحصر الخسائر وننتظر الأزمة القادمة، وهذا ما يشجع الأكاديميين، على وجه التحديد، إلى التفكير في تصور أسس اقتصاد الأزمات.

إذن لقد سبق عرض الأزمات المالية بشكل مختصر لأن الهدف لم يكن التفاصيل مؤطرة بتواريخها ولا حتى الأزمة في حد ذاتها وفي موقعها وإنما ما يرتبط بها من سلوكات وآثار جديدة على المالية الدولية في شكل إضطرابات كاسحة سرعان ما تنتشر وتتعمم مسببة الهلع والخوف الكبير الذي يتم استشعاره أول مرة .

الفصل الرابع

قنوات الانتقال للأزمة المالية: تجارب من الواقع -خاصة حالة الاقتصاد الجزائري-

الفصل الرابع: قنوات الانتقال للأزمة المالية: تجارب من الواقع

-خاصة حالة الاقتصاد الجزائري-

مقدمة الفصل

إن المخاطر المؤكدة من التحرير المالي و ما يصاحبه من عدم الانضباط و عدم الخضوع للقوانين هي مؤكدة لان التجارب وواقع الحال فرضاها، إذ لا يمكن الحديث عن سلسلة الأزمات المعاصرة من جنوب شرق آسيا حتى الأزمة المالية 2008 و ما تلاها دون الإشارة إلي أن النمو وأعداد الفقراء لم يعودوا في تضاد ما دام النمو مقتصرا على معدلات الزيادة في الناتج المحلي، وهذا ما يؤكد بان عقد التسعينات من القرن العشرين حفل بالعديد من الأزمات المالية، وفي هذا الصدد يقول **رمزي زكي** لعل أهم مخاطر العولمة المالية، هو تلك الأزمات القوية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي، سواء خلال إجراء عملية التحرر المالي المحلي والدولي، أو بعد إتمام هذه العملية . كما أشارت تقارير صندوق النقد الدولي أنه خلال الفترة 1980-2008، وهي الفترة التي تعاظمت فيها قوة دفع العولمة المالية، تعرض أكثر من ثلثي الأعضاء في الصندوق لأزمات مالية واضطرابات مصرفية حادة، وقد تكررت الأزمات بوتيرة عالية لتشمل معظم دول العالم (دول جنوب شرق أسيا، روسيا، تركيا، البرازيل، الأرجنتين، المكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية)، وخاصة أن "كارلوس دياز الجاندرو" (Carlos Dias Alejandro) قد نبه مبكراً منذ عام 1985، في مقالة شهيرة له تحت عنوان "**وداعاً للكبح المالي...أهلاً بالانهيار المالي**"، المخاطر الشديدة التي تحملها عمليات التحرير المالي للنظام المصرفي، ولذا نجد أن أكثر أسباب هذه الأزمات لها صلة مباشرة بالعولمة المالية.

لهدا تقتضي الموضوعية في عرض هذا المبحث بتسليط الضوء على الآثار الناجمة من مختلف التغيرات الحاصلة على الساحة العالمية الاقتصادية المؤدية لعدم الاستقرار من جراء عمليات الانفتاح، مع الإشارة إلي بعض التجارب التقيمية، "منطقة اليورو" كثاني قوة صناعية في العالم على الرغم من نقص مصادر الطاقة بها، وأول قوة تجارية من حيث حجم المبادلات العالمية و ذلك راجع لقوة اقتصادها وكثافة شبكة المواصلات و اتساع السوق الداخلية. و الاقتصاد السعودي

والجزائري كاقتصادان نفطيان مع التركيز على الاقتصاد الجزائري، كتجارب من الواقع لتحليل الأثر و توضيح مدى الاختلاف لقنوات الانتقال للازمة بينهم. مع الإشارة إلى أن مكمن الخطر لم يعد الأزمة ذاتها بل سرعة انتشارها ودرجة العدوى وتأثيراتها.

لهذا سيعالج هذا المبحث بنوع من الدقة دراسة قنوات الانتقال في ثلاث اقتصاديات رئيسة على التوالي:

I- قنوات انتقال الأزمة في منطقة اليوررو

II- قنوات انتقال الأزمة في اقتصاد المملكة العربية السعودية

III - قنوات انتقال الأزمة في الاقتصاد الجزائري

I- قنوات انتقال الأزمة في منطقة اليوررو

يهدف هذه المبحث إلى توضيح أهم القنوات التي يمكن أن تنتقل عبرها الأزمة، خاصة إبراز الآليات والتداعيات الممكنة لقنوات الانتقال للعدوى على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل: الناتج المحلي الإجمالي PIB، الرصيد العام، الاستثمار، التضخم، الوضع المالي والعملة النقدية، وغيرها من المؤشرات، **لمنطقة اليورو.**

1- قنوات انتشار الأزمات المالية

توجد مجموعة من القنوات من شأنها المساهمة في انتشار وتوسع الأزمة المالية، وسيتم التركيز في هذه النقطة على على مايلي[201] :

1-1-الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد

[201] كمال رزيق وحسن توفيق، **الجوانب النظرية للأزمة المالية**، المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال: التحديات- الفرص- الآفاق، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي: 10-11 نوفمبر 2009.

من المعلوم أن الأزمة المالية هي مجموعة من حلقات الاضطراب المالي التي تقود إلى الأخطار. هذه الاضطرابات تمس أحد الأسواق التالية: سوق الاستدانة (سوق القروض والسندات)، سوق الصرف، سوق الودائع والسوق المالية، كما يلي:

- **القناة الأولى:** تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسه .
- **القناة الثانية** : تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك
- **القناة الثالثة** : أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.
- **القناة الرابعة** : إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعا لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات، فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.
- **القناة الخامسة** :قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر في رأس المال (خسائر الصرف)، وهو ما سبب أزمة مصرفية لدى البنوك.
- **القناة السادسة** :إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات الالتزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.
- **القناة السابعة والثامنة** :تمثل القناتان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات، وهي غالبة الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم. فنتيجة ارتفاع سعر الفائدة تصبح السندات قديمة الإصدار اقل مردودية من تلك حديثة الإصدار، بالإضافة إلى هذا تصبح الأسهم بدورها أقل مردودية من السندات الحديثة الإصدار، وهذا ما يدفع بالمستثمرين إلى استبدال الأسهم مقابل السندات الجديدة الإصدار، مما يعني حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة.

- **القناة التاسعة والعاشرة** :تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث أن عددا كبيرا من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية. كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالي، فقد تضطر البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في السوق المالي مما يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم وبالتالي حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة (الانتقال من أزمة بنكية إلى أزمة السوق المالي). كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من ا لبنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالي.
- **القناة الحادية عشرة:** قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة (أزمة سوق مالي) إلى طرح (بيع) الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي وحصولهم على السيولة، مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.
- **القناة الثانية عشرة:** يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب، فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة، والذي ينجر عنه انخفاض أسعار الأصول المالية في السوق المالي.

1-2- الانتقال من دولة إلى دولة أخرى

لقد تطرقنا إلى قنوات انتشار الأزمة المالية من قسم من أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام، غير أن الأزمة المالية لا تكتفي بمس كافة النظام المالي بل تتسع لتنتقل إلى نظم مالية في دول أخرى غير الدولة المتعرضة للأزمة، وذلك بالطرق والقنوات التالية:

- الاتفاقيات التجارية وما قد ينجر عنها من ضغوطات على سعر الصرف.

- الانخفاض السريع والمعتبر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما الذي يدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى، وهو الأمر الذي يؤثر سلبا على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرون في هذه البلدان.

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

- وجود علاقات وروابط مالية بين مختلف البلدان التي تؤدي إلى انتشار الانعكاسات السلبية وانتقال الصعوبات المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

1-3-قناة المعاملات التجارية الخارجية و آثار التغذية العكسية

إن التحرير التجاري المصاحب لتعزيز ظاهرة العولمة قد أدى لمضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع و الخدمات، و باعتبار السوق الأمريكية اكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم و القوة الشرائية بدلك فهي اكبر مستورد هذا ما يوفر آلية أخرى لنقل تغيرات أسعار السلع المتاجر فيها دوليا من خلال تأثير الدولار على أسعار السلع الأساسية نظرا لحجم الدولار في فوتره التجارة العالمية و هو ما يدل على أن دخول الولايات المتحدة في ركود سيؤدي لتراجع متفاوت في اقتصاديات دول أخرى .

2- بيانات أساسية عن المتغيرات الاقتصادية الكلية لمنطقة اليورو

إن الأزمة المالية العالمية وما خلفته من آثار على الدول الأوروبية، تعد أول اختبار حقيقي لهذا الاتحاد، حيث كشفت عن العديد من العيوب والمشاكل التي أخفتها سنوات النمو والازدهار، ورغم أن ردود الفعل القومية والإقليمية داخل الاتحاد غدت أكثر تنسيقا على مر الزمن، فإنها لا تزال أقل مما يجب ومتأخرة، وهذا ما أثبتته أزمة اليونان.

2-1- اليونان وانطلاق شرارة الديون الأوروبية

لقد أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 على استقرار الاقتصاد العالمي، مما أثر بشكل كبير على دول منطقة اليورو، فقد عانت الكثير من البلدان الستة عشر الأعضاء من منطقة اليورو من عجز كبير في الحساب الجاري، واقترن ذلك بنمو ضعيف ونسبة ديون مرتفعة، وتعاني هذه

البلدان حاليا من ظروف تمويل أكثر صعوبة وآفاق للنمو أشد سوءا، حيث استفادت العديد من الدول الأوروبية من التكامل المتزايد والتدفقات الوافدة الكبيرة من رأس المال، إلا أن ذلك كان له آثار عكسية حيث أسهمت التدفقات الواردة في ارتفاع مستويات الديون الخارجية وعجز مفرط في الحساب الجاري وزيادة مخاطر الميزانية العمومية، ورغم إشارات التحذير في شكل عجز متزايد في الحساب الجاري والمستويات المرتفعة من الديون العامة إلا أن الأسواق قللت من أهمية هذه المخاطر بالنسبة لبلدان وسط أوروبا وشرقها، و ذلك بحكم عضويتها في الاتحاد الأوروبي إلا أن الأزمة المالية العالمية وتأثيرها كشف الضوء على الفروق بين دول الاتحاد الأوروبي، حيث ارتفعت تكاليف التمويل بالنسبة لكل المقترضين وتقلصت فرص الحصول عليه بصورة حادة. في ظل هذه الظروف ظهرت أزمة اليونان 2009 وهي أزمة مالية اقتصادية، ظهرت عندما كشفت الحكومة اليونانية المتشكلة حديثا أن بيانات الميزانية التي نشرتها الحكومة السابقة لم تظهر العجز بحجمه الحقيقي، لذا فقد انتشرت المخاوف في الأسواق المالية بشأن مقدرة اليونان على تدبير الدين اللازم لتمويل العجز في ميزانيتها مما دفع بالأسواق إلى رفع أسعار الفائدة التي تستوجب على اليونان دفعها مقابل الاقتراض وارتفع بالتالي احتمال تعثر اليونان على السداد. حيث تواجه اليونان تحديا مزدوجا، فهي تشهد أزمة حادة في المالية العامة تتسم بمستوى شديد من الارتفاع في العجز والدين العام كما أنها تعاني مشكلة في التنافسية حيث بلغ عجز الميزانية 13.6% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، ووصل الدين العام من إجمالي الناتج المحلي إلى 115% في عام 2009، والملاحظ أن أرقام عجز الموازنة وعجز الحساب الجاري في اليونان هي أعلى بكثير من تلك المسموح بها وفقا لميثاق الاستقرار والنمو في الاتحاد الأوربي، إذ يدعوا هذا الأخير لوضع سقف لعجز الميزانية الذي وصل إلى 3%من الناتج المحلي الإجمالي في حين بلغ سقف الديون الخارجية 60% من الناتج المحلي الإجمالي[202]. ويمكن إبراز النمو الفعلي والمتوقع للناتج المحلي الإجمالي والدين والميزان الجاري لليونان من خلال الجدول التالي:

---

[202]: رايس حدة، نوي فطيمة الزهرة، **أزمة اليونان هل تعيق فكرة توسيع الاتحاد الأوروبي و تعميقه؟** 2008،عن الموقع :

www.bensaidamne.polasit.come

جدول رقم (10): النمو الفعلي والمتوقع للناتج المحلي الإجمالي والدين والميزان الجاري لليونان (2009-2015)

البيان	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
النمو الفعلي للناتج المحلي الإجمالي (%)	2.0-	4.0-	2.6-	1.1	2.1	2.1	2.7
إجمالي الدين (%) من الناتج المحلي الإجمالي	115	133	145	149	149	146	140
ميزان الحساب الجاري (%)	8.6-	2.4-	0.9-	1.0	3.1	5.9	6.0

المصدر: مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي، **الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية.**

وتشير بيانات الجدول أعلاه أن حجم الدين الحكومي لليونان قد وصل إلى 115% من الناتج المحلي الإجمالي لها، وتشير توقعات صندوق النقد الدولي أن تلك النسبة ستقترب من 150% بحلول عام 2012 وتشير النتائج ببداية تخطي الأزمة ونمو الناتج المحلي وانخفاض حجم الدين وزيادة التوازن في الحسابات الجارية في اليونان بحلول عام 2014، غير أنه في الوقت الحالي نظرا لتزايد المخاوف وعلى الرغم من إعلان البنك المركزي الأوروبي بأنه سيقوم بشراء السندات اليونانية والإيطالية إلا أن حالة الخوف والقلق مازالت تجتاح الأسواق المالية العالمية.

2-2- الناتج المحلي الإجمالي:

يمكن ملاحظة النمو في الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (11): نمو الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو خلال سنوات 2003-2010.

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
الناتج المحلي الإجمالي(%)	6.3	7.7	6.1	7.5	7.0	3.9	6.1-	4.4

المصدر: مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي- الاقتصاد العالمي -**الديون الأمريكية والأوروبية**-، اصدار سنوي، العدد19 لعام 2011، ص 42.

نلاحظ من الجدول السابق انخفاض معدل النمو الهائل الذي ضرب اقتصاديات الدول الأوروبية في عام 2009، لأنها كانت من أشد الدول تأثرا بالأزمة المالية العالمية، وذلك لارتباط بنوكها ومؤسساتها المالية بالمصارف الأجنبية مما أدى إلى انخفاض معدلات نمو الناتج المحلي بها لتصل إلى أعلى نسبة انخفاض والذي قدرت ب6.1%. غير أنها في عام 2010 بدأت اقتصادات منطقة اليورو تتعافى تدريجيا، ويتبين ذلك من خلال ارتفاع معدلات النمو بها لتبلغ حوالي 4.4% وذلك لاتجاه البنوك والمؤسسات المالية إلى العمل على زيادة رؤوس الأموال والسيولة الاحتياطية مما خلق انتعاشا في اقتصاديات الدول الأوروبية ونمو في ناتجها المحلي الإجمالي[203].

2-3- التضخم

جدول رقم: (12): نمو الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو خلال سنوات 2003-2010.

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011
معدل التضخم(%)	8	12.1	8.4	6.3	7.7

المصدر: مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي- **الاقتصاد العالمي الديون الأمريكية والأوروبية-**، إصدار سنوي، العدد 19، جانفي 2012، ص 43.

يتضح من الجدول أعلاه ارتفاع معدل التضخم في منطقة اليورو خلال عام 2008 حيث بلغ 12.1% مقارنة مع 8% في عام 2007 ويعود السبب في ارتفاع معدل التضخم إلى تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية التي ضربت مختلف اقتصاديات العالم والتي كان تأثيرها أشد على الدول الأوروبية. ولكن سرعان ما عاود التضخم الانخفاض خلال العامين التاليين لسنة 2008 وذلك بعد انتعاش الاقتصاد الأوروبي وتعافيه غير أن ذلك لم يدم طويلا حيث شهدت الدول

[203] مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي –**الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية و الأوروبية** –،إصدار سنوي، العدد 19 لعام 2011، جانفي2012، عن الموقع: www.riyadhchamber.com/report2011.doc

الأوروبية ارتفاعا في معدلات تضخمها ليصل إلى7.7% في عام 2011 ويرجع سبب ذلك إلى ما تعانيه تلك البلدان من أزمة الديون السيادية التي عصفت ببعض بلدان منطقة اليورو وتسببت في تذبذب سعر صرف اليورو بشكل ترك آثار سلبية واسعة على مستويات الأسعار.

2-4- الوضع المالي والدين الحكومي والحساب الجاري

تشير بيانات الجدول (13) إلى أن ايرلندا تتصدر قائمة منطقة اليورو من حيث نسبة العجز في الميزانية، حيث وصلت نسبة العجز في ميزانيتها إلى حوالي 14.7%، يليها اليونان بنسبة 12.2% تم اسبانيا وفرنسا والبرتغال.

جدول رقم(13) :نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو في 2010

الدولة	نسبة العجز في الميزانية %	الدولة	نسبة العجز في الميزانية
إيرلند	14.7-	بلجيكا	5.8-
اليونان	12.2-	قبرص	5.7-
اسبانيا	10.1-	النمسا	5.5-
فرنسا	8.2-	ايطاليا	5.3-
البرتغال	8.0-	المانيا	5.0-
سلوفينيا	7.0-	فنلندا	4.5-
نيوزيلندا	6.1-	مالطا	4.4-
تشيكو سلوفاكيا	6.0-	لوكسمورغ	4.2-

المصدر: مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي- **الاقتصاد العالمي الديون الأمريكية والأوروبية**-، إصدار سنوي، العدد 19، جانفي 2012، ص 19.

أما فيما يتعلق بالدين الحكومي فتشير بيانات الجدول(14) إلى أن ايطاليا هي أعلى الدولة يرتفع فيها حجم الدين الحكومي بعد اليونان، حيث يصل إلى حوالي 119% من الناتج المحلي الإجمالي

في حين بلغ حجم الدين الحكومي في اليونان 142.8% من الناتج المحلي الإجمالي. هذا ومن جانب آخر، فقد احتلت البرتغال المرتبة الثانية بعد اليونان من حيث أعلى عجز في الحساب الجاري حيث بلغ 9.9%. وتعتبر البرتغال من أوائل الدول التي تعاني من أزمة الديون السيادية في أوروبا ويرجع ذلك لما يعانيه اقتصادها من تباطؤ في النمو ومن انخفاض الإنتاجية بها، مما دفعها إلى زيادة الاستيراد من الخارج الأمر الذي يتسبب في عجز التدفقات النقدية الأجنبية بما يؤدي إلى عجزها عن الوفاء بديونها [204].

جدول رقم (14): نسبة الديون الحكومية والحساب الجاري من الناتج المحلي الإجمالي في دول منطقة اليورو في عام 2010.

الدولة	الدين الحكومي العام %	الحساب الجاري%
النمسا	72.2	2.7
بلجيكا	96.7	1.0
قبرص	60.8	7.7-
فنلندا	48.4	3.1
فرنسا	82.3	1.7-
ألمانيا	84.0	5.7
اليونان	142.8	10.5-
ايرلندا	94.9	0.5
إيطاليا	119.0	3.3-
لكسمبورغ	18.4	7.8
مالطا	67.1	4.8-
نيوزيلندا	63.7	7.1
البرتغال	92.9	9.9-
تشيكو سلوفاكيا	41.8	3.5-
سلوفينيا	37.3	0.8-
اسبانيا	60.1	4.6-

المصدر: مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي- **الاقتصاد العالمي الديون الأمريكية والأوروبية**-،إصدار سنوي، العدد19 ، جانفي 2012، ص21.

لقد ساءت الأوضاع المالية خلال الآونة الأخيرة على المستوى العالمي، مما يزيد المخاوف من احتمالات تردي الأوضاع المالية عالميا تفاقم تداعيات أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو

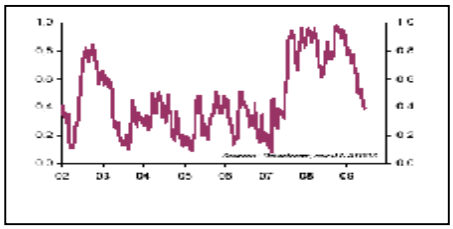
[204] المرجع نفسه.

وأيضا الكثير من المخاوف من تراجع أسعار الأسهم العالمية وانخفاض عائد السندات طويلة الآجل، وخاصة في منطقة اليورو بشكل قد يؤثر على التدفقات النقدية داخل حدود تلك الدول بشكل من المتوقع أن يتسبب في مزيد من مخاوف المستثمرين على ضخ المزيد من رؤوس الأموال إلى هذه الاقتصاديات التي يرونها مضطربة نسبيا، من هنا فقد تزايد العجز في الحسابات الجارية للدول الأوروبية عموما.

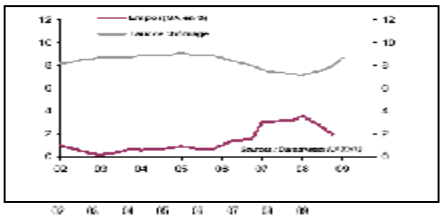
2-5-تراجع مناصب الشغل و فقاعة أسعار المواد الأولية

إن تراجع عدد مناصب الشغل بداية من ربيع 2009 ليس راجع فقط لضعف معدلات النمو المسجلة بل أيضا للتعديلات على مستوى العجز في الإنتاجية المسجل في سنة 2009 والذي تجاوز -3.5%، وبالنظر لهذه العوامل نلاحظ ارتفاع معدلات البطالة المسجلة في المنطقة كما هو موضح في الشكل رقم (12). كما أن ارتفاع أسعار المواد الأولية سنة 2009 المبالغ فيه، سببه الرجوع إلى اتخاذ مواقع مضاربة وليس تحسن وضعية أسواق تلك المواد الأولية، فمثلا نلاحظ مواصلة زيادة العرض عن الطلب في سوق النفط. ويمكن تفسير ذلك بإعادة استثمار جزء من السيولة العالمية الزائدة، انطلاقا من زوال حالة الخوف والذعر وانخفاض درجة تحمل الخطر بالنسبة للمستثمرين كما هو موضح في الشكل رقم (13). فقاعة المضاربة هذه إذا تواصلت سوف تزيد الأمور سوءا خاصة بالنسبة لمعدلات التضخم والأجور الحقيقية التي سوف تتأثر سلبا.

الشكل رقم (13): مؤشر درجة تحمل الخطر (%)



الشكل(12):معدل البطالة و الشغل(%)



Source: Patrick ARTUS,-2010: beaucoup de menaces sur l'économie de la Zone euro-; revue du natixis, flash économie, 17 juin 2009 - N° 279.

و من ما سبق عرضه يمكن القول بأن منطقة اليورو دخلت خلال الفترة التي تلت الأزمة المالية العالمية في مرحلة انكماشية عميقة أعقبتها أزمة ديون حادة عام 2010. وقد ساهمت الإجراءات السريعة في الاستقرار النسبي للاقتصاد وإعطاءه انطلاقة متواضعة في الوقت الراهن، لكن الأخطار لا تزال متواجدة وعلى جميع الأصعدة، ويمكن القول بأن الإصلاحات الهيكلية سوف تسهل في المستقبل القريب التعديل الاقتصادي وستفتح المجال لآفاق نمو موجبة أكثر.

3- تحليل أداء أسواق المال الأوروبية

لا تزال أسواق المال الأوروبية تعاني من الخسائر منذ أن وصلت إلى أعلى مستوى لها في ماي 2011. إذ خسرت حوالي 552 مليار دولار أمريكي. حيث كانت الخسائر الأعلى في فرنسا حيث خسر مؤشر CAC40 حوالي 163.6 مليار دولار أمريكي بالرغم من النمو الايجابي في الاقتصاد الفرنسي خلال الربع الأول من عام 2011 حيث سجل نسبة نمو على أساس سنوي بلغت 2.2% وكذلك خسر مؤشرDAX الألماني نحو 111مليار دولار أمريكي، بالرغم من الانتعاش في الاقتصاد الألماني الذي سجل نمو بلغ 4.5% على أساس سنوي في الربع الأول من عام 2011. وقد جاءت هذه الانخفاضات كنتيجة لظهور أزمة الديون في اليونان والبرتغال واسبانيا حيث تتحمل العبء الأكبر فرنسا وألمانيا في دعم تلك الدول والدفاع عن العملة الموحدة(Euro) من الانهيار نتيجة عدم قدرة تلك الدول الضعيفة في منطقة اليورو على سداد ديونها حيث تعاني عجزا كبيرا وديون تفوق 150% من حجم اقتصادياتها أما خلال النصف الثاني من عام 2011 فقد تفاعلت الأسواق الأوروبية سلبا مع مشكلة الديون السيادية لبعض أعضاء الاتحاد الأوروبي حيث خسر مؤشر (Dj Stoxx600)والذي يقيس أداء 600شركة في 18 دولة أوروبية حوالي 921 مليار دولار أمريكي لتصل قيمته السوقية إلى 9.7 تريليون دولار أمريكي، وكانت الخسائر فادحة في بورصتي اسبانيا واليونان حيث فقدتا 85 مليار دولار أمريكي و11 مليار دولار أمريكي على التوالي، فاليونان واسبانيا والبرتغال وايرلندا تعتبر الحلقة الأضعف لاقتصاد اليورو حيث بلغت إجمالي ديون تلك الدول 921 مليار يورو حوالي 1.3 تريليون دولار أمريكي أو ما يعادل 60%

من إجمالي الناتج المحلي لتلك الدول مجتمعة والبالغ 1.62 تريليون يورو (2.3 تريليون دولار)[205].

أما في عام 2012 فسجلت مؤشرات أداء البورصات الأوروبية هبوطا تراوحت نسبته بين 6 % في أثنيا و0.5% في فرانكفورت مرورا بالبورصة السويسرية التي هبط مؤشر أدائها خلال الفترة ذاتها بنسبة 3.3% والفرنسية بنسة 2.2% وقد طالت الخسائر أسهم كل القطاعات المطروحة للتداول وفق مؤشر (يورو ستوكس) الأوروبي، وعلى رأسها أسهم قطاع البنوك التي تراجعت بنسبة 4% وصولا إلى أسهم شركات الكيماويات التي تراجعت بنسبة 0.2%. بينما وضعت تلك الخسائر أسهم شركات قطاع تجارة المواد الخام على رأس قائمة الأسهم الخاسرة منذ بداية العام بتراجع بنسبة 14% تلتها أسهم شركات قطاع السياحة والسفر ب 9% ثم أسهم البنوك والمؤسسات الماليةب6% وقد طالت الخسائر أسهم بنوك كبرى مثل (يو .بي. أس) السويسري بنسبة4% ونظيره الألماني (كومرتس بنك) ب5% وكل من الفرنسي (كريدي أنريكول) والاسباني (بانكو سانتا ندير) بنسبة 4.8% والنمساوي (رايفايزن) ب 7%[206]، وتعود أسباب هذا التراجع الحاد إلى عوامل عدة من بينها ضعف الاقتصاد الأمريكي أكثر مما كان متوقعا وعدم تمكن الاقتصاديات الأوروبية من الخروج من دائرة التردي الاقتصادي إلى جانب التضارب في التقارير حول معدلات التضخم وسعر صرف اليورو.

3-1- تراجع حصة الدول الأوروبية من الاستثمارات الأجنبية

يلعب الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر والغير المباشر دور هام في اقتصاديات مختلف الدول ولقد شهدت الدول الأوروبية استقطاب لمثل هذا الاستثمار لما له من تأثير على دفع حركة التنمية الاقتصادية حيث كانت حصة الأسد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى أوكرانيا في

---

205 بحوث كامكو، **تقرير عن أداء أسواق الاسهم العربية و العالمية منذ بداية 2011 في ظل التطورات السياسية وأزمة الديون الأوروبية و تباطئ النمو الاقتصادي العالمي**، 2011/6/16 ،عن الموقع :

http://www.kamconline.com/newsdetails.aspx ?newsid=43982dlanguage=ar

206 نقودي كوم ، **هبوط البورصات الأوروبية للأسبوع السادس على التوالي**،2011/06/14، عن الموقع:

http://www.Mugudy.com

قطاع الخدمات المالية والقطاع الصناعي 15 مليار دولار أمريكي أي 33.7% من مجموع الاستثمارات الأجنبية المباشرة واعتبارا من 2011/1/1 كانت قبرص تحوز على 22.2% من مجموع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وألمانيا 15.8% وهولندا مع 10.5% وروسيا7.6% والنمسا 5.9% وفرنسا 5.3% والمملكة المتحدة 5.1%[207].

أما صافي الاستثمار الأجنبي الغير المباشر فقد شهد تراجع مذهلا في الآونة الأخيرة وبتحديد بعد الأزمة المالية العالمية حيث تراجع بالنسبة 17.7% بالنسبة لفرنسا و15.5% بالنسبة لألمانيا، و4.5% للمملكة المتحدة ويأتي هذا الانخفاض والتراجع في ظل ما تحققه الشركات الأوروبية العالمية من تدهور في أدائها، متأثرة بالأزمة المالية العالمية مما انعكس على أدائها وانخفض صافي الاستثمار في المحافظ الاستثمارية في أسواق المال الأوروبية بحوالي مانسبته-15.12% خلال عام 2010 وهذه النسبة مرجحة لزيادة في ظل ما تعيشه أوروبا في ظل الانخفاض الشديد في قيمة اليورو وكذلك اشتداد أزمة اليونان[208].

3-2-اليورو وحرب العملات

بعد وقوع الأزمة المالية العالمية الراهنة تغيرت مكانة الدولار في الاقتصاد العالمي و علاقته بالعملات الأخرى، فقامت الولايات المتحدة بممارسة الضغوط على الصين لكي تقوم برفع سعر الصرف لعملتها (اليونان)، وهذا ما يؤدي لارتفاع أسعار السلع الصينية المصدرة للأسواق الأمريكية. كما قامت كل من البرازيل و اليابان(الين) بكبح سعر صرف عملتهما من الارتفاع حتى لا يقع ضرر بصادراتها علما بان الولايات المتحدة الأمريكية تدخلت في سوق الصرف الأجنبي من اجل رفع سعر صرف الين الياباني.دون تجاهل تعرض اليورو إلى نكسات قاسية وخاصة بعد أزمة الديون اليونانية ويعود ذلك للخلل الموجود في الاتحاد الأوروبي مند قيامه هو عدم الالتزام بالبنود

---

[207] المنتدى الاقتصادي ،**الاتجاهات الحديثة للاستثمار الأجنبي**، 2010 ،عن الموقع :

http://www.alikdisadya.fr.httsi.cool.pr.d3385/6

[208] فهد القرقاوي، **الاستثمار الأجنبي**، 2012، عن الموقع:

www.am. einfo. Com/ar-2261130html

الرئيسية التي وردت في معاهدة ماستريخت و التي تم التوقيع عليها و التي تنص على أن يكون العجز في ميزانية الدولة المشاركة في الاتحاد أكثر من نسبة3% من الناتج القومي الإجمالي لها، وأن لا تتعدى مديونية الدولة العضو في الاتحاد أكثر من 60% من الناتج القومي الإجمالي لها و يمكن تطبيق هذه البنود بنجاح عندما يكون هناك اتحاد فيدرالي يكون له خزينة مشتركة تمكنه من تطبيق سياسات مالية معينة تخفف من تداعيات الأزمة المالية[209].

في ظل هذه الأوضاع بدأت التطورات في اليونان واسبانيا والبرتغال، تأخذ شكلا عاصفا وجعلت منطقة اليورو تمر بأصعب فترة عرفتها منذ قيامها قبل 11 عاما، منذرة بسنوات من التقشف. كما يخضع اليورو لضغوط شديدة وقد سجل سعر صرفه تراجعا بسبب المخاوف من انتشار أزمة اليونان إلى دول أخرى، فتراجع إلى ما دون1.37 دولارا لأول مرة منذ ثمانية أشهر ونصف.

هبط اليورو إلى أدنى مستوى له مقابل الدولار منذ أيار/مايو متأثرا بالمخاوف بشأن الاستقرار المالي لمنطقة اليورو المؤلفة من 16 دولة .وجاء تدني اليورو مع ارتفاع تكلفة التأمين على ديون اليونان والبرتغال واسبانيا من التخلف عن السداد إلى مستويات قياسية بفعل المخاوف بشأن الأوضاع المالية لهذه الدول. حيث تدنى اليورو مقابل العملة اليابانية إلى أدنى المستويات 121.58ين وفق حسابات رويترز في نيويورك .وارتفع الدولار بـ 0.4 بالمائة إلى 89.44 ين بعد أن قفز حتى 89.89 ين بعد صدور تقرير الوظائف خارج القطاع الزراعي في الولايات المتحدة .كما هوى الإسترليني إلى أدنى مستوى له في ثمانية أشهر ونصف مقابل الدولار إذ أن المخاوف بشأن مشكلات الديون السيادية في منطقة اليورو حفزت المستثمرين إلى إعطاء الأفضلية في استثماراتهم للعملات التي تنطوي على قدر اقل من المجازفة، مثل الدولار الذي يشكل تقليديا العملة المرجعية وملجأ للمستثمرين في حال وجود مخاوف في الأسواق[210].

---

[209] علي عبد الفتاح ابو شرار، **الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة**، دائرة المكتبة الوطنية، الطبعة الأولى، الأردن .2011-2012، ص ص177-193.

[210] ومال: من الموقع: اقتصاد

AL-Quds AL-Arabi Volume 21 - Issue 6427 Saturday/Sunday 6/7 February 2010

وعليه فإن هذه الوقائع تعني حرب عملات عالمية من اجل تعزيز تنافسية صادرات الدول من خلال تخفيض قيمة عملاتها.

II- قنوات انتقال الأزمة في اقتصاد المملكة العربية السعودية

1- بيانات أساسية عن اقتصاد المملكة العربية السعودية

يعتمد اقتصاد المملكة العربية السعودية بصفة رئيسية على النفط ومن الثابت أنها تمتلك أكبر احتياطي من النفط الخام في العالم، كما تحتل المملكة المرتبة الأولى كأكبر منتج ومصدر للبترول في العالم، أما فيما يخص اقتصاد المملكة فقد سجل نمواً كبيرا خلال الفترة من 2003 إلى أواخر عام 2008 على خلفية ارتفاع الإنتاج النفطي والأسعار وقد لعب القطاع غير النفطي خاصة قطاع الإنشاءات والعقار دورا اقتصاديا هاما، حيث أدى زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر والإنفاق الحكومي إلى تطوير مساهمة القطاع الغير نفطي بشكل كبير ومؤثر، وبعد عدة سنوات من النمو في الإيرادات النفطية انخفض الطلب العالمي على الطاقة بسبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية مما أدى إلى انخفاض أسعار النفط حيث تأثرت كافة الدول بالأزمة بما فيها المملكة.

1-1-الناتج المحلي الإجمالي:

لقد حقق اقتصاد المملكة أعلى مستوى من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي ببلوغه 475.73 مليار دولار أمريكي عام 2008 بنسبة 23.5%، كما شكلت زيادة بنسبة 90% في أربعة أعوام مقارنة بعام 2004، ويرجع ذلك إلى الارتفاع الاستثنائي والكبير في أسعار النفط والإنتاج حتى عام 2008، وتعجيل الإجراءات الإصلاحية ونمو الموجودات الأجنبية التابعة لمؤسسة النقد العربي السعودي، وزيادة السيولة في السوق والنمو القوي للقطاع الخاص وارتفاع ربحية الشركات. وقد أدى ظهور الأزمة المالية في عالم الأعمال في عام 2008 إلى انخفاض حاد في الطلب العالمي على النفط مما أدى إلى انخفاض أسعاره، حيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بنسبة كبيرة بلغت 22.3% إلى 369.67 مليار دولار في عام 2009 ومن المتوقع أن يستعيد الناتج المحلي الإجمالي الاسمي الارتفاع بنسبة 18.5% ليصل إلى 438 مليار دولار أمريكي في عام 2010، ونسبة 9 % ليصل إلى 477.3 مليار دولار في عام 2011، حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 4.6% في 2008 مقارنة ب2007، ولكن انخفض معدل النمو بشكل

طفيف ليصل إلى 0.15% في عام 2009 بسبب الأزمة المالية في حين من المتوقع أن ترتفع معدلات النمو الحقيقي إلى 3.7 % في عام 2010 و4 % في عام [211] 2011. والشكل رقم(14) يوضح ذلك. ووفق تقرير الاقتصاد السعودي في عام 2012 فإنه من المتوقع أن يتباطأ النمو في الاقتصاد إلى 3.1% في 2012 ويعود ذلك التراجع الحاد إلى الهبوط المتوقع في إنتاج وأسعار النفط، إلا أن النمو في الاقتصاد غير النفطي سيرتفع إلى 4.7%[212] .

الشكل رقم(14): الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار أمريكي)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى إحصائيات اقتصاد المملكة السعودية و صحيفة الحياة السعودية.

1-2- التضخم

أثبتت المملكة قدرة فائقة في إبقاء معدلات التضخم منخفضة جدا خلال فترة طويلة حتى عام 2005، حيث ارتفع مؤشر أسعار المستهلك بنسبة 9.9% في عام 2008 مقارنة بارتفاع قدره 4.4% في عام 2007 ويرجع ارتفاع معدل التضخم إلى ارتفاع الإيجارات بنسبة 17.5% وأسعار المواد الغذائية بنسبة 14.1%، وقد انخفض التضخم لمؤشر أسعار المستهلك في عام 2009 بنسبة 5.1%، وأظهرت أحدث البيانات بأن التضخم السنوي لمؤشر أسعار المستهلك انخفض إلى

---

[211] المملكة العربية السعودية-**نبدة اقتصادية-** ،14 أفريل 2012، عن الموقع:

www.gulfbase.com/ar/GCC/lndex/1

[212] صحيفة الحياة السعودية، **توقعات الاقتصاد السعودي خلال** 2012: **تباطؤ النمو ... وهبوط التضخم**،1 جانفي 2012،عن الموقع:

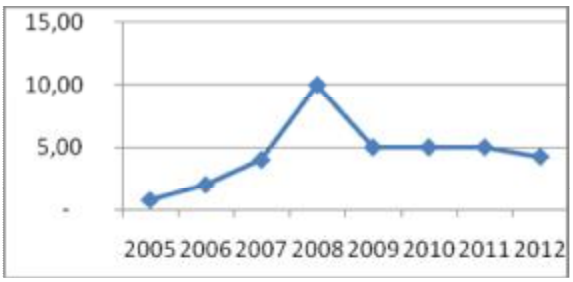
www.ksa.daralhayat.com/ksaarticle/345687

4.9% في عام 2010. وبالنظر إلى الإدارة الحكيمة للسياسات المالية والنقدية في المملكة فمن المتوقع أن ينخفض التضخم بنسبة 5% في عام 2010 و[213] 2011.

.و الشكل رقم (15) يبين ذلك.

كما أوضح تقرير الاقتصاد السعودي أنه من المتوقع أن يتراجع التضخم قليلا لعام 2012 وأن يبلغ معدلة السنوي حوالي 4.4%[214] .

الشكل رقم(15): مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي%



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى إحصائيات اقتصاد المملكة السعودية و صحيفة الحياة السعودية.

1-3-الوضع المالي

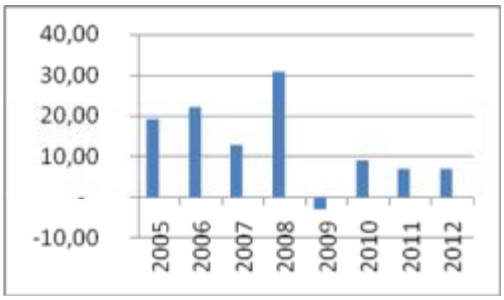
حققت المملكة أكبر فائض موازنة بلغ 155 مليار دولار أمريكي (32.6% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2008 مقارنة بعام 2007 حيث بلغ 47.07 مليار دولار(ما نسبة 12.2%) وذلك بسبب الزيادة الكبيرة في الإيرادات النفطية واستمرت الطفرة الاقتصادية من 2004 إلى 2008، ولكن ظهور الأزمة المالية في 2008 أدت إلى عجز في الموازنة بلغ -12مليار دولار (حوالي -3.2% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2009، وقد أعلنت المملكة عن موازنتها لعام 2010 البالغة 540 مليار ريال سعودي (حوالي 144 مليار دولار) بنسبة زيادة قدرتها

[213] المملكة العربية السعودية، مرجع سبق ذكره.
[214] صحيفة الحياة السعودية، مرجع سبق ذكره.

13.7% مقارنة بموازنة 2009. ومن المتوقع أن تحقق المملكة فوائض مالية تصل إلى 7.4% من الناتج المحلي الإجمالي في عام و2010و 4% عام [215] 2011.

والشكل رقم(16) يوضح ذلك.

الشكل رقم(16): الموازنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي (الفائض / العجز)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى إحصائيات اقتصاد المملكة السعودية و صحيفة الحياة السعودية.

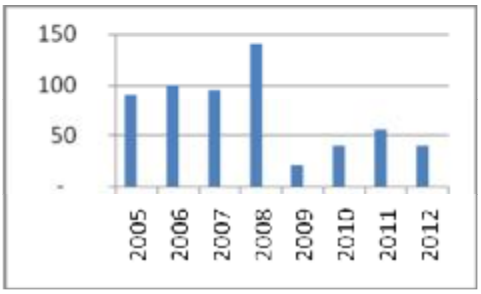
1-4-الحساب الخارجي

حققت المملكة مستويات مرتفعة من فوائض التجارة والحساب الجاري، وذلك على خلفية قوة الطلب في سوق النفط العالمية خلال الفترة 2003 حتى عام 2008 حيث حقق الحساب الجاري للمملكة أعلى فائض بلغت قيمته 132.5 مليار دولار أمريكي وما يمثل 28 % من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008 مقارنة ب2007 حيث كان 93.5 مليار دولار أمريكي (حوالي 24.3% من الناتج المحلي الإجمالي) ويرجع ذلك إلى ارتفاع عوائد الصادرات النفطية وغير النفطية وانخفض فائض الحساب الجاري للمملكة ليصل إلى 20.5 مليار دولار أمريكي (ما نسبته 5.5% من الناتج المحلي الإجمالي) بسبب الأزمة المالية وتراجع سوق النفط، في حين حققت فائض في الحساب الجاري ليصل إلى 39.9 مليار دولار أمريكي (حوالي 9.1 %من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2010 و51.6 مليار دولار عام [216] 2011 .و الشكل رقم (17)يوضح ذلك.

---

[215] المرجع نفسه.
[216] المرجع نفسه.

الشكل رقم(17): ميزان الحساب الجاري (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى إحصائيات اقتصاد المملكة السعودية و صحيفة الحياة السعودية.

1-5- سوق الأسهم السعودي

إن سوق الأسهم السعودي هو أكبر الأسواق في منقطة الخليج وهو الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة.و تتمثل متطلبات الإدراج في **سوق الأسهم السعودية في** النقاط التالية[217] :

- أن تكون شركة مساهمة عامة تتداول أسهمها وفقا لنظام الشركات السعودية.

- لا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين.

- تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقا بقائمة عن أعضاء مجلس الإدارة.

2-تحليل أداء سوق الأسهم السعودي

سجلت مختلف مؤشرات سوق الأسهم السعودي تطورا ملموسا طوال الفترة على الساحة العالمية التي شهدت تغيرات ملحوظة على الرغم من التذبذبات في بعض المؤشرات بالارتفاع أحيانا والانخفاض أحيانا أخرى، إلا أن الملاحظ أن النتيجة الإجمالية أوردت ارتفاعا كبيرا في

---

[217] جريدة العرب الدولية- الشرق الأوسط- 2012، عن الموقع:

http://www.aawsat. Com./details.asp? section=6

جميع مؤشرات السوق عدى سنوات الأزمات. والجدول التالي يبين أداء المؤشرات الرئيسية في سوق الأسهم السعودي.

جدول رقم(15): مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012.

السنوات	القيمةالسوقية(مليون ريال سعودي)	حجم التداول(مليون ريال سعودي)	عدد الشركات	معدل الدوران السهم %	المؤشرالعام للاسعار (نقطة)
1990	178340.645	7561.155	56	4.24	127.82
1991	180557.685	8516.30	59	4.72	130.70
1992	205825.2	13680.485	60	6.65	138.10
1993	197634.885	17335.605	65	8.77	131.10
1994	144906.521	24871.013	68	17.14	93.71
1995	153390.00	23227.50	69	15.14	100
1996	171959.063	25375.350	70	14.76	112.77
1997	222668.70	62052.075	70	27.87	136.37
1998	159864.863	51543.488	74	32.24	90.70
1999	228573.525	56575.463	72	24.75	119.48
2000	251872.650	64925.438	75	25.78	128.44
2001	2745050.063	83337.900	76	30.36	129.68
2002	280692.675	116154.263	68	41	132.86
2003	589899.15	596458.313	70	101.11	201.98
2004	1148458.875	1773715.425	73	154.44	410.53
2005	2422953.00	4138435.388	77	170.80	878.40
2006	1225695.00	5261032.500	86	429.21	403.94

613.66	514.53	100	6908821.500	1342745.963	2007
226.8	212.3	125	1962.946	924.528	2008
291.5	105.7	135	1264.011	1195.506	2009
322.0	12.9	146	170.497	1325.392	2010
312.7	24.4	150	322.476	1270.843	2011
-	-	-	220025.0326	3834418.88	2012

المصدر:صندوق النقد العربي، قاعد بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام (1990-2012)

وبالاعتماد على الجدول(15) تم اختيار سنوات معينة لبيان التطورات التي لحقت بهذه المؤشرات على النحو التالي:

2-1-القيمة السوقية:

شهد مؤشر القيمة السوقية تذبذبا في مستويات ارتفاعه خلال الفترة السابقة لعام 1998 وبالنظر إلى بيانات الجدول أدناه يمكن ملاحظة التطور الذي لحق بإجمالي القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1998-2002 مما يؤكد هذا التطور تنامي الجاذبية الاستثمارية لسوق الأسهم السعودي، ثم ارتفعت هذه القيمة في نهاية عام 2007 إلى حوالي 1342745.963 مليون ريال سعودي مقارنة بقيمتها في عام 2002 والبالغة 280692.675 مليون ريال سعودي أي بنسبة ارتفاع تقدر بحوالي 58.8% وهي تشكل ما يقارب 38.8% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعد بيانات صندوق النقد العربي[218] غير أنه في نهاية عام 2008 انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة 52.98% حوالي 924.528 مليون ريال لتشغل 32% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية وذلك جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية، وقد واصل مؤشر القيمة السوقية انخفاضه إلى نهاية عام 2011 حيث بلغت القيمة السوقية 1270.843 مليون ريال رغم أنها شهدت ارتفاعات طفيفة

[218] صندوق النقد العربي، **قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد 52، الربع الرابع 2007، عن الموقع:

http://www.amF.org.ae/sites/defaut/ eco/amdb/bulletin /ar/4th % quatre % 2007pdf

خلال 2009-2010، وقد عاودت الارتفاع خلال الربع الأول من عام 2012 حيث بلغت 383.418.88 مليون ريال سعودي، محققة معدل نمو إجمالي بلغ 3.54%. والجدول التالي يبين التطور في مؤشر القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال فترات مختارة من 1990-2012.

جدول رقم (16): معدلات نمو مؤشر القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012.

المؤشر/السنوات	1990	1994	1998	2002	2007	2009	2011	2012	معدل النمو الإجمالي (%)
القيمة السوقية(مليون ريال سعودي)	178340.645	144906.521	159864.863	280692.675	1342745.963	1195.506	1270.843	383418.88	3.54

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (15).

وقد تم حساب معدل النمو الإجمالي من خلال القانون التالي: $r = \left[\left(\frac{yt}{y0}\right)^{\frac{1}{n-1}} - 1\right] * 100$

حيث أن: معدل النمو :r

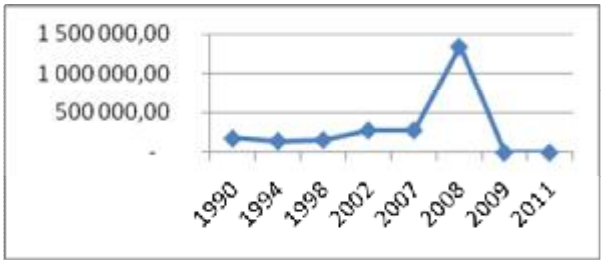
قيمة المؤشر في السنة الأخيرة: yt

قيمة المؤشر في السنة الأولى : y0

عدد السنوات : n

ويكمن عرض التطور الذي لحق بمؤشر القيمة السوقية على النحو التالي :

شكل رقم (18): تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012 (مليون ريال سعودي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (16)

2-2-حجم التداول

سجل حجم التداول في سوق الأسهم السعودي ارتفاعا ملحوظا خلال الفترة (1990-2002)، حيث بلغ حجم التداول في سنة 2002 حوالي 116154.263 مليون ريال سعودي مقارنة مع 7561.155 مليون ريال في عام 1990، كما أنه وخلال الفترة من 2003 حتى نهاية 2006 سجل مؤشر حجم التداول ارتفاعا كبيرا حيث بلغ في سنة 2006 حوالي 5261032.5 مليون ريال سعودي مقابل 596458.313 مليون ريال في سنة 2003.

ومن بين الأسباب الهامة التي أدت إلى ارتفاع معدل التداول خلال الفترة 2003 إلى 2006 في السوق السعودي إدخال ميزة التسوية الفورية للصفقات التي سرعت من عملية التداول علاوة على ارتفاع أسعار النفط وانتشار الشائعات وتلاعب المضاربين بالنتائج المالية للشركات، وتوسع البنوك المحلية في منح القروض و التسهيلات المصرفية للمستثمرين الموجهة لأغراض شراء الأسهم[219].

وفي واقع الأمر يعتبر العامل الأخير سلاحا ذو حدين إذ يتوقع أن تقوم البنوك في حال تراجع أداء السوق ببيع الأسهم المحجوزة لديها من أجل سداد هذه الديون مما قد يتسبب في حدوث هبوط حاد في أسعار الأسهم بينما في الفترة 2007-2009 شهد معدل التداول انخفاضا كبيرا جراء

---

[219] مركز بخيث للاستثمارات المالية، **إعطاء القطاع الخاص دوره في تطوير أسواق المال في دول الخليج العربي: أحد الحلول الأساسية لمشكلة الاعتماد على النفط** ، 1999، عن الموقع:

saudi.com/year.1999.pvst sectrole.aspshttp://www.bf

انخفاض أسعار النفط وتراجع الإنتاج والطلب العالمي على النفط الخام نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية،حيث انخفض حجم التداول من 6908821.5 مليون ريال سعودي في 2007 إلى 1264.011 مليون ريال سنة 2009، ونتيجة لانتعاش السوق السعودي فقد عاود حجم التداول ارتفاعه ليصل إلى 220025.0326 مليون ريال خلال الربع الأول من عام 2012. في حين بلغ معدل النمو الإجمالي 16.6%.

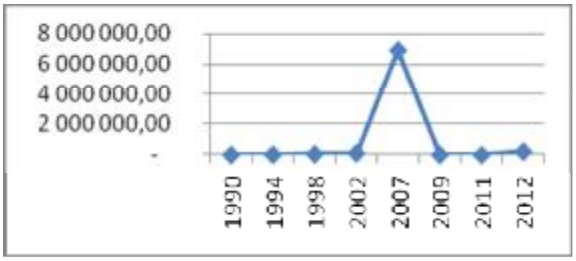
جدول رقم (17): معدلات نمو مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012.

السنوات	1990	1994	1998	2002	2001	2009	2011	2012	معدل النمو الإجمالي %
حجم التداول (مليون ريال)	7561.155	24871.013	51543.488	116154.263	6908821.500	1264.011	322.476	220025.0326	16.6

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (15).

ويمكن بيان التطور الذي لحق بمؤشر حجم التداول بيانيا كما يلي:

شكل رقم(19): تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012 (مليون ريال)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (17).

2-3-عدد الشركات

شهد مؤشر عدد الشركات تأرجحا واضحا في مستوياته ولكن على المستوى الإجمالي يلاحظ ارتفاع هذا المؤشر، حيث بلغ عدد شركات المساهمة المدرجة في سوق الأسهم السعودي في عام 2011 حوالي 150 شركة مقارنة بعدد شركات المساهمة المدرجة في السوق في عام 1990 والبالغة 56 شركة وبمعدل نمو إجمالي بلغ 4.80% ووفقا لتقرير سوق الأسهم السعودي(تداول) فإن رأس المال المدفوع لـ150 شركة خلال عام 2011 قدر بحوالي 38790 مليار ريال سعودي موزعة على 15 قطاعا، ويحظى قطاع التأمين بأكبر عدد من الشركات (28 شركة) يليه قطاع الزراعة والصناعة الغذائية بـ 15 شركة، تم قطاع البتر وكيماويات بـ14 شركة، ثم قطاع المصارف والخدمات بـ11 شركة، وتليها القطاعات الأخرى مرتبة حسب أكبر عدد من الشركات المدرج[220]، ويلاحظ من خلال هذه الدراسة مدى التزايد السريع في عدد الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي وهذا الذي دفع السوق إلى إعادة تشكيل وتوزيع قطاعات السوق بناءا على النشاط الرئيسي للشركات المدرجة، ويحتل سوق الأسهم السعودي المرتبة الرابعة من حيث عدد الشركات المدرجة بعد بورصتي القاهرة والإسكندرية بـ306 شركة، عمان 272 شركة وسوق الكويت للأوراق المالية بـ205 شركة. والجدول التالي يوضح تطور عدد الشركات سوق الأسهم السعودي للفترات المختارة.

جدول رقم(18): معدلات نمو مؤشر عدد الشركات لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011

السنوات	1990	1994	1998	2002	2007	2009	2011	معدل النمو الإجمالي %
عدد الشركات(شركة)	56	68	74	68	100	135	150	4.80

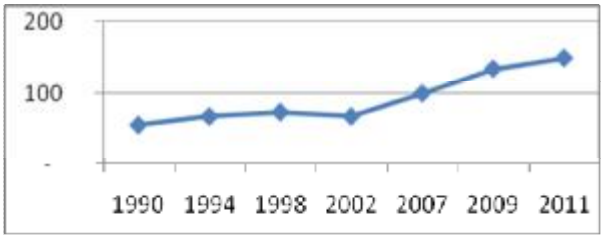
المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (15).

[220] تقرير أداء السوق المالية السعودية، 2007، عن الموقع:

http://www.Tadawul.co.sa /static/pages/ar/publication/pd/ nonth report 2007-8. pdf.

ويمكن عرض التطور الذي لحق بمؤشر عدد الشركات لسوق الأسهم السعودي حسب الفترة المختارة مثلما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم(20): تطور مؤشر عدد الشركات لسوق الأوراق المالية السعودي خلال المدة 1990-2011.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (18).

2-4-معدل دوران السهم

شهد معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (1990-2011) ارتفاعا كبيرا على الرغم من تذبذب هذا المعدل وانخفاضه في بعض السنوات. ولكن إجمالا شهد هذا المؤشر ارتفاعا كبيرا مابين(1990-2007) إذ بلغ في عام 2007 نحو 514.53% مقارنة مع 4.24% في عام 1990 غير أنه سرعان ما عاود الانخفاض بسرعة قريبة من سرعة الارتفاع خلال عام 2008 وذلك نتيجة لانخفاض أسعار النفط والإنتاج الخام جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي كان لها تأثير سلبي في أداء سوق الأسهم السعودي، حيث انخفض معدل الدوران في سنة 2008 إلى 212.3% مقارنة مع نسبة 2007 والتي بلغت 514.53% وقد واصل هذا المؤشر انخفاضه خلال الأعوام التالية لعام 2008 حيث بلغ 105.7%، 12.9% خلال عامي 2009 و2010 وليعاود الارتفاع بنسبة ضئيلة وصلت 25.4% في عام 2011 في حين بلغ معدل النمو الإجمالي حوالي 9%.

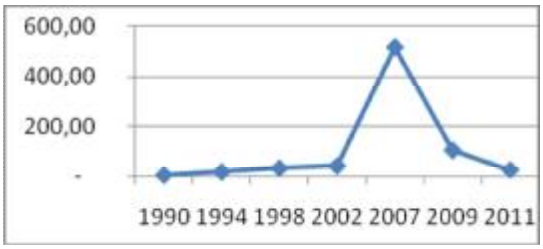
جدول رقم (19): معدلات نمو مؤشر معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011.

السنوات	1990	1994	1998	2002	2007	2009	2011	معدل النمو الإجمالي %
معدل دوران السهم(%)	4.24	17.14	32.24	41.38	514.53	105.7	25.4	9.00

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (15).

ويمكن توضيح بيانيا التطور الذي لحق بمؤشر معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي كما يلي:

شكل رقم(21): تطور معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي 1990-2011. (نسبة مئوية)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (19).

2-5-المؤشر العام لأسعار الأسهم

أظهر هذا المؤشر تذبذبا واضحا خلال الفترة الممتدة من عام 1990 وحتى عام 1998، حيث بلغ في عام 1990حوالي 127.82 نقطة لينخفض بعد ذلك إلى 90.70 نقطة مع نهاية 1998. غير أن المؤشر العام عاود ارتفاعه مع بداية عام 1990إلى غاية 2007. إذ حقق ارتفاعا بلغت نسبة 104% نهاية 2005 كأعلى ارتفاع سنوي منذ تأسيسه وقد شهد السوق خلال 2005 عدة تطورات ايجابية دفعت السوق باتجاه تحقيق معدلات نمو قياسية حيث سجل المؤشر ارتفاعا كبيرا بوصوله مستوى 613.66 نقطة بنهاية تعاملات 2007 بارتفاعه بنسبة 107% مقارنة ببداية العام وببلوغها سقف 105% كمعدل نمو سنوي بنهاية عام 2007 تكون بذلك سوق

الأسهم السعودي قد أغلقت على أحسن أداء عالمي من حيث المكاسب التي اكتسبها المؤشر[221]، وبقراءة التطورات المتتابعة في قيمة المؤشر يمكن ايجاز التحسن المذهل الذي شهده أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2002-2007 إلى جملة من العوامل الجوهرية أهمها ازدياد النشاط الملحوظ الذي دعم ثقة المستثمرين وشجعهم على الاستثمار أكثر في السوق، حيث كانت جهود هيئة السوق المالي منصبة خلال هذه الفترة على تطوير السوق ورفع كفاءتها من خلال تحسين مستوى الشفافية والانضباط وإرساء العدالة والأمان في التعامل. والملاحظ أن الارتفاع في أسعار الأسهم السعودي قد طال جميع الأسهم وبنسب عالية، غير أنه وبنهاية عام 2008 انخفض مؤشر الأسعار إلى 226.8 نقطة مقارنة مع 613.66 نقطة بنهاية عام 2007، وذلك نتيجة انخفاض أسعار النفط ومستوى الإنتاج جراء تداعيات الأزمة المالية لعالمية. وبنهاية 2009 عاود المؤشر ارتفاعه نتيجة لتحسن الأوضاع حيث بلغ 291.5 نقطة مقارنة مع 226.8 نقطة خلال عام 2008، وبعودة الانتعاش والخروج من أزمة 2008 واصل المؤشر ارتفاعه خلال عام 2010 بوصوله إلى 332.0 نقطة في حين بلغ معدل النمو الإجمالي للمؤشر العام لأسعار الأسهم حوالي 4.35%.

جدول رقم(20): معدلات نمو المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011.

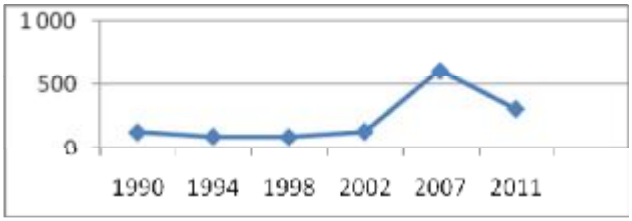
السنوات	1990	1994	1998	2002	2007	2011	معدل النمو الإجمالي%
المؤشرالعام لأسعار الأسهم(نقطة)	127.82	93.71	90.70	132.96	613.6	312.7	4.35

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (15).

ويمكن عرض هذا التطور بيانيا من خلال الشكل التالي:

[221] مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، **سوق الأسهم السعودي 20عام**، العدد الثاني عشر، ربيع 2005، ص5.

شكل رقم (22): تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية السعودي 1990-2011 (نقطة)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى الجدول (20).

3-أثر التغيرات على سوق الأسهم السعودي

3-1- نظام التداول الالكتروني.

بادرت مؤسسة النقد العربي السعودي في شهر أكتوبر 2001 في سبيل التغلب على أوجه القصور في النظام الآلي السابق بتقديم نظام معدل أطلق عليه نظام " تداول" وقد كان الغرض من هذا النظام إتمام صفقات البيع والشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة قصيرة المدى. ويتجانس هذا النظام مع السوق المستمر الذي تحركه أوامر البيع والشراء الواردة إلى السوق من حين إلى آخر، ومن أهم مزايا نظام" تداول" التسوية السريعة والدقيقة للصفقات وفي نفس يوم تنفيذها أما التسوية النقدية فتتم بعد يوم واحد من تنفيذ الصفقة [222].

كما يتسم هذا النظام بالمرونة من حيث بقاء الأوامر في السوق حسب تاريخ صلاحية الأمر والشفافية من خلال الإعلان الفوري عن الأسعار والكميات المتداولة ومعلومات وإعلانات الشركات للبنوك والمستثمرين، وقد أدى تطبيق نظام "تداول" إلى خفض زمن لجنة طلبات التداول من خلال العملية المباشرة، حيث ترتبط داخليا كل نظم الشبكة مثل التداول والتسجيل والرقابة وقد سمح الربط المباشر للإيداع مع المتداولين بالتحويل الفوري لملكية الأسهم علاوة على المعالجة الفورية لأوامر البيع والشراء حال إدخالها في شبكة الانترنت كما أتاح هذا النظام إمكانية تحويل الإشعارات إلى

[222] المرجع نفسه.

حسابات الكترونية يتم تحويلها بين حسابات أسهم إلكترونية قابلة للتحويل بين حسابات المستثمرين في النظام دون الحاجة إلى أية أوراق أو وثائق ملكية[223] .

3-2-زيادة تدفقات رؤوس الأموال

بلغ حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في السعودية نحو 552 مليار ريال، واستقطبت القطاع الصناعي نحو214.5 مليار أي بنسبة 38.9% من إجمالي الاستثمارات وقد جذبت المملكة هذه الاستثمارات بفضل تحسين بيئة الاستثمار المحلية وطفرة المشاريع الممولة من الحكومة وتعمل السعودية على استقطاب المزيد من الاستثمارات لاسيما الأمريكية. وتعد السعودية الثامنة عالميا ضمن البلدان الجاذبة للاستثمار الأجنبي، حيث أعلن محافظ الهيئة العامة للاستثمار في السعودية أنها أصبحت تحتل المركز 11 عالميا من أصل 183 بلد من ناحية سهولة الأداء وفقا للبنك الدولي، بعدما كانت في المركز الـ67 قبل خمس سنوات إضافة إلى تحقيقها المركز الثامن عالميا بين أكثر الدول الجادبة للاستثمار الأجنبي المباشر والغير المباشر وتأتي الولايات المتحدة الأمريكية كأول الدول تعاملا مع المملكة[224].

ومن المتوقع ارتفاع حجم الاستثمارات الأجنبية في المملكة خلال السنوات الأربع المقبلة أكثر من 40% وسيشهد الاقتصاد السعودي وفقا للاقتصاديين عام 2010 بداية النمو في تدفق الاستثمارات[225].

أما في ما يتعلق بالاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة في سوق الأسهم السعودية فقد تجدد في الآونة الأخيرة الحديثة حول السماح للأجانب بالاستثمار في سوق الأسهم السعودية ونقلت بعض الصحف المحلية تصريحات لرئيس هيئة السوق المالية عبد الرحمن التوتجري أوضح فيها أن فتح سوق

---

[223] عبد الرحمان سليمان ، **ضبط معايير وتنظيم المعاملات**، مجلة تداول الأسهم السعودي، العدد الثالث، 2003، ص6.

[224] أفريل 2012، عن الموقع:21 أحمد منير، **الاستثمار الاجنبي المباشر في سوق الاسهم السعودي**،

http://www.aleq.com/2012/4/21/article.html

[225] محمد الهلالي، **توقع ارتفاع حجم الاستثمارات الاجنبية** ، 2000، عن الموقع:

http://www.aleq.com/2009/09/19/article267700.html

الأسهم أمام المستثمرين الأجانب سيكون بشكل مدروس وتدريجي وبعد التأكد من عدم تأثيره السلبي على التداولات في السوق.

3-3-تداعيات أزمة 2008 على سوق الأسهم السعودي

أغلقت جميع الأسواق المالية عامها 2008 على خسائر فادحة، جاء أغلبها في الربع الأخير من العام لافتا أن السوق المالية السعودية الثانية في سلم الأسواق من حيث الخسائر بنسبة -56.5% بعد سوق دبي التي منيت بخسائر تراكمية عن العام تجاوزت -72.4%ويمكن القول هنا أن التأثيرات السلبية للأزمة المالية العالمية أخذت اتجاهين:

أ- على المستوى الاقتصادي الكلي

استطاع الاقتصاد السعودي قياسا لما يتمتع به من إمكانات واحتياطات توافرت لديه طوال العقد الماضي امتصاص كثيرا من تلك التداعيات بالرغم من بعض التشوهات القائمة في هيكل السياسات الاقتصادية، فوفقا لأحدث البيانات الصادرة عن الاقتصاد السعودي أنه سجل نمو حقيقيا بلغت نسبته 0.2% مقارنة بنموه السابق المقدر ب 4.33% عام 2009 على الرغم من التراجع الكبير الذي لحق بالقطاع النفطي والذي بلغت نسبته حوالي-6.4 % مقارنة بنموه السابق البالغ 4.2% وفي المقابل تراجع معدل النمو الحقيقي للقطاع الخاص غير النفطي خلال 2009ب 2.5%مقارنة بمعدل نموه للعام السابق البالغ 4.8%[226].

ب- على مستوى السوق المالية

والتي كانت هشة جدا أمام تداعيات الأزمة لدرجة أنها خسرت أكثر ما خسرته الأسواق المالية الأكثر ترابط بالأزمة المالية وحتى تاريخ يوم الربع الأخير من عام 2008 لا تزال السوق الأكثر خسارة منذ منتصف سبتمبر 2008 مقارنة ببقية الأسواق الرئيسية والناشئة، بينما جاءت

---

[226] تقارير اقتصادية ، **زلزال الأزمة المالية العالمية وسوق الأسهم السعودية**، 2011 ،عن الموقع:

www.alqtqt.com/ 2008/10/14/article

السوق الأفضل أداء حتى اليوم مقارنة ببقية أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، ويغزي ذلك إلى عدة أسباب:

-ضعف كفاءة السوق المالية السعودية مقارنة بالأسواق الرئيسية والناشئة.

-الدور الإعلامي السلبي الذي فشل في تعامل مع تدفقات الأخبار وتطورات الأزمة المالية بصورة مهنية محايدة.

ج- التدابير المتخذة لمواجهة الأزمة

اتخذت المملكة العربية السعودية عدة إجراءات لتعزيز الاستقرار المالي في الاقتصاد الوطني، وتعزيز مستوى الثقة في القطاع المالي وهي على النحو التالي[227] :

- § فعلى مستوى السياسة المالية اتخذت السعودية عددا من الإجراءات يتوقع أن تحدث أثرا فاعلا خلال الفترة القريبة والتي تساهم في عودة وتيرة النمو الاقتصادي وتوطيد عوامل الاستقرار وفتح المزيد من الفرص الواعدة محليا ابتدأتها بالإعلان على استعدادها لأنفاق 1.5 تريليون ريال (400 مليار دولار) خلال الفترة (2009-2013) تتركز على برامج الاستثمار في القطاعين الحكومي والنفطي من خلال الإنفاق على مشاريع الخدمات الأساسية لتعزيز القدرة الاستيعابية للاقتصاد لوطني، لذا يتوقع أن يساهم الإنفاق الحكومي في الاقتصاد السعودي خلال عام 2009 بنحو 40.2% من الإجمالي ويعد هذا المعدل الأعلى في منظور عقدين مضيا من الزمن.
- § أما على مستوى السياسة النقدية فقد قامت مؤسسة النقد العربي السعودي(ساما) مع بداية الأزمة باتخاذ عددا من الإجراءات التي استهدفت أولوية تعزيز أوضاع السيولة المحلية وخفض تكلفة الإقراض بهدف ضمان استمرار المصارف التجارية في أداء دورها التمويلي، ورغم ذلك أظهرت التطورات المصرفية فيما يخص التمويل ضعفا واضحا في الاستجابة لتلك السياسات طوال الفترة السابقة من عمر الأزمة حيث لم يتجاوز المعدل السنوي لنمو الائتمان الممنوح من المصارف للقطاع الخاص بأكثر من 1.7% و في عام 2008 كما

---

[227] جريدة الرياض، **توقع تأثير محدود للأزمة على السعودية**، 2008، عن الموقع:

www.elaph.com/web/economic/2008/10/37410/com

انعكس ذلك سلبا على عدد من مؤشرات السيولة المدارة في الاقتصاد (القطاع الغير النفطي).

III- قنوات انتقال الأزمة في الاقتصاد الجزائري

1- القطيعة في الاقتصاد الجزائري وبداية الانفتاح (مدخل إلى الإصلاحات):

مباشرة بعد الاستقلال وعلى امتداد سنوات عديدة، اتبعت الجزائر نهجا " اشتراكيا" قائم على التخطيط في إطار ما يعرف بالاقتصاد الموجه. ومع الرغبة القوية في تحقيق تنمية- مستقلة- تدعم الاستقلال السياسي تعددت التجارب عبر مخططات استمرت لسنوات، وعلى الرغم من ثقل فاتورة تلك التجارب كان الفشل نصيبها ، ويمكن وصف المرحلة بالآتي:

* تبني مشروع (الصناعات المصنعة) رغم ضعف الاقتصاد وحداثته وإنهاكه بعد الحرب ورغم ثقل تكلفة المشروع.

* إفلات الميزة التنافسية من القطاع الزراعي عشية التحول إلى المدينة وهو الأمر الذي انعكس كثيرا على برنامج الاكتفاء الذاتي المتراجع حتى الإصلاحات مقابل ضغط مستمر لفاتورة الواردات خاصة الغذائية منها.

* استمرار الاعتماد على منتوج واحد لتعبئة الصادرات فيظل قطاع نفطي منتج وقطاعات غير منتجة تقتات على الريع البترولي وتبعية شديدة للاقتصاد الوطني وانعكاس أي أزمة في الخارج عليه من ناحيتي سعر برميل البترول في السوق العالمي وسعر صرف الدولار في أسواق الصرف.

* النمو المستمر والمتزايد للمديونية الخارجية وعدم توجهها لتمويل أنشطة اقتصادية غير الإنفاق الحكومي المناسب بإسراف والاستهلاك مع تكريس دائم للاقتصاد الريعي، وتعقد الوضع عشية انخفاض أسعار النفط منتصف الثمانينات.

* ضعف البنية المؤسساتية وعدم استقلاليتها ودون احتكام لمعايير الإنتاجية والربحية مع تعميم فكرة الكم دون الكيف وتراجع النوعية والاستمرار في خلق مناصب عمل وهمية ومن ورائها دخول قوى شرائية اسمية.

* تراكم العجوزات في الميزانية والميزان التجاري وميزان المدفوعات كنتيجة لما سبق واستمرار غياب العقلانية في التسيير والإنفاق العبثي وإهدار المال العام. وقد ختم هذا الوضع المزري والمنذر بالأزمة الانفجار الاجتماعي في أكتوبر من سنة 1988.

1-1- الإصلاحات نهاية الثمانينات- بداية التسعينات:

مضت الجزائر في نهج طويل من الإصلاحات منها ما كان بدافع داخلي عائد لتدهور الوضع التسييري والمالي لنسيج المؤسسات وضغط الوضع الاجتماعي وتهاوي مؤشرات الاقتصاد الكلي ومنها ما كان بدافع خارجي عائد لما أفرزته أزمة الطاقة والأزمة المالية الدولية من تفاقم لأزمة الدين واللجوء المكره والاضطراري لصندوق النقد الدولي، وما نتج عن ذلك تغيير في المسار الاقتصادي بصفة عامة. يمكن إعادة ترتيب هذه الإصلاحات من الناحية القطاعية إلى أربعة أقسام:

إصلاحات شملت المؤسسات، إصلاحات بنكية- مالية، إصلاحات نقدية، إنشاء السوق المالي.

أ- إصلاحات شملت المؤسسات:

سعت الإجراءات الإصلاحية خلال عشريتين سابقتين حسب الخطاب السياسي- الاقتصادي- إلى دعم وجود المؤسسات الوطنية وتثبيتها ومن وراء ذلك حماية الاقتصاد الوطني من الانهيار في تلك المرحلة وقد شملت هذه الإصلاحات في عمومها:

*** إعادة الهيكلة المالية والعضوية:**

مع بداية الثمانينات كانت الخطوة نحو تفكيك المؤسسات الكبرى وتحويلها إلى مؤسسات صغيرة تسير بعيدا عن المركزية في مرحلة وصفت بسيطرة الاحتكار والبيروقراطية ممتدة من 1980 إلى 1988 مسبوقة بتقنو قراطية في المرحلة السابقة[228]، هذه البروقراطية المتأصلة منحت حكم الفشل في مراحل لاحقة على تلك الإصلاحات خاصة وأنها ترافقت مع عدم وجود المنافسة وسوء الاستخدام للموارد المالية والبشرية، كما تميزت مرحلة الإصلاحات بتعايش التوجهات الاحتكارية

[228] Mebtoul Abderrahmene, L'algerie face aux défis de la mondialisation, tome I, mondialisation et nouvelle culture économique, OPU Alger, 2002, p21.

التقنوقراطية والبيروقراطية، وأعيدت هيكلة المؤسسات في شكل من التجميع غير ذلك الذي كانت عليه في مرحلة السبعينات تحت رعاية صناديق المساهمة أما إعادة الهيكلة المالية فكان الهدف منها إعادة هيكلة ديون المؤسسة من حيث الاستحقاق والفائدة وتصفية الذمم بين تلك المؤسسات.

* **استقلالية المؤسسات:** بدأ الإعلان عن سلسلة جديدة من القوانين، قانون رقم 01/88 الإصلاحات سنة 1987 لتدخل حيز التنفيذ سنة 1988 مع القانون رقم 01/88 وهو القانون الذي يدعو إلى استقلالية المؤسسات وتطهيرها ماليا، محاسبيا وبشريا لتتحول إلى مؤسسات عمومية اقتصادية مستقلة تسير أسهمها من قبل ثمانية صناديق مساهمة تحولت فيما بعد إلى إحدى عشر شركة قابضة لها الحق في الملكية والتسيير[229].

* **خوصصة المؤسسات العمومية:** في إطار الاستمرارية وتكاملا مع منح المؤسسات استقلاليتها وتحويل ديونها إلى الخزينة العمومية جاء القرار بمنح القطاع الخاص الفرصة لإنعاش هذه

المؤسسات من خلال خوصصتها وتحويل ملكيتها من القطاع العام إلى القطاع الخاص كليا أو جزئيا لتنطلق العملية رسميا سنة 1994 مع تولي مجلس الخوصصة العملية لا حقا بشكل كلي. وتعد هذه النقطة مفصلية لأنها ترتبط بكثير من موضوعات العولمة المالية كتدويل برامج التكييف الهيكلي وعودة الانفتاح والليبرالية .

1-2- إصلاحات بنكية- مالية:

كثيرا ما أرجعت الأزمات التي مر بها الاقتصاد الجزائري والمعبرة عن الضعف في بنيتة الأساسية وعدم مقدرته على مواكبة اقتصاد السوق كنظام تسعى الدولة للتحول إليه، أرجعت تلك العثرات بالدرجة الأولى إلى ضعف النسيج البنكي على وجه الخصوص والقطاع المالي بصفة عامة، ولهذا السبب يتم التركيز دائما على إصلاح البنوك وتحديثها خاصة بعد تحرير الخدمات المالية والبنكية وتحرير حساب رأس المال والسماح للأجانب بتأسيس بنوك خاصة أو المساهمة في بنوك أخرى مع

---

[229] لعشب محفوظ، **سلسلة القانون الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1997، ص ص 100-101.

السماح للجزائريين بالقيام بنفس العمليات في الخارج، وتحت ضغط التحرير والانفتاح والمنافسة كانت حتمية الإصلاحات.

ينظر للنظام البنكي الجزائري عبر مرحلتين، فترة مابعد الاستقلال إلى سنة 1986 ثم فترة التحول ابتداءا من 1986:

* **الفترة الأولى:** على اعتبار النظام البنكي جزء من الاقتصاد الوطني المرتكز على التخطيط المركزي والملكية المطلقة للدولة، إضافة إلى الاستثمار، الإنتاجية والتوزيع، وظيفة التمويل كانت بدورها إدارية وبيروقراطية وكانت البنوك التي ظهرت بعد تأميم القطاع البنكي سنة 1966[230] بنوك عمومية، تمول أي مشروع يدخل في الخطة التنموية بقرارات فرقية من هيئة التخطيط، وجاء الإصلاح المالي لسنة 1971 داعما لهذا التوجه نحو مزيد من المركزية وخضوع الدائرة النقدية والبنكية للدائرة الحقيقية وتبعية قرارات التمويل لقرارات الاستثمار، وقد تميزت المرحلة بسلسلة إنجازات (وطنية):

- إنشاء الخزينة العمومية والبنك المركزي الجزائريين سنة 1962.
- إصدار نقدي وائتمان مستقلين بالانتماء إلى منطقة الفرنك سنة 1963.
- ظهور عملة وطنية هي الدينار الجزائري سنة 1964.

وأهم خصائص المرحلة:

- التخصص النظري للبنوك التجارية دون سريان ذلك على أرض الواقع حيث تتشابك تلك التخصصات وتتداخل مع الخزينة العمومية والبنك المركزي على مستوى واحد.
- دخول البنك المركزي والخزينة العمومية دائرة التمويل لأهم المشروعات.
- سيادة الاحتكارات في ظل غياب المنافسة مع توطين العمليات المالية.
- تقليص دور البنوك إلى درجة عدم قدرتها على تعبئة الادخار.

وككل النواحي الأخرى طبعت المرحلة بملامح التسيير " الاشتراكي".

---

[230] لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2001، ص179.

* **الفترة الثانية:** ابتداءا من 1986 كان الشروع في إصلاحات بنكية تتماشى وتتدرج مع تلك المتعلقة بالاقتصاد الوطني ككل، بذهنية جديدة هي الركون إلى آليات السوق لاتخاذ القرارات والضبط الاقتصادي بعيدا عن التخطيط المطلق والمركزية وإدارية القرارات واجتماعية المشروعات، فسحا للمجال أمام القطاع الخاص واستقلالية القرار لكل وحدة اقتصادية وتبني معايير المردودية والإنتاجية، وتباعا تغيرت الأهداف والمفاهيم التي يتضمنها الخطاب السياسي- الاقتصادي، لتتغير الوسائل والسياسات والآليات، إذ لم يعد البقاء والاستمرارية والتطور أهداف مكفولة بدوافع اجتماعية وشمولية في خطط التنمية وإنما وحدها المردودية الاقتصادية تدفع للبقاء والنمو، ويسري ذلك على المؤسسات كما على البنوك التي ينبغي أن يطوع نظامها ليضمن مواكبة الإيقاع الجديد.

* **الإصلاح البنكي لسنة** 1986: تضمن القانون رقم 12/86 المؤرخ في 19 أوت 1986:

- اعتلاء البنك المركزي هرم النظام البنكي كبنك البنوك مع استمرار تبعيته.

- توحيد الإطار القانوني المسير للنشاط الخاص لكل المؤسسات المالية والبنكية.

- تغيير نظام التمويل بإعطاء مزيد من الصلاحيات للبنوك في جذب الادخارات وتوظيفها في منح القروض مع تقليص دور الخزينة كممول للمشروعات.

- اعتماد أنظمة وهيئات رقابية واستشارية. رغم هذا الإطار القانوني ظلت السلطة النقدية للبنك المركزي محدودة بل شكلية وأسيرة التخطيط المركزي الذي كان دائما ساري المفعول.

* **الإصلاح البنكي لسنة** 1988:

تماشيا مع إصلاحات سنة 1988 المشار إليها سابقا المتعلقة بالمؤسسات العمومية الاقتصادية، ثم إدخال تعديلات جديدة على القانون السابق ليتضمن القانون رقم 06/88 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون 12/86:

- البنك كمؤسسة تتمتع بشخصية معنوية وتجارية، بمالية مستقلة محاسبيا وتدار وتسير بمبادئ الربحية والمردودية، عليه التكيف مع الوضع الجديد.

- التوظيف المالي كالاكتتاب في الأسهم والسندات محليا وفي الخارج اتسع ليشمل المؤسسات المالية غير البنكية.

- اللجوء إلى الجمهور للاقتراض أو طلب ديون من الخارج إمكانية متاحة لمؤسسات القرض التي تم توصيفها كمؤسسات عمومية اقتصادية.

- مزيد من الاستقلالية للبنوك ودور أكبر للبنك المركزي في السياسة النقدية.

التسيير البنكي في هذه المرحلة يستند إلى الربحية والمردودية، الاستقلالية والأمان، المنافسة والمتاجرة.

* **الإصلاح البنكي لسنة** 1990: المتعلق أساسا بقانون النقد والقرض وهو القانون رقم 10/90 المؤرخ في 14 أفريل 1990 المرسي للإصلاحات السابقة (86-88) والمجدد في كثير من أبوابه والفاصل بين:

- الدائرة النقدية ممثلة في البنك المركزي وسياسته النقدية والدائرة الحقيقية الإنتاجية الاستثمارية.

- الدائرة النقدية وميزانية الدولة ممثلة في الخزينة العمومية.

- مالية وميزانية الدولة ودائرة الائتمان.

- مجلس النقد والقرض.

- هيئات رقابية على شاكلة اللجنة المصرفية.

إذن تضمن القانون في أهم عناصره:

- **الهيئات**: ممثلة في:

- إنشاء مجلس النقد والقرض كسلطة نقدية أولى ووحيدة تتولى مجلس إدارة بنك الجزائر ولها صلاحيات متفرعة وعديدة تتحدد في المادتين 45 و46 من القانون.

- بنك الجزائر (البنك المركزي) كهيئة تنفيذية استشارية تلجأ إليها الحكومة في كل ما تعلق بالمالية والنقد والتوازنات، منظم للسوق النقدي وسوق الصرف وعمليات الائتمان، يمارس دوره كملجأ أخير للاقتراض ويحافظ على قيمة العملة الوطنية.

- اللجنة المصرفية كهيئة رقابية تتولى متابعة قواعد ومقاييس الحذر الموضوعة من قبل بنك الجزائر، الخاصة بالنسب الواجب الالتزام بها والوثائق المستندية التي يتم الرجوع إليها وإشهار الحسابات وكل ذلك تحدده المواد (92-93-94). وعند عدم الالتزام هناك إجراءات تأديبية ردعية تبدأ بالتنبيه إلى إلغاء الترخيص بالعمل، وقد تترافق مع غرامات مالية.إضافة إلى ذلك يوجد هيئات رقابة ومتابعة كمركزية المخاطر ومركزية عوارض الدفع وجهاز مكافحة الشيكات بدون رصيد.

-**العلاقات بين الهيئات:** في إطار التحول من اقتصاد الاستدانة والتضخم نحو اقتصاد الادخار والأسواق المالية لم يعد البنك المركزي ملاذ الخزينة العمومية عبر تمويل العجز بإصدار النقد حيث تم تسقيف تسبيقات الخزينة خلال السنة المالية إلى10 % كحد أقصى من الإيرادات العادية من ميزانية الدولة مستحقة الدفع خلال نفس السنة، مع أحقية سداد المتراكم من الديون خلال 15 سنة.لم يعد البنك المركزي وعاءا لإعادة تمويل فوري، دون اشتراطية وإنما ملجأ أخير للاقتراض ومنظم ومسير للسوق النقدي وسوق ما بين البنوك مع اتصافه ببنك البنوك، يتعهد بالإصدار النقدي ويتولى إدارة السيولة، على أن لا تتجاوز توظيفاته على سندات حكومية مستحقة لستة أشهر 20% من الإيرادات العادية للدولة المسجلة في ميزانية السنة المالية السابقة، ونذكر هذه التفاصيل لأهميتها في توصيف الأرضية عشية الانفتاح والتحرير .

على الصعيد التشريعي يعد قانون النقد والقرض نقطة تحول فاصلة للنظام البنكي فقد وضع حدا لسطوة المالية العامة وإرهاقها للسياسة النقدية وأصبحت التوازنات النقدية هدفا بحد ذاتها، كما تم وضع النظام البنكي على مستويين، بنك مركزي مستقل مسير للسياسة النقدية ومؤسسات مالية وبنكية تعمل في السوق النقدي وتتولى كل منها مهامها حسب التخصص، كما استعاد الدينار وظائفه كوحدة حساب، مقياس ومخزن للقيمة، موحد في الاقتصاد الوطني، كما توحدت السلطة النقدية على مستوى مجلس النقد والقرض بعد تشتتها بين وزارة المالية، البنك المركزي والخزينة العمومية، وتوحد القانون المنظم للوظيفة البنكية في قانون النقد والقرض.

وفي نقطة مهمة أصبح من صلاحيات المجلس المتعددة تحديد قواعد الحذر في تسيير البنوك والمؤسسات المالية وتنظيم سوق الصرف إلى مراقبة عملية الصرف مع الترخيص للأجانب بفتح مكاتب وتمثيليات للبنوك العالمية أو إنشاء بنوك خاصة[231].

- مع كل ما سبق وبالنظر إلى واقع الحال نجد فحوى القوانين ذاته منذ سنة 1986 دون أن ينصرف تطبيقها إلى وضع جديد، فقد استمر التضخم أداة ضاغطة على الحكومات مبرزا عدم جدوى السياسة النقدية في الضبط الاقتصادي، كما استمرت الخزينة العمومية ملجأ للمؤسسات متحملة بين سنة 1991 و2000 أكثر من 1200 مليار دينار تكلفة للتطهير بما يعادل إنشاء نسيج مؤسساتي اقتصادي جديد أكثر كفاءة وأحسن أداءا وتكيفا مع المنافسة الدولية[232]، واستمرت الخزينة ممولا للاستثمارات الإستراتيجية المخططة من طرف الدولة[233]، أكثر من ذلك استمرت المديونية الخارجية كعبء على الاقتصاد الوطني وعنصر تآكل لمداخيل العملة الصعبة واحتياط الصرف، استمرت المديونية في التزايد إلى حين الانسداد.

كذلك الاحتكار استمر صفة طابعة للاقتصاد الوطني وفي جميع الميادين وفي أعلى الهرم تحتكر الخزينة الادخار الوطني المحلي من خلال الحسابات المفتوحة على مستوى البريد والمواصلات أو حسابات التوفير في صناديق القطاع العام إضافة إلى سندات الاستثمار التي تجد شركة التأمين كمؤسسات مالية نفسها مجبرة على الاكتتاب فيها وغالبا ما توجه هذه الأموال لمدارة العجز المتراكم في الميزانية الذي يعبر في عمقه عن عجز دائم للمؤسسات العمومية ليبقى انسحابها من دائرة التمويل نسبي.

كما أن ترسانة الهيئات الرقابية المشار إليه سابقا مصحوبة بالقوانين والتوجيهات لم تكن قادرة على التنبأ والتحوط من الأزمة البنكية المتعلقة ببنك الخليفة (2003-2004) وكل ما أحيط بها من غموض في انتظار انتهاء التحقيقات ومالحق بالمودعين والدولة من خسائر وأضرار.

وتظل البنوك كما سبق طرحه، نقطة ضعف ضاغطة على الاقتصاد الوطني فهي برأي الخبراء لا تزال مجرد (شبابيك إدارية)، خلال السنوات الأولى من التسعينات ظلت البنوك العمومية محتكرة

---

[231] قانون النقد و القرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 16، المؤرخ في 1410هـ، ص525.

[232] Mebtoul Abderrahmene, 61.

[233] لطرش، مرجع سبق ذكره، ص198.

للسوق حيث تتخصص في التمويل ولكل منها حصته السوقية دون منافسة على استقطاب الزبائن وتقديم أفضل الخدمات رغم ما كان مقررا من إلغاء التخصيص على أساس قطاعي في الفترة (87-88) وسوف نلمس هشاشة النظام البنكي أكثر عند الحديث عن الانفتاح المالي، الخوصصة، المديونية والسوق المالي.

1-3- الإصلاحات النقدية:

خلال سنوات الثمانينات ومنذ بدء طرح مشكل التوازنات المالية الداخلية وتفوق النفقات العمومية على الإيرادات مع التمويل بالعجز وتراكم ديون المؤسسات وزيادة النفقات في غير المجالات المنتجة في ظل النمو الديمغرافي الزاحف مما أفرز وضعا يتميز بعجز العرض الكلي عن مواكبة الطلب المتزايد المترافق مع سياسة نقدية توسعية وقد ميز الوضع كذلك ثلاث مؤشرات[234]:

فائض سيولة كبير، صلابة العرض بسبب صلابة الجهاز الإنتاجي، توسع كبير في الطلب الداخلي.

تدعم المؤشر الأول بعجز الموازنة الحكومية نهاية التسعينات وصل 9.5 مليار دولار وعجز مالي للمؤسسات العمومية يقع على عاتق البنوك ومن ورائها بنك الجزائر من خلال عمليات إعادة التمويل التي غطت حوالي 6 مليار دولار كما يعود الفائض النقدي إلى تسرب قرابة 50% من الكتلة النقدية المتداولة عن الدورة البنكية سنة 1990 كون الاقتصاد الوطني اقتصاد لا يعتمد على البنوك. أما السبب الثالث لفائض السيولة فهو زيادة الأجور دون ترابط مع زيادة الإنتاجية حيث زادت الأولى ب 33% في حين تراجعت الثانية في الوقت الذي تزايدت فيه صعوبة الظروف المعيشية وأفرز الوضع حالة من التضخم تم تغذيتها من خلال الطلب المتزايد، العائد كما سبق طرحه، للتوسع النقدي حيث تنمو الكتلة النقدية بمعدل 20% سنويا منذ بداية الثمانينات وكذلك على زيادة الأجور وقدر الديوان الوطني للإحصائيات ارتفاع الأسعار منتصف الثمانينات ب 28%، وقد عاودت الإنتاجية النمو بمعدل 8% فقط بين 1984 و1991 بسبب اتصاف الجهاز

[234] Bouzidi A bdelmadjid, Les annés 90 de l'economie algerienne, edition ENAG, alger1999, p 24.

الإنتاجي بالصلابة وضعف إنتاجية عاملي الإنتاج رأس المال والعمل أساسا وذلك في غالب القطاعات حيث معدل استغلال الطاقات بين 1989 و1990 هو 57%، يقترن بزيادة موازية في الواردات حيث مرونة الإنتاج إلى الواردات سنة 1987 هي 1.1% وقد خلق هذا الوضع أرضية مناسبة هيأت للسياسة النقدية المتبعة سنتي 1990 و1991 والتي قامت على:

- تخفيض الأسعار من خلال امتصاص فائض السيولة والتأثير على الكتلة النقدية بعد أن تأكد عدم جدوى التمويل النقدي كرهان على المستقبل[235]، لذلك كانت السياسة النقدية متمركزة على الرقابة الكمية للتوسع النقدي والتوسع الائتماني، مع الزيادة في أسعار الفائدة كبحا لمزيد من الطلب على النقود وجذبا للادخارات[236]، وقد تم تحويل فوائض السيولة إلى حديث يحتاج إليها، إضافة إلى معدلات الفائدة تم الاعتماد على حسابات العملة الصعبة والاصدرات من السندات بقسيمات قابلة للتحويل ومحررة بالعملة الصعبة أو بيع مزيد من السلع.

- تخفيض الأسعار أريد له أن يمر عبر التأثير على السوق النقدي بفعل آلي كما تنص عليه النظرية الكمية للنقود دون اعتبار سرعة دوران النقود والبنية النفسية والاجتماعية وأكثر من ذلك تأثير قيمة العملة على شروط التداول للقطاع العام حيث تحول المعروض من السلع المدعمة إلى السوق السوداء ليتحمل الفقراء نتائج السياسة، في حين استفاد الآخرون، كل حسب الامتيازات الممنوحة له. كما اعتمدت تلك السياسة تخفيض قيمة الدينار لإعادة تنظيم القطاع الإنتاجي ومن ورائه قطاع الصادرات تماشيا مع فكرة أن التخفيض يؤثر على الأسعار المحلية بالارتفاع ويعيد توزيع الدخل لصالح المنتجين والمقاولين، كما يعيد تخصيص الموارد إلى منتجات التصدير، كما يعمل التخفيض من خلال الميزة التنافسية النسبية للعمل الرخيص على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر. ورغم أن احتياطي الصرف لتلك الفترة لم يكن محفزا لتدفق رأس المال الأجنبي فقد تدعم الاعتقاد بجدوى السياسة السابقة على جذب الاستثمارات بمعدل البطالة العائم والذي يمكن أي يدفع بالأجور الحقيقية نحو مزيد من الانخفاض ويكبح أكثر الاعتراضات العمالية- النقابية، وهو الأمر الذي قد يسمح بتحسين إنتاجية العمل. وسعت السياسة المالية ذات التوجه المختلف على التأثير

[235] Mebtoul Abderrahmene,p22.

[236] Bouzidi A bdelmadjid, op.cit.

على النفقات الحكومية لتقليصها وزيادة الإيرادات من التحصيل الجبائي من أجل الحد من العجز في الميزانية ووضع حد لتمويل العجز ذاته من خلال الإصدارات النقدية.

* **تقييم السياسة:** الأهداف المرسومة والتي تستند للنظرية الاقتصادية من حيث أثر النقود على الأسعار أو تخفيض العملة على الاقتصاد ككل وفاعلية السياسة النقدية في ظروف معينة، تبقى كلها نظرية حتى حين وضعها على محك الواقع وخصوصيات المرحلة والمجتمع عموما.

الهدف الأول المتمثل في التأثير على السوق النقدي اصطدم من ناحية بعدم تحديد الرقم الصحيح للفائض النقدي ولا حتى طريقة قياسه ومن ناحية أخرى بطبيعة الطبقة- إن صح القول- المستحوذ عليه، وهي في كل مرة عراقيل تقنية- إحصائية. والمؤكد أن الضرائب لا تطال تلك الفوائض كما أن معدل الفائدة 14% للفترة لا يستقطبها أي أنها تظل ظالة طريقها نحو البنوك، في حين يفترض حائزي هذه الفوائض من 16 إلى 18% من رأس المال العامل عند إعادة التمويل من البنوك، مما يدفع بسرعة دوران النقود نحو الارتفاع تظل الفائدة مضمونة من خلال أثر ذلك على الأسعار في السوق، أي أن فئة كهذه تحوز الفوائض وتقتات وتنمي ثروتها من التضخم الذي تتسبب فيه خالقة مزيدا من الضغوط التضخمية على برنامج الحكومة(أو برنامج الحكومات)، في ذات الوقت وتجنبا لأثر تخفيض الدينار تتوجه الفوائض لشراء الأراضي بعد تحرير العقار(للفترة) وشراء القيم غير المنقولة والمجوهرات أو التحول إلى عملات صعبة في السوق الموازية، مساهمة في مزيد من تدهور العملة. ولذلك يمكن مقارنة هذه الآلية بآلية غسيل الأموال لأن تلك الفوائض لم تتعرض للمساءلة وهي تتحرك بعيدا عن الضريبة ولا ينقصها إلا سوق مالي محلي، ويتوافق سلوك هؤلاء مع سلوك محتكري بعض الصناعات خاصة الخفيفة، ليقتسم الجميع عوائد التضخم وتركيز الدخول وعوائد الريع، في حين يتحمل المنتجون الحقيقيون صناعيين، الأعمال من خلال ضعف قدراتهم التمويلية أو في القطاع العائلي الذي صارت الدخول توجه فيه بين 80 و 100% لتغطية الاستهلاك من المواد الغذائية واللباس والفواتير.

كما استمر مشكل الندرة والطوابير التي تشغل العمال والموظفين، مع انتعاش السوق السوداء التي تصب فيها كل المنتجات، وهو الوضع الذي أسفر عن إعداد هائلة من الذين يعيشون تحت عتبة الفقر.

- من سياسة نقدية متشددة لمكافحة التضخم إلى مزيد منه حيث تحرير الأسعار لم يخلف سوى آثار سلبية: اليد العاملة التي عرف سوقها انسداد في الأجور الحقيقية، العملة الوطنية التي تدهورت قيمتها، أسعار السلع والخدمات المرتفعة باستمرار ولأسباب عديدة، وكان أن دفع التحرير بالاستهلاك للتراجع وصعب ظروف المعيشة وعقد الوضع الاجتماعي. وبقي السؤال عن جدوى السياسة وتخفيض العملة في تدفق الاستثمارات المباشرة نحو الداخل والمنتوجات الوطنية إلى الخارج، في حين كان الريع البترولي ولا يزال مصدر العملة الصعبة الأول ويكاد يكون الوحيد.كذلك لم تكن هناك أية مرونة وتوافق مع السياسة المالية، التي يظل التهرب والغش الضريبيين ينخران عوائدها، وعلى اعتبارها سياسة نقدية تسعى للحد من الإنزلاقات وإعادة التوازن المالي فقد ركزت على الطلب الكلي الداخلي ليبقى العرض ومتغيرات الإنتاج والإنتاجية والعمالة المؤهلة والنوعية والتكلفة متغيرات مركونة إلى حين. ليستمر تراكم التجارب- غير الناجحة- رغم الانطواء تحت شعار القطيعة مع الاقتصاد الموجه والاحتكارات وتقاسم الريع البترولي، كما يستمر العمل على صعيد البنى الفوقية لمزيد من البيروقراطية، وفي كل ذلك نلمس بصمة صندوق النقد الدولي.

1-4-السوق المالي في الجزائر:

حتى سنة 1989 لم تكن مفاهيم عديدة متداولة على غرار السوق المالي، آلياته، أعوانه، أدواته وعملياته إذ لا معنى لوجود سوق مالي في ظل تنمية مخططة وتمويل إداري وملكية مطلقة للدولة، لكن التحول من نموذج اقتصادي لآخر يحتم التغيير في البيئة المحيطة، في البداية تم إنشاء السوق النقدي للتعاملات قصيرة الأجل سنة 1989 أي قبل صدور قانون النقد والقرض[237] وقد حدد هذا الأخير بوضوح كيفية تسيير وتنظيم السوق والتي أوكلت للبنك المركزي، في حين يتولى مجلس النقد والقرض منح التراخيص للمؤسسات للتعامل في سوق النقد شريطة اقتصار ذلك على الاقتراض، في حين تعد المؤسسات المالية البنكية وغير البنكية أعوان رئيسية وينصرف ذلك إلى شركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. في هذا السوق يتم التحكم في السيولة وإدارتها وفق الحاجة ويتولى البنك المركزي ذلك تماشيا مع السياسة النقدية وأهدافها.

---

[237] لطرش، مرجع سبق ذكره، ص213.

وضمن السوق النقدي نجد ما بين البنوك لإعادة التمويل عند نقص السيولة، لجوءا على البنك المركزي لإعادة الخصم، وتستند القوانين المنظمة للسوق النقدي للنظام رقم 08/91 المؤرخ في 14 أوت 1991 عن البنك المركزي، الذي أدخل في نفس السنة نظام البرمجة المالية ولكنه ظل معتمدا على التسقيف أو التعديل الكمي كأداة نقدية مباشرة للتدخل في السياسة النقدية من خلال تحجيم عمليات إعادة الخصم ووضع حد أقصى للائتمان الموجه لتغطية حاجات المؤسسات العمومية والخاصة على حد السواء، ليتخلى عن ذلك سنة 1992 ويحول جزء معتبر من إعادة تمويل البنوك سنة 1993 إلى سوق رأس المال.

- سوق رأس المال أو بورصة الجزائر:

رغم البداية المحتشمة لبورصة الجزائر تعد مؤشرا ملموسا على الإصلاحات المواكبة لمسار التحول نحو اقتصاد السوق، وقد جاء قرار الإنشاء سنة 1990، بعد أن تحولت المؤسسات العمومية المستقلة إلى شركات مساهمة حسب أحكام القانون التجاري المكمل لقوانين 1988، وبرأسمال يعكس مساهمة صناديق المساهمة تأسست شركة القيم المنقولة (SVM) لتغير التسمية سنة 1991 من خلال ثلاثة مراسيم تنفيذية إلى بورصة القيم المنقولة، وقد حددت المراسيم الإطار التأسيسي، القانوني والتنظيمي للبورصة من خلال:

- المرسوم 169/91 المحدد لنظام صفقات القيم وقد اشتمل على تحديد الهدف الاجتماعي للبورصة وتحديد المتعاملين فيها.

- المرسوم 170/91 المحدد لشروط إصدار القيم المنقولة.

- المرسوم 171/91 المنفذ للإطار التأسيسي والقانوني وقد حدد شكل جهاز المراقبة والتنظيم.

- المرسوم 10/93 المحدد للهيكل التنظيمي وقد استكمل الإطار الإداري والتنظيمي.

وتوالى بعد ذلك عن وزارة المالية صدور خمسة مراسيم سنة 1997 تصب كلها في الغرض ذاته وهو إنشاء بورصة بالمعايير المتعارف حولها. وشمل الإطار الإداري والتنظيمي سنة 1993 تبني هيئتين:

*** شركة إدارة بورصة القيم** (SGBV):

وهي شركة مساهمة تأسست فعليا في 25 ماي 1997 رأس مالها يعكس حصص متساوية للوسطاء، أهم ما أوكل لهذه الهيئة:

- السماح بفتح رأس مال الشركات العمومية والخاصة.

- تنظيم أوقات التداول والاجتماع.

- تنظيم مفاوضات الوسطاء وعمليات المقاسة حول القيم المنقولة.

- إدارة نظام التفاوض في الأسعار.

- نشر المعلومات وإصدار نشرة رسمية للأسعار.

*** لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة** (COSOB):

تمثل سلطة سوق القيم المنقولة وقد تأسست فعليا سنة 1996، مسيرة من خلال إعانة تقتطع من ميزانية الدولة، وكما تدل عليه التسمية توكل إليها مهمة:

- تنظيم العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة ومراقبتها.

- حماية المستثمرين في البورصة من أية تجاوزات.

ولها سلطة التقنيين في وضع قواعد العمل وشروط القبول والتداول والتسيير للحوافظ المالية والدعوة العلنية للادخار وإجبارية الإعلام فيما تعلق بالعروض العمومية للبيع (OPV) وعروض شراء القيم المنقولة.

إلى جانب ذلك سلطة التحقيق وذلك عند حدوث تجاوزات تتعارض مع النظم التشريعية والقانونية، وبذلك تكفل احترام القانون وتمنح شرعية اللجوء العلني للادخار كما تتولى اتخاذ إجراءات ردعية إذا استدعت الضرورة[238]. إذا كان ما سبق يعكس الإطار القانوني، التشريعي المنظم لسوق رأس المال حديث النشأة فالهدف من إنشائها اتسع ليعكس مايلي:

*** على المستوى الكلي:**

[238] Guid de la bourse et des opération de bourse.

بورصة الجزائر كانت لتكون:

- دائرة سليمة لتمويل الاقتصاد الوطني.

- وسيلة لقياس قيمة الأصول.

- وسيلة لتنظيم الادخار طويل الأجل وترشيد الاستهلاك.

- أداة للإسهام في تمويل الهياكل الصناعية.

- مكان للتفاوض على الخطر[239].

*** على المستوى الجزئي:**

بالنسبة للمدخرين أو المستثمرين الماليين تعد البورصة فرصة للصغار منهم لتوظيف أموالهم بشروط مرنة ومردودية أفضل من خلال الاكتتاب في أسهم وسندات المؤسسات.

بالنسبة للمؤسسات يسمح تسعير هذه الأخيرة بتوسيع شهرتها من خلال الانفتاح على المحيط الاقتصادي فمجرد قبولها والسماح بفتح رأس مالها يقوي مصداقيتها ويمنحها مزيد من الرواج كما أن التسعير يتيح لها مصادر تمويلية بديلة عن الاقتراض كما أن تسعير هذه الأوراق المالية المصدرة يؤدي إلى تقييم مستمر للأصول الصافية لهذه المؤسسات وارتفاع قيمتها السوقية، كما قد تؤدي إلى التدهور عند نزول قيمة الأوراق.

- تلك الأهداف لا تعكس رغبة يمكن التنازل عنها أو التوجه منها إلى غيرها وإنما ضرورة ترتبط بها سلسلة من الضروريات، إذ ما معنى خوصصة الشركات وتحويل الديون إلى استثمارات واستقدام استثمارات أجنبية دون سوق رأس المال بالكفاءة أو على الأقل بالأداء المقبول.

وقد تزامن إنشاء البورصة مع توفير مناخ قانوني، مالي، جبائي، واقتصادي ملائم:

قانونيا تم إخضاع المؤسسات العمومية لقانون خاص بشركات المساهمة مما يسمح لها بالدخول للبورصة وتسعير قيمها المنقولة، ماليا تم تحرير سعر الفائدة ولو نسبيا حيث مالت أسعار الفائدة نحو الانخفاض، جبائيا تم تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات (IBS) من 38% إلى

---

[239] حوليات COSOB تقرير سنوي للجنة، منشور سنة 1997.

30% سنة 1999 من خلال قانون المالية لنفس السنة مع إعفاء ضريبي لعوائد الأسهم وسندات الاقتراض الإلزامية، أما على الصعيد الاقتصادي- السياسي فقد عاد الخطاب لتفعيل القطاع الخاص مع دفع عملية الخوصصة (المتعثرة فيما بعد) ويبقى الإشكال الأول أن يتم استحداث بورصة تكون الدولة المساهم الأول في شركاتها.

على صعيد آخر على قدر كبير من الأهمية وفي خطوة سابقة تم تحرير حركة رؤوس الأموال الخارجية أي تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات وكان ذلك سنة 1990 من خلال دائما قانون النقد والقرض في مادته [240] 183، حيث يرخص لغير المقيمين بتحويل رؤوس الأموال إلى الجزائر لتمويل أية نشاطات اقتصادية غير مخصصة صراحة لدولة أو للمؤسسات المتفرعة منها.

ونشير إلى نقطة هامة هي أن القانون لم يشمل الأجانب باللفظ، إذ لم يرد ذكر رؤوس أموال وطنية وأخرى أجنبية وإنما جرت التفرقة بين مقيمين وغير مقيمين حيث عد المقيمون أشخاص طبيعيين أو معنويين مركز نشاطهم الرئيسي في الجزائر في حين عد غير المقيمين أشخاص طبيعيين أو معنويين مركز نشاطهم الرئيسي خارج الجزائر.

تحويل الأموال الذي اقتصر قبل سنة 1990 على الشراكة مع مؤسسات عمومية، اتسع ليشمل الاستثمارات الأجنبية المباشرة القائمة بحد ذاتها أو من خلال الشراكة وإنشاء الشركات المختلطة وغيرها من الأشكال القانونية للمشروعات على أن يراعي التحرير المستقطب لرؤوس الأموال:

- إحداث مناصب عمل جديدة.

- تحسين تأهيل الإطارات والمستخدمين الوطنيين.

- شراء وسائل علمية وتقنية بمعنى استقدام تكنولوجيا مع الاستغلال الأمثل محليا لبراءات الاختراع والعلامات التجارية المسجلة والعلامات المحمية في الجزائر طبقا للاتفاقيات الدولية.

- توازن سوق الصرف[241].

---

[240] قانون النقد و القرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 16، المؤرخ في 1410هـ ، ص541.

[241] المرجع نفسه، ص540.

كما يشمل التحرير إعادة تحويل رؤوس الأموال وعوائدها من أرباح وفوائد وريوع إلى مواطنها الأصلية أو إلى أي مكان وتستفيد من كافة الضمانات المنصوص عليها دوليا ويمكن الاستناد على النقطة الأخيرة في اشتراطيه التحرير المالي للتعريج على سوق الصرف والعمليات الخارجية للنظام البنكي الجزائري، سواء عمليات الصرف العادية أو التدخل في الأسواق المالية الدولية، حيث تتعلق العمليات الأولى بالتغطية المالية لفاتورة الواردات أو من أجل دعم استقرار سعر صرف العملة الوطنية أو دعم الدين العام المستحق، أما العمليات الثانية فتتعلق بالاقتراض أو الاكتتاب في مختلف الأوراق المالية محررة بعملات أجنبية في الأسواق المالية الدولية كالأورو-أسواق، ويتم الاعتماد على احتياطات الصرف.

اشتمل النظام رقم 04/92 المؤرخ في مارس 1992 على ضوابط العمليات السابقة بتفصيل، مع ضرورة أن تراعي حركة رؤوس الأموال دخولا وخروجا من السوق الوطني توازن سوق الصرف، هذا السوق بدوره كان أمام خيار واحد مع الإصلاحات وتوصيات صندوق النقد الدولي وهو التحرير، يتم إضافة إلى تحرير أسعار السلع والخدمات وعوامل الإنتاج تحرير سعر الصرف مع قابلية تحويل الدينار، ليتم التحول من نظام صرف مثبت وموجه يتحدد فيه سعر صرف الدينار إداريا من طرف البنك المركزي إلى نظام مرن ومدار نسبيا على معاملات الصرف في الفترة 1992 و1993 بسبب استمرار اللاتوازنات المالية والضغط المتزايد لخدمة الدين في سباق مسعور نحو تفادي إعادة الجدولة.

سياسة التحرير هذه، تدعمت سنة 1996 بإنشاء سوق ما بين البنوك لتعاملات الصرف أو ما عرف بسوق النقد الأجنبي للبنوك التجارية والمؤسسات المالية، وصار بإمكان المصدرين استعادة 50% من متحصلاتهم بالعملة الصعبة وإعادة توظيفها في سوق الصرف لو رغبوا في ذلك، ومع توفر العملة الصعبة لدى البنك المركزي، الذي تحولت إليه عوائد الصادرات النفطية، تم إنشاء مكاتب صرافة للسماح للأفراد بتحويل العملات[242]، وقد كانت تلك أولى خطوات الاقتصاد الجزائري على درب الانفتاح والتحرير.

2 - سبل انتقال الأزمة في الجزائر:

[242] لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص222-227.

في الجزائر لا توجد قناة انتقال مالية بحتة لأنها شبه غائبة بحكم التكوين للنظام المعرفي والمالي في البلاد وهذا ما اعتبر في الواقع حماية للاقتصاد الجزائري من العدوى المالية اعتمادا على ضعف المطلوبات الأجنبية للمصارف الجزائرية تكاد لا تذكر، لكن الأزمة يمكن أن تعبر عبر الاقتصاد الحقيقي في الجزائر من خلال انخفاض أسعار النفط الناتجة عن الركود العالمي الذي يؤثر بشكل سلبي على الاقتصاد الجزائري.

2-1- تشخيص الصدمة(ترجمة المؤلف)[243] :

أ- الدائرة المالية والبنكية:

حتى لو أن الأزمة ذات أصل مالي، لكن آثارها تجارية في الجزائر، فالاتصال القليل في النظام المالي والمصرفي في الجزائر له تأثير في حماية الاقتصاد من الصدمات المالية والاقتصادية البحتة، وقد وقعت الأزمة المالية في البلدان ذات النظام المالي المتطور من خلال حصول أزمة في السيولة، مما يجعل من الضعف الحصول على شروط الائتمان، فتدهور ربحية النظام البنكي وفقا للبيانات المتاحة[244] يعرض النظام المصرفي الجزائري ربحية كبيرة من خلال سيولة كافيه تجعله بعيدا عن الخطر.

نسبة المرد ودية لحقوق الملكية من البنوك لا تزال ذو قيمة مقدرة معتبرة ووفقا لتقرير من بنك الجزائر، كانت النسبة 25.01 % في 2008 مقابل 17.41% في 2007 بالنسبة للبنوك العامة والتي تم تقليل اقتراضها لأنها تواجه سيولة زائدة. والمخزون من هذه الأخيرة يقدر بـ 2845.9 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2008 مقابل 2001.2 مليار دينار في نهاية 2007 و1146.9 مليار دينار في نهاية 2006[245] .

ولكبح الآثار التضخمية من فائض النفط واصل بنك الجزائر منذ عام 2002 لامتصاص السيولة الزائدة وتعقيم احتياطات النقد الأجنبي، واستخدم التلاعب في نسبة الاحتياطي القانوني واستئناف السيولة مباشرة بنسبة 2.5% على نفس المستوى منذ 1994 ونسبة الاحتياطي القانوني زادت عن

---

[243] Y. Benabdallah, CREAD / K. Oukaci, université de Bejaia / N. Chettab, université de Annaba; structurelle ou vulnérabilité De la conjoncture/ L'économie algérienne face à la crise: effets . (communication)

[244] Banque d'Algérie, Rapport 2008.

[245] Idem.

4% .في 15فيفري2001، 4.25% في ديسمبر من نفس العام وسوف يرتفع بـ6.25% في ديسمبر 2002 وعدلت بالزيادة في جانفي 2008 بـ 8%. زادت الودائع تحت الطلب للاحتياط القانوني من 43.5 مليار دينار عام 2001إلى 122.6 مليار دينار في عام 2002(تقرير بنك الجزائر2002) ووصلت في نهاية عام 2008 إلى 394.7 مليار دينار مقابل 272.1 مليار دينار في نهاية عام 2007 ولأجل التخلص من فائض السيولة البنك الجزائري عرض على البنوك التجارية معدل فائدة 3.5% ، فنشاط بنك الجزائر منذ 2002 هو قمع السيولة الزائدة فتوقفت التدخلات له من جانب العرض في السوق النقدي من خلال عدم وجود الطلب.وقد برزت سوق مابين البنوك في عام 2002.باعتبارها الوسيلة الرئيسية للتمويل والحد من تدخلات بنك الجزائر باعتباره مقرض الملاذ الأخير ويمكن استخدام السوق المفتوحة لانكماش في السوق المتخصصة في أوراق الخزينة في أعقاب تحسن من الخزينة العامة والتطور البطيء في الأوراق المالية الحكومية.

- ومن جانب ميزان المدفوعات، هيكل الإيرادات يوضح أن أيا من(IDE)الاستثمار الأجنبي المباشر ولا أموال المهاجر ولا السياحة أن يكون لها آثار كبيرة على الاقتصاد الجزائري لضعف كميات كل منها. كما أن الدين الخارجي خفض إلى أقل من 4% من(PIB) مع خدمة الديون، والتي ستكون ضئيلة على الرغم من انخفاض عائدات التصدير، إضافة إلى احتياطات النقد الأجنبي بما يعادل ثلاث سنوات من الواردات، تعمل على عدم حاجة الجزائر للحصول على القروض الدولية وعلاوة على ذلك كانت التعبئة الحديثة 4060 مليون دولار في عام 2008 وحده.

- الجزائر على عكس غيرها من الدول النفطية، لم تختار أن تخصص لها، صندوق الثروة السيادية والتي تعني استثمار الأموال الفائضة عن ميزانية الدولة من الفوائض البترولية في القطاعات الإستراتيجية. الذي يعمل على طرح أو يفقد احتياطاته من النقد الأجنبي لآثار الأزمة. بنك الجزائر أكد أن تفضيلاته توجهت نحو المزيد من الاستثمارات غير المحفوفة بالمخاطر.هذه الاعتبارات في خضم الأزمة المالية تقودنا بعيدا في المديين المتوسط والقصير وتقتصر الصدمة على الحساب الجاري من خلال الميزان التجاري، أما في المدى الطويل لو استمرت الأزمة لمدة سنوات، العلامات المالية والبنكية ستظهر علما أن فائض السيولة هو تعبير عن زيادة الريوع البترولية.

ب - قنوات انتقال التذبذبات:

*** الصدمة التجارية:**

الأزمة ذات طبيعة تجارية حتى لو كان منشأها أزمة مالية، التغير في أسعار النفط يؤثر على التوازنات الخارجية والمالية في المقام الأول وعلى النمو الاقتصادي في المقام الثاني والجزائر بلد يحتوي على نسبة صادرات النفط إلى إجمالي الصادرات من بين المصدرين الأقوى في العالم وانخفاض أسعار النفط تؤثر بوضوح تأثير مزعزع للاستقرار.

شكل رقم(23): تقدير الصادرات

Source: Y. Benabdallah, CREAD / K. Oukaci, université de Bejaia / N. Chettab, université de Annaba; structurelle ou vulnérabilité De la conjoncture/ L'économie algérienne face

يمكن ملاحظة من الرسم البياني رقم (23) من خلال اعتماد المتغير الصادرات كتابع لمتغير أسعار البترول وتتحدد مقياسا لمدى الصدمات التجارية على ميزان المدفوعات، زيادة مدا خيل التصدير من 21.6 مليون دولار في عام 2000 حتى 38.6 في 2004 وأكثر من 78.5 في 2008، تطور أسعار النفط تقريبا على نفس الترتيب من 17.91 في 2000 حتى 38.6 في 2004 و100 في 2008. كانت الأزمة واضحة على نطاق واسع في إحصاءات التجارة الخارجية للأشهر الأولى من عام 2009 وفقا للمركز الوطني للإعلام الآلي والإحصاء (CNIS) للجمارك، بلغت الصادرات 13.72 مليار دولار في نهاية الأشهر الأربعة الأولى من 2009،بانخفاض قدره 46.62% خلال نفس الفترة في عام 2008 وفي الوقت نفسه كانت الواردات 13.20مليار دولار بزيادة قدرها 5.90% خلال الفترة نفسها، وزاد الفائض التجاري لنفس الفترة من 13.23 مليار دولار في 2008 إلى 512 مليون دولار من متوسط قدره 99.9 دولار في 2008.سعر البترول انخفض إلى متوسط نحو 50 دولار خلال الربع الأول من عام 2009و56 خلال السداسي الأول

من نفس السنة.معدل تغطيه الصادرات للواردات انخفض إلى 106% مقابل 210% للفترة نفسها من عام 2008.

على أساس سعر متوسط سنوي قدره 54 $ ، فحسب صندوق النقد الدولي يتوقع حصول عجز في الحساب الجاري في[246] (46) (FMI,2009) 2009. في الواقع من المرجح أن توقعات صندوق النقد الدولي تتحقق مع العلم أن الجزائر تعاني من عجز أكثر أهمية في التوازن من العوامل والخدمات غير المرتبطة بعوامل الإنتاج، على الرغم من الزيادة الكبيرة في أسعار النفط خلال متوسط الربع الأول.

* القناة المالية (**الميزانية**)

إيرادات الميزانية تعتمد اعتمادا كبيرا على تقلبات أسعار النفط. خطر الانتقال لتقلبات أسعار النفط في بقية قطاعات الاقتصاد لا تقل أهمية، نظرا للوزن العام للدولة (أكثر من 35 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي).

وزن الضرائب النفطية من موارد الميزانية اتجهت نحو الأعلى بسبب تخفيض قيمة العملة.

زيادة في حجم الصادرات الهيدروكربونية، ارتفاع أسعار النفط، تكون أحيانا من التخفيضات الضريبية العادية من حيث الناتج المحلي الإجمالي، زيادة عائدات الحكومة من 27،5 ٪ في 1993 إلى متوسط قدره حوالي 38 ٪ بين عامي 2000 و 2004. هذا المتوسط لن يخف أثناء ارتفاع معدل التذبذب لان الإيرادات من33،5 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي في 1997 حتي 27،1 في عام 1998 لترتفع أكثر من 39 في عام 2000. الموازنة الاستثمارية ليست سوى جزء من الاستثمارات العامة في مسار الضرائب البترولية على رؤوس الأموال في الميزانية مند 1985، واستمرت حتى عام 1992 بسبب انخفاض الإيرادات ذاك العام. من ذلك التاريخ، ارتفاع أسعار البترول حفزت الدولة لتحرير بعض القيود المفروضة على الموارد وبعض برامج التعديل الهيكلي. و الخماسية الثانية (2014/2010) هي التعبير عن هذا الالتزام الجديد من قبل الدولة. بميزانية إجمالية تتجاوز 280 مليار دولار ، تعتزم الحكومة لتزويد البلاد بالبنية التحتية الاقتصادية و الاجتماعية و الإدارية الحديثة . زيادة حصة رأس المال للتجهيزات في الميزانية من مجموع النفقات

[246] FMI (2009), Rapport Algérie

وهو شيء جد لافت للنظر في عام 2006، مقدار رأس المال للتجهيزات المتوقع في الميزانية لأول مرة في تاريخ الجزائر أعلى من ميزانية التشغيل انظر في:

(La loi de finance (LF) pour 2006 et la loi de finances complémentaire pour 2006 avaient fait passer ce chiffre à 23,5% du PIB et 38% respectivement contre un peu moins de 24% pour le fonctionnement ; ce qui donne une dépense totale de 62% du PIB. Il s'agit d'un record historique. L'année a été clôturée avec une dépense budgétaire équivalente à 14,5% du PIB seulement ; ce qui donne toute la mesure des problèmes d'absorption des capacités financières en Algérie.)

من حيث الإنجازات نفقات التجهيزات هي مشابهة جدا لتلك المخصصة للتشغيل في عام 2007 وصلت 15،5 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي مقابل 17 ٪ للتشغيل. مند عام 2005 برامج البنية التحتية تلقت وزن كبير في جهود الاستثمار العام[247].

2-2- الوضعية الاقتصادية في الولاية الثالثة للرئيس عبد العزيز بوتفليقة

حسب ما سبق ذكره عن الاقتصاد الجزائري يمكن إجمال أهم مؤشرات الاقتصاد الكلي للجزائر في الولاية الثالثة للرئيس عبد العزيز بوتفليقة في الجدول التالي:

[247]Y. benabdallah. « Le développement des infrastructures en Algérie : quels effets sur la croissance économique et l'environnement de l'investissement ? » À paraître dans «Attractivité et conditions de l'émergence en Méditerranée », ouvrage coordonné par Hakim Ben Hamouda, Nassim Oulmane et René Sandretto.

-جدول رقم(21) : مؤشرات الاقتصاد الكلي للجزائر للفترة 2008-2011

السنة / المتغير	2008	2009	2010	2011
إجمالي الناتج المحلي (القيمة الحالية بالدولار الأمريكي)	188,681,099,191	138,119,949,895	161,979,441,019	188,681,099,191
إجمالي خدمة الديون (% من صادرات السلع والخدمات والدخل)	1.4	2.0	1.0	0.8
رصيد الحسابات الجارية (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)	34,440,000,000	401,000,000	12,146,000,000	19,687,654,609
فائض أو عجز في النقدية (%من إجمالي الناتج المحلي)	9.3	-5.4	0.4	-0.3
نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)	4,967	3,952	4,567	5,244
التضخم ،معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنويا)	14.6	-11.3	16.2	11.4

المصدر: من الموقع التالي، *data.albankaldawli.org/indicator*

حسب ما يبدوا أن الولاية الثالثة للرئيس عبد العزيز بوتفليقة بعد إعادة انتخابه في 09 أفريل تبشير بالخير، لأنه تحققت في هذه الفترة عدة ايجابيات منها:

-حسب تصنيف FMI للجزائر بأنها من البلدان النادرة الصافية على مستوى القارة الإفريقية خصوصا و في البلدان النامية عموما و دلك بفضل سياسة التسديد المسبق لديونها[248]إضافة إلى:

-حجم الاحتياطات من النقد الأجنبي 143 مليون دولار في نهاية ديسمبر2008 أي بزيادة قدرها 30 مليار دولار مقارنة بالاحتياطي المسجل في 2007، فبعد عامين الواردات خفضت للنصف.

-خطة الانتعاش للاستثمار في البنية التحتية أساسا 150مليار دولار، كلها عوامل جعلت السوق الجزائرية واحدة من أكثر دول جنوب البحر الأبيض المتوسط المرغوب الاستثمار فيها. فالجزائر كمثيلاتها من البلدان التي تم الاستخفاف بها لعدم الانفتاح على العولمة الاقتصادية والمالية، لكن في المقابل وجدت نفسها في حالة مميزة وقت اندلاع الأزمة المالية العالمية.حيث نجد FMI أول من يعترف أن قلة تكاملها مع الاقتصاد العالمي يحميها من انتقال العدوى، لكن لسلبيات التبعية الساحقة في الميزانية والتجارة للجزائر للقطاع"الهيدروكربيري" يجعلها عرضة للتقلبات الناتجة عن التغير في أسعار البترول.

ردود فعل السلطات الجزائرية للأزمة المالية هي في قمة الرهانات، وللأسف إن الحالة المزرية للقطاعات الإنتاجية الوطنية والعمالة في الزراعة والصناعة جعلت من الاقتصاد المحلي الآن غير مستفيد من الاستثمارات المبرمجة بالرغم من أنها ممولة برؤوس أموال عامة. ومن العيوب التي يمكن تحويلها إلى فضائل حسب رأي FMI في تقريره الأخير حول الوضعية المالية نذكرمايلي:

-إجمالي الديون الخارجية متدني، حوالي 3% من PIB في عام 2008، والمداخيل المتاحة من صادرات النفط والغاز قد أتاحت في السنوات الأربع الأخيرة توفير ما يعادل تخفيض نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج الإجمالي المحلي دون عتبة 1% منPIB.

---

[248] الاقتصاد الجزائري و الأزمة الاقتصادية العالمية،من الموقع:

www.galam.com/ forums/showthread.php

-المطلوبات الأجنبية للمصارف الجزائرية منخفضة أقل من 1% من التزاماتها.

-الجهاز المصرفي 90% منه من الأموال العامة للدولة فظلت مخاطر الائتمان على القروض المصرفية محدودة.

- الاستثمار في الحوافظ المالية الأجنبية غير مسموح به لحد الآن.

- ظلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة منخفضة نسبيا 1%من PIB للمتوسط، أي ما يعادل 8.5 مليار دولار في السنوات العشرة الأخيرة، إعادة الأرباح زادت خلال الأزمة، لكن هذا لا يمثل أي تأثير كبير 1% من الاحتياطات الوطنية[249].

-القنوات الأخرى الممكنة للعدوى السياحة والتحويلات المالية من المهاجرين. وهذين البندين لا يشكلان إلا تأثيرا ضعيفا في ميزان المدفوعات بضعف أنشطة السياحة وتمويلات المهاجرين.

-في النهاية لا يبقى إلا الانخفاض لفترة طويلة في أسعار البترول الذي يمكن أن يعوق نموPIB في المدى المتوسط.استنادا إلى البرنامج الاستثماري الطموح الذي أسندته الدولة لهذا القطاع وخصوصا أن الصادرات خارج المحروقات ضعيفة جدا.

2-3- تأخر الإصلاحات وعدم كفاية التعديلات عبر عائدات البترول[250] -ترجمة المؤلف-

*التعمق في التخصص الأولي

حجم الصدمات وعدم الاستقرار اللذان يتسببان في النمو يعتمدان على درجة الانفتاح وتنويع الصادرات حيث نستطيع الحكم على فعالية سياسات الانفتاح من خلال تحليل تغير هيكل الصادرات بالمقارنة مع متوسط البلدان النامية، الجزائر هي بلد متخصص للغاية في تصدير البترول درجة تركيز صادراتها زادت بسبب ارتفاع الأسعار وكميات النفط.بالمقارنة مع دول في منطقة التجارة الحرة الاورومتوسطية، الجزائر لها درجة تركيز كبيرة في الصادرات. على سبيل المثال، تقدر هذه النسبة 0.187 لتونس،0.169 في المغرب و 0.356 لمصر. وقد زادت حصة

---

[249] ALGÉRIE 2009; DOSSIER RISQUES ET OPPORTUNITÉS OPPORTUNITÉS, 15 JUIN 2009, REVUE N°122.

[250] Y. Benabdallah, CREAD / K. Oukaci, université de Bejaia / N. Chettab, université de Annaba, op. cit .

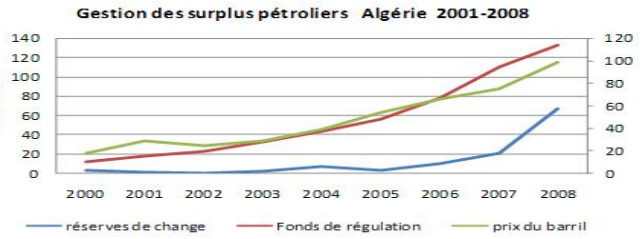
الصادرات المصنعة نتيجة لسياسات التنويع التي بذلت من قبل هذه البلدان. في دول الأوبك تبقى الجزائر هي البلد الأكثر اعتمادا على الصادرات النفطية ويرافق ارتفاع مستوى تركيز الصادرات تطوير منابع النفط والغاز على حساب المتلقين لها (التصنيع). والنتيجة هي تنمية الصادرات من المنتجات الأولية على حساب المنتجات المكررة. 32،8 ٪ من إجمالي الصادرات في عام 1996 ، المنتجات المعالجة في وحدة التخزين مستواها تعدى 23،4 ٪ في عام 2006 للاستفادة من المنتجات الخام (النفط الخام والغاز الطبيعي). الجزائر تسعى للاستئناف اليوم، وذلك بفضل برنامج طموح للاستثمار في سونا طراك (أكثر من 50 مليار دولار) ، معدل التصدير للاقتصاد عرف ارتفاع قوي ومطرد، بينما الصادرات غير النفطية نسبة إلى الناتج المحلي غير النفطي قد ركدت عند حوالي 2 ٪ من 74 فرعا من جدول التعريفة للمنتجات الجزائرية خلال الفترة 2006/1992، وكلها ذات الصلة بمجال النفط و استخراج الفوسفات [251].

* صناديق التعديل: رؤية جديدة؟

الجزائر كغيرها من البلدان المنتجة للنفط، أنشأت صندوق يسمى (FRR) التي تغذيه عائدات النفط الزائدة من الضرائب بالنسبة إلى السعر المرجعي من 19 $في 2001 حتى 2008و 37 دولار في 2009. على ضوء هذه المداخيل استخدمت كوسيلة للهروب من الآثار السلبية للركود في أسواق النفط. هل وجود هذه الأموال هو في الحقيقة شرطا كافيا للحفاظ على ميزان المدفوعات، والمالية العامة والنمو الاقتصادي بشكل عام، وتقلب معدلات التبادل التجاري على المدى الطويل؟ تبين التجربة أن هذه الأموال لم تصمد لفترة طويلة من تدهور معدلات التبادل التجاري. وانهارت بين عامي 1980 و 1990 في نيجيريا وفنزويلا. ومن طبيعة هذه الصناديق مغداة من الفوائض المالية علما انه لا يوجد ضمان لتحقيق وفورات متراكمة من السنوات الأخيرة لتعويض العجز في أي تراجع. وعلاوة على ذلك، فإن مع وجود هذه الصناديق، زاد الميل للاقتراض. في الجزائر التوسع المالي ابتدءا من عام 2002، لم يمنع تراكم مبالغ كبيرة في الصناديق بلغت نحو 67مليارفي نهاية2008 .ارتفاع أسعار النفط والصعوبات التي تواجه استيعاب المبالغ المرصودة لميزانية الاستثمار هي الأسباب الوحيدة في ذلك. فإنشاء هذا الصندوق ينظر إليه كأفضل أداة لإدارة عائدات البترول على المدى القصير والمتوسط.

[251] Idem.

شكل رقم (24): تسيير الفائض البترولي في الجزائر 2001-2008



Source: Y. Benabdallah, CREAD / K. Oukaci, université de Bejaia / N. Chettab, université de Annaba; structurelle ou vulnérabilité De la conjoncture/ L'économie algérienne face à la crise:

في المدى البعيد، يجب علينا أن ننتظر نتائج البرامج القائمة للاستثمار في البنية التحتية. فهل مخزون رصيد رأس المال المادي سيكون له آثار غير مباشرة على رؤوس الأموال الخاصة ويتسبب في قيادة الاقتصاد بأكمله إلى المسار الانتقادي؟ على الرغم من الجدل حول هذا الموضوع، بعض الدراسات بما في ذلك صندوق النقد الدولي، هو على أمل رؤية الجزائر بعيدة من دوامة عائدات البترول[252].

3-الوضعية الحالية لبورصة الجزائر بالأرقام

3-1- الوضعية الحالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر[253]

لقد أنهت بورصة الجزائر السنة المالية 2011 بمؤشرات يطبعها الاستقرار، بينما في 2012 واصلت برنامج العصرنة و التحديث الذي باشرت فيه، حيث لا يتوقف الحديث عن هذه السوق المالية التي تنتعش أحيانا وتتراخى أحيانا أخرى فتعطي الانطباع على أنها تعيش على هامش الساحة الاقتصادية الاستثمارية والمالية

فمنذ نشأتها العسيرة قبل أربعة عشرة عاما لم تتمكن بورصة الجزائر من فرض وجودها على الساحة المالية والاقتصادية المحلية و هذا ما يثبته العدد الضئيل للمؤسسات المدرجة فيها حيث في فيفري سنة 1999 فتح مجمع صيدال رأسماله للعرض العمومي للبيع وفي سبتمبر

[252] IMF (2005), Annual report.

[253] سعيد بن عياد، **وضعية مؤسسات بورصة الجزائر**، جريدة الشعب الاقتصادي، 2011، ص16.

من نفس السنة استوفى الشروط للدخول في البورصة . وفي جوان 1999 فتحت مؤسسة الاوراسي رأسمالها للعرض العمومي للبيع وفي 14 فيفري 2000 استوفت الشروط للانضمام رسميا في البورصة. و في نوفمبر 2010 تمكنت مؤسسة الينـاس للتأمينات من رفع رأسمالها عن طريق الاكتتاب و في مارس 2011 دخلت رسميا في البورصة.

حيث تفيد مصادر البورصة أن القيمة المتداولة لأسهم مجمع صيدال خلال سنة 2011 بلغت 15800515 دينار جزائري مع آخر سعر للإغلاق بقيمة 715 دينار جزائري للسهم و يعود ارتفاع سعر سهم صيدال إلي تطور الحالة المالية للمؤسسة و سياسة توزيع الأرباح التي تتزايد خلال السنوات الأخيرة بنسبة 6% إلى جانب الأثر الفعال للآفاق المسطرة برصد مشروع للاستثمار و التنمية في الصناعات الدوائية بقيمة 16.5 مليار دينار.من جانبه حقق فندق الاوراسي قيمة تداول في سنة 2011 بلغت 447445 دينار جزائري بسعر إغلاق 500 دينار جزائري للسهم و يتواصل سعر سهم الاوراسي في الارتفاع بفضل جملة عوامل منها مستوى الأرباح للنشاطات بأكثر من 10% خلال الثلاث سنوات الأخيرة و كذا جودة الخدمات الرفيعة التي تسمح بمراجعة للأسعار مما يرجع بأثر مباشر على رقم الأعمال، وأيضا بفضل انتماء ثلاث وحدات فندقة جديدة تقع بالجنوب لمؤسسة فندق الاوراسي مما يشجع على تنويع الفندقة الصحراوية.لكن بالمقابل يبقى سعر سهم مؤسسة الينـاس للتأمينات وهي من القطاع الخاص مستمرا على نفس القيمة المقدرة بـ 830 دينار جزائري مع تحقيق قيمة متداولة في نفس السنة بـ 141500890 دينار جزائري، و السبب حسب ذات الجهة يرجع إلي تطبيق إجراءات عقد السولة المبرم بين الوسيط المرافق و يتمثل في بنك القرض الشعبي الجزائري من جهة والشركة.و في مجال السندات فان سند دهلي عرف تطورا طفيفا فيما سجل سند سونلغاز الذي عرف ركودا في الأشهر الأولى من سنة 2011 و انتعاشا محسوس في أواخر السنة، و بالمناسبة يلاحظ أن البورصة سجلت وصول سندات إلي آجالها القانونية المحددة منها سند اتصالات الجزائر بلغ اجله في 17 اوكتوبر 2011.و الجدول الموالي يضح الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حاليا:

جدول رقم(22):الشركات المدرجة في بورصة الجزائر حاليا

الرمز	الاسم	نوع النشاط	الحصة	معدل الفائدة%	القيمة الاسمية
ALL	ALLIANCE ASSURANCES	ASSURANCE	Titre de Capital	/	200
AUR	EGH EL AURASSI	HOTELERIE	Titre de Capital	/	250
ROUI	NCA-ROUIBA	AGROALIMENTAIRE	Titre de Capital	/	100
SAI	SAIDAL	PHARMACEUTIQUE	Titre de Capital	/	250
SZ14	SONELGAZ	ELECTRICITÉ ET GAZ	Titre de Creance	6.5	/
DH16	Spa DAHLI	HOTELERIE	Titre de Creance	6.25	/

la source: www.sgbv.dz

3-2- بورصة الجزائر في آخر الترتيب العالمي[254]

تعد بورصة الجزائر التي تم إنشاؤها سنة 1997 أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا برأس مال لا يتعدى 13 مليار دينار جزائري أي أقل من 0.01 بالمائة من الناتج الداخلي الخام للبلادمن خلال 4 مؤسسات مدرجة فيها، وهو رقم ضئيل رغم السيولة النقدية الهائلة.فمنذ فترة طويلة تتشابه سوق الأسهم في الجزائر مع إقتصاد البلاد، من حيث كثرة القيود التنظيمية وضعف القدرات التنافسية و تراجع الأداء بالنسبة للإمكانيات الإقتصادية تعد بورصة الجزائر التي تم إنشاؤها سنة 1997 أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا برأس مال لا يتعدى 13 مليار دينار جزائري أي أقل من 0.01 بالمائة من الناتج الداخلي الخام للبلادمن خلال 4 مؤسسات مدرجة فيها، وهو رقم ضئيل رغم السيولة النقدية الهائلة.فمنذ فترة طويلة تتشابه سوق الأسهم في الجزائر مع إقتصاد البلاد، من حيث كثرة القيود التنظيمية وضعف

[254] محمد سيدمو، من الموقع الآتي:www.elkhabar.com/ar/economie/363542.htm

القدرات التنافسية و تراجع الأداء بالنسبة للإمكانيات الاقتصادية، حيث تتذيّل الجزائر الترتيب العالمي لمقياس كفاءة أسواق المال، الذي يندرج في إطار تقرير المنافسة الدولي، الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي لعامي 2013-2014، حيث تحتل المرتبة 143 من أصل 148 دولة شملها التقرير نظرا للغياب شبه التام للبورصة الجزائرية في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني. ويعتمد مقياس كفاءة أسواق المال، على ثماني محددات رئيسية في تقرير دافوس العالمي، حيث نالت الجزائر في المحدد الأول، توفر الخدمات المالية المرتبة 141 عالميا، وفي المحدد الثاني القدرة على تحمل تكاليف الخدمات المالية 144، وفي الثالث سهولة الحصول على القروض 86، وفي المحدد السابع تنظيم بورصات الأوراق المالية المرتبة 142. ونظرا للغياب شبه التام للبورصة الجزائرية في تمويل نشاطات الاقتصاد الوطني، إذ نجد أربع مؤسسات فقط مدرجة في البورصة الجزائرية هي مصبرات الجزائر الجديدة"رويبة" إلى جانب مؤسسة "الأوراسي" و مؤسسة "صيدال" و "أليانس" للتأمينات هذا ما يثبت النتائج الهزيلة لبورصة الجزائر التي قدرت قيمة التداولات فيها خلال 2013 بحوالي 100 مليون دينار جزائري فقط، وهو حجم ضئيل جدا إذا ما قارناه بالدول المجاورة من جهة وبالقدرات الاقتصادية للجزائر من جهة أخرى.

ويؤكد تقرير صندوق النقد العربي هذا الوضع في تقريره الخاص بالربع الثالث لسنة 2013، إذ يشير إلى أن مؤشرات الأسعار للبورصة واصلت أداءها الضعيف مسجلة انخفاضا بـ1.8 بالمائة، كما يشير إلى انخفاض القيمة السوقية في نفس الفترة مسجلة حوالي 122 مليون دولار. أما بالنسبة لنشاط التداول، فيقول التقرير إن قيمة الأسهم المتداولة لم تتعد 261.2 ألف دولار. وضع بعيد جدا عن ذلك الذي تعرفه البورصات العربية، حتى بورصة فلسطين التي بلغت قيمة الأسهم المتداولة بها في نفس الفترة 65.6 مليون دولار، فيما سجلت قيمتها السوقية ارتفاعا لتبلغ 2.8 مليار دولار !. وهذا مثال فقط من ضمن أمثلة أخرى كثيرة في المنطقة العربية وفي منطقة المتوسط، يوضح ضآلة نشاط بورصة الجزائر التي لايتعدى عدد الشركات المدرجة بها حاليا ستا، أربع منها على شكل أسهم وهي "صيدال" و«الاوراسي" و«أليانس للتأمينات" و«رويبة"، واثنتان عن طريق السندات وهي "سونلغاز" وشركة "دحلي".

وإذا كان دخول شركات خاصة للبورصة عاملا مشجعا، لأنها لم تعرف في بداياتها خلال التسعينيات سوى إدراج أسهم وسندات لمؤسسات عمومية، فإن الأمور لم تسر في الطريق الذي رسمه مسؤولوها، ليبقى الجمود هو سمتها الأولى والدائمة.

3-3- تعديلات على القانون العام لبورصة الجزائر[255]

تحاول بورصة الجزائر في الفترة الأخيرة، إحداث ديناميكية في عملها، عبر ملتقيات تحسيسية والمشاركة في أهم اللقاءات ذات العلاقة بالسوق المالية في بلادنا. ويسعى مسؤولوها من خلال ذلك إلى إقناع أكبر عدد ممكن من المؤسسات للجوء إلى هذه الآلية التمويلية التي لم تجد بعد صدى في وسط الأعمال، لتبقى بذلك هذه الهيئة في وضعية نادر حدوثها في بلدان أخرى، بالرغم من الأهمية التي تلعبها البورصة في كل الاقتصاديات.

ولإعادة بعث نشاط البورصة الجزائرية منح مجلس مساهمات الدولة خلال اجتماعه في 26 سبتمبر الماضي الضوء الأخضر لدخول 10 مؤسسات وطنية في البورصة كشركة"كوسيدار" و بنك "القرض الشعبي الجزائري"،"موبيليس" و شركة التأمينات "كار" و المؤسسة الوطنية للصناعات الكهرومنزلية "أونيام" و مؤسسات عمومية للإسمنت، في حين لم يتم تحديد النسبة المئوية لرأس مال كل مؤسسة ليتم تداوله و شروط الدخول إلى البورصة. و ينتظر أن تمنح الحكومة موافقتها في مرحلة ثانية لشركات وطنية أخرى لدخول البورصة كالخطوط الجوية الجزائرية، نفطال، البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية وهذا بهدف الوصول إلى إدخال

---

[255] من الانترنت حسب عدة مواقع تالية:

www.el-massa.com/ar/content/view/82440/41/

ww.ennaharonline.com/ar/algeria_news/185869.html

www.elkhabar.com/ar/economie/363542.htm

40 شركة عمومية في البورصة قبل نهاية 2015 و بالتالي ضخ ديناميكية جديدة و إضافية في بورصة الجزائر.

كما اعتمدت الحكومة أيضا مؤخرا ولدرء هذا التأخر، سياسة تحفيز الشركات الوطنية للانضمام إلى البورصة، بعد العزوف الذي تبديه مؤسسات القطاع الخاص، نظرا للتعقيدات الكبيرة التي يتطلبها ملف الانضمام، إلى جانب الذهنية المترسبة عند الكثير من رؤساء المؤسسات الذين يرفضون فتح رأسمال مؤسساتهم أمام رساميل المساهمين.

ومن بين المؤسسات التي ستنظم إلى مبنى شارع عميروش بالعاصمة، توجد المؤسسة الوطنية للصناعات الكهرومنزلية "أونيام" التي بدأت بتحضير ملف الدخول إلى بورصة الجزائر، على أن يستكمل مع بداية 2014، لتصبح بذلك خامس مؤسسة مدرجة في البورصة .وفي هذا السياق، قال أحمد فتوحي مدير مؤسسة أس بي جي انديليك التابعة لمؤسسة أونيام، أن هذه الأخيرة بدأت العمل منذ نهاية جوان الفارط، مع مسؤولي لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة، من أجل إتمام الإجراءات اللازمة لملف انضمام المؤسسة الوطنية إلى قائمة المؤسسات المدرجة في البورصة. وأوضح ذات المسؤول أن "أونيام" تقوم باستيفاء الشروط المطلوبة للانضمام إلى البورصة، خاصة فيما يتعلق بإتمام الالتزامات مع بنك معتمد من قبل البورصة من أجل إثبات الصحة المالية للمؤسسة، إلى جانب تعيين مكتب دراسات لتقييم الحالة الاقتصادية للمؤسسة، قصد الحصول على شهادة المطابقة "إيزو"، التي تثبت احترام المؤسسة للمعايير الدولية المطلوبة في مسار الإنتاج والسلعة النهائية. زيادة على ذلك و محاولة لتنشيط هذه الهيئة المالية، تم إدخال تعديلات على القانون العام للبورصة بغية استقطاب عدد أكبر من المتعاملين إليها، من أهمها إنشاء سوق خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، توفر بيئة ملائمة لتنميتها وتطويرها مع تخصيص شروط جد مرنة للقبول في هذه السوق، كما أوضحه مؤخرا السيد يزيد بن موهوب المدير العام لمؤسسة تسيير بورصة الجزائر، الذي أشرف مؤخرا على يوم إعلامي وتحسيسي بعنابة تحت عنوان "بورصة الجزائر: أداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، وقد أشار خلاله إلى أن ضم حوالي واحد بالمائة من هذه المؤسسات البالغ عددها حوالي 700 ألف مؤسسة ببورصة الجزائر يشكل "أحد الأهداف الإستراتيجية لهذه الهيئة المالية على المديين القريب والمتوسط".

أما التعديل الثاني فيخص إعادة النظر ومراجعة شروط القبول الخاصة بالسوق الرئيسية للشركات الكبيرة وتخص الرأسمال الأدنى الذي رفعت قيمته إلى 500 مليون دينار جزائري بدل 100 مليون دينار جزائري، فيما تم تقليص عدد المساهمين من 300 إلى 150.

وهذا بعض من جملة الإجراءات والامتيازات التي تضمنها قانون المالية لسنة 2014 لتشجيع انخراط المؤسسات بالبورصة، والتي بدأت أولى بوادرها تظهر في الإعلان عن انخراط ثماني مؤسسات كبرى من بينها سبع مؤسسات عمومية هي موبيليس وكوسيدار والقرض الشعبي الوطني وشركة التأمينات لاكار وثلاثة مصانع اسمنت –التي وافق مجلس مساهمات الدولة مؤخرا على إدراجها في البورصة- فضلا عن مؤسسة واحدة تابعة للقطاع الخاص ستنخرط هي الأخرى ببورصة الجزائر سنة 2014. وفيما يخص سوق السندات، فيشترط على المؤسسة الراغبة في إصدار قرض سندي أن تملك رأسمال لايقل عن 500 مليون مليون دينار جزائري وإصدار قيمة رسمية تقدر بـ500 مليون مليون دينار جزائري على الأقل، كما تم إنشاء سوق الكتل الخاص بالسندات العمومية لتحسين السيولة المتداولة في البورصة. وحسب السيد بن ميهوب، فإن إدراج الشركات الجديدة في البورصة خلال السنة الجارية سيكون بمثابة "قاطرة" للمؤسسات الأخرى في القطاعين العام والخاص. تضاف إليها مجموعة القوانين التي تم اقتراحها من أجل دفع وتيرة العمل تماشيا مع المعمول به على مستوى الأسواق المالية الدولية مع أخذ الخصوصيات الجزائرية بعين الاعتبار. في هذا الإطار، تسعى البورصة إلى إعادة تنظيم الوسطاء في عمليات البورصة وتوسيع نطاق تدخلهم واستحداث نشاطات أخرى استجابة للتطورات التي يشهدها الاقتصاد الوطني. وسيتم كذلك عصرنة وتحديث أنظمة التداول والإعلام لاسيما أنظمة مراقبة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ونظام التداول ونظام المؤتمن المركزي.

وهي الإجراءات التي يجوب المدير العام للبورصة عددا من ولايات الوطن من أجل شرحها للمتعاملين الاقتصاديين قصد إقناعهم باللجوء إلى هذه الهيئة كوسيلة لتمويل مشاريعهم بدل الوسائل الكلاسيكية كالقروض البنكية، ولسان حاله يقول لهؤلاء "كونوا أكثر جرأة.. وخوضوا المنافسة الحقيقية في السوق".

مقابل ذلك، فإنها ستستفيد من مضاعفة مصادر التمويل وحظ أوفر لعقد شراكات متعددة في مجال عملها وإعفاءات ضريبية وتخفيض في ضريبة الدخل كما جاء به قانون المالية لسنة 2014، فضلا عن التسويق لقيمة إضافية للمؤسسة.

ويطمح مسؤولو البورصة إلى استقطاب 40 مؤسسة خلال الخمس سنوات المقبلة بمعدل سبع إلى ثماني مؤسسات سنويا، باعتماد الإجراءات التحفيزية الجديدة بقيمة مرجوة تبلغ 10 ملايير دولار في ظرف خمس سنوات مقابل 207 ملايين دولار حاليا (14 مليار دينار جزائري). لكن الجميع يعترف بأنه حتى وإن تحقق هذا الهدف، فإن المستوى يبقى "غير كاف" بالنظر إلى واقع البورصات الجهوية ومنها تونس التي تبلغ قيمتها السوقية تسع ملايير دولار، والمغرب بـ60 مليار دولار!.

وإذا كان تطوير سوق البورصة يعد مصدرا لتمويل المؤسسات، فإنه بالمقابل طريقة لتوظيف مدخرات الأسر الجزائرية التي ارتفعت في السنوات الأخيرة، بطريقة يفضل الكثيرون إبقاءها في البنوك كسيولة بفائدة.

ورغم هذه المعطيات الجديدة، فإن المختصين يشككون في قدرة هذه الإجراءات على تحفيز الشركات لولوج باب بورصة الجزائر، بالنظر إلى المحيط الاقتصادي الراهن، وكذا لطغيان المؤسسات المصغرة التي توظف أقل من عشرة عمال على نسيج المؤسسات في الجزائر. كما لايجب إهمال عامل اعتماد الاقتصاد الجزائري على العائدات من المحروقات بشكل كلي في تمويل اقتصاده، مما يعني أن الاقتصاد الفعلي ليس منتجا أو معتمدا على المؤسسة الجزائرية ويتطلب الدخول إلى البورصة تكوين ملف مع وضع نشرية للمعلومات واقتناء قسيمة الدخول، ثم تقوم لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة، بدراسة ملف المؤسسة وإعطاء رأيها النهائي.

4-تقييم لبعض أهم مؤشرات المناخ المالي في الجزائر

لن نتجاهل حقيقة تغير السياسات الاقتصادية المنتهجة باستمرار التي تسعى لتحقيق التنمية الاقتصادية، هذه الأخيرة تعددت مفاهيمها وسبل الوصول إليها، من هذا المنطلق يهدف هذا المطلب إلى تحليل المناخ المالي في الاقتصاد الجزائري في العشرية الأخيرة بالتركيز على بعض المؤشرات الرئيسية التي تعكس التوازن الاقتصادي الكلي والتي تتمثل أساسا في معدل النمو في

الناتج الداخلي الخام الذي يعكس بدوره حجم السوق ومستوى تطوره، ومعدل التضخم ونسبة العجز في الموازنة العامة التي تعكس سياسة التوازن النقدي الداخلي، ومؤشر التوازن الخارجي التي تركز على وضعية ميزان المدفوعات دون تجاهل العلاقة الارتباطية الوثيقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدلات البطالة .

4-1-دراسة تقييمية لمناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر

إن الاستثمار الأجنبي المباشر يشكل أحد أهم رؤوس الأموال التي شهدت تطورا كبيرا نظرا للدور المهم و الحيوي الذي يلعبه في نقل التكنولوجيا و التقنيات الحديثة و المساهمة في تراكم رأس المال، و رفع كفاءة رأس المال البشري و تحسين المهارات و الخبرات و هذا ما أكدته نماذج النمو النيوكلاسيكية و نماذج النمو الداخلي من هذا المنطق اشتد التنافس بين الدول على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وذلك من خلال إزالة الحواجز و العراقيل التي تعيق طريقها، و منحها الحوافز و الضمانات التي تسهل قدومها و دخولها السوق المحلي، حيث قامت كل الدول النامية بوجه عام بسن تشريعات تمنح حوافز مغرية للمستثمرين الأجانب و تزيل كل القيود التي تقف في طريقهم .و الجزائر من بين الدول التي تحاول جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إليها و الظفر بمزاياه، وذلك من خلال إتباع سياسات اقتصادية مناسبة، و استخدامها للعديد من الحوافز و الامتيازات المالية و التمويلية لدفع و تطوير المناخ الاستثماري بها.

أ- التعجيل بالتغيير : تعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر هو المفتاح للتنمية الاقتصادية .

-الحاجة إلى التنمية الاقتصادية :

إن التنمية الاقتصادية كوسيلة للخروج من التخلف وكهدف تسعى الدول النامية لتحقيقه تتداخل مع عدة مفاهيم كالنمو، التطور والتطوير، التغير والتغيير والتحديث والإصلاح، لذا نرى ضرورة التمييز فيما بينها وأساس التمييز بين هذه المفاهيم هو :

مدى الإرادية أو التلقائية في حدوث الفعل، مدى العقلانية أو العشوائية في حدوثه، مدى إيجابية أو سلبية النتائج المترتبة. وعليه فإن مفاهيم التغيّر، النمو، التطور هي مفاهيم تلقائية ولكنها مختلفة في نتائجها، فالنمو قد يكون إيجابي وقد يكون سلبي إذا تم على أسس خاطئة ولا بد أن يكون بالزيادة الكمية في موضوع الحالة التي يقع عليها الفعل، أما التطور فنتائجه إيجابية بالضرورة، في

حين أن التغير هو تعبير عن حالة تحول تلقائية بكافة أشكالها ونتائجها. وإذا انتقلنا إلى التميز بين المفردات الأخرى نجد أن التغيير يعبر عن أية عملية تحول إرادية ومهما كانت عشوائية أو عقلانية ومهما كانت نتائجها إيجابية أو سلبية. أما المفاهيم الأخرى فتعبر عن عملية تحول إرادية واعية ذات نتائج إيجابية دائما، إلا أن الإصلاح يعبر عن ظاهرة جزئية تهدف إلى إعادة الموضوع إلى سيرته الأولى، أما التحديث فيكون بالنسبة للظواهر التي تكون موجودة أصلا إلا أن تقادمها أصبح يستوجب إعادة النظر فيها لجعلها أكثر معاصرة. أما التنمية والتطوير فقد درج العمل على ترادفهما إذ يعبران عن عملية كلية وشاملة تهدف إلى تحقيق إنشاءات وعمليات جديدة[256].

ولقد وردت تعاريف عديدة للتنمية نذكر منها :

- التنمية هي ظاهرة أصيلة وإن بدأ الاهتمام بها بعد الحرب العالمية الثانية كما أنها ظاهرة كلية تتم بصورة واعية وسريعة لتضمن الدول النامية لنفسها مكانة رائدة[257].

- التنمية هي عملية متعددة الأبعاد التي تتضمن إجراء تغييرات جذرية في الهياكل الاجتماعية والسلوكية والثقافية والنظم السياسية والإدارية جنبا إلى جنب مع زيادة معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق العدالة في توزيع الدخل القومي واستئصال جذور الفقر المطلق في مجتمع ما، أي أنها عملية خفض أو القضاء على الفقر، سوء توزيع الدخل، البطالة، بعد أن كانت تعني النمو الاقتصادي [258].

- تمويل التنمية الاقتصادية:

يرى بعض الاقتصاديين أن أهم عقبة تعوق عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية هي افتقارها إلى الموارد الحقيقية اللازمة لتكوين رؤوس الأموال بسبب القوى الدائرية المفرغة والتي تشمل الطلب على رأس المال (الاستثمار) والذي يتحدد أساسا بالحافز على الاستثمار وسعة السوق وعرض رأس المال والذي تحكمه الرغبة والمقدرة على الادخار وطالما أن الدخول منخفضة نظرا لانخفاض القدرة على الإنتاج فإن القدرة على الادخار منخفضة كذلك . لذا فإن التنمية الاقتصادية تستدعي أولا

---

[256] عبد المعطي محمد عساف، **إدارة التنمية**، دراسة تحليلية مقارنة، الكويت، 1988، ص ص13-15.

[257] المرجع نفسه، ص23.

[258] رمزي علي إبراهيم سلامة، **اقتصاديات التنمية**، جامعة الإسكندرية، 1991، ص109.

كسر هذه الدائرة، بمعنى إيجاد كافة السبل لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لهذه التنمية والتي توجه إلى :

تحسين وزيادة رأس المال الاجتماعي، تحسين نوعية عنصر العمل بالتعليم والتدريب والخبرة، إعادة تخصيص الموارد وذلك بالتحول من استخدامات تتسم بانخفاض الإنتاجية إلى استخدامات تتسم بارتفاعها بما في ذلك استخدام موارد جديدة لم تكن مستغلة من قبل، اقتصاديات الحجم وما يترتب عليها من وفرات، تحسين طرق الإنتاج باستخدام التكنولوجيات الحديثة .

وكما هو معروف فإن الدول النامية تحصل على حاجتها من الأموال من مصدرين رئيسيين هما: الموارد المحلية والموارد الأجنبية.حيث يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر من أهم أشكال هذه الأخيرة، نظرا للقصور للموارد المحلية لتحقيق التنمية. وعموما ينقسم الاستثمار الأجنبي إلى نوعين:

الاستثمار الأجنبي غير المباشر: أي الاستثمار المحفظي والذي يتم من خلال الاستثمار في أسهم وسندات الشركات خارج الحدود الوطنية، فالمستثمر هنا لا يتحكم في الإدارة، وبالتالي تتراءى لنا محدودية هذا النوع في المساهمة في تنمية الدول النامية نظرا لافتقارها لسوق مالي متطور.

الاستثمار الأجنبي المباشر : وهو الذي ينطوي على التملك الجزئي أو المطلق لمشروع الاستثمار من الطرف الأجنبي وبعبارة أخرى فهو موجودات الشركة الأم في الدول المضيفة وعموما فان الاستثمار المحلي والأجنبي على السواء يعتمد على وجود مناخ استثمار إيجابي .

ب- تقرير الاستثمار العالمي2012: الاقتصاديات النامية والانتقالية الأكثر استحواذا على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر

جاء في تقرير الاستثمار العالمي لسنة 2012 حول " نحو جيل جديد من سياسات الاستثمار" الذي أصدره مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية "الأونكتاد" أنه من المتوقع أن يزداد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر على المدى المتوسط ليصل إلى 1.8 تريليون دولار أمريكي في سنة 2013 و1.9 تريليون دولار أمريكي في سنة 2014 إذا ما لم تحدث أي صدمات اقتصادية كما جاء في التقرير.حيث استحوذت الاقتصاديات النامية على نسبة 45 % من جملة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في سنة 2011 وسجلت تدفقاتهم رقما مرتفعا إذ ارتفع بنسبة 11 % ليصل إلى 684 مليار دولار أمريكي في حين استحوذت الاقتصاديات التي تشهد عمليات الانتقال الديمقراطي على 6 % لتصل سنة 2011 إلى 25 %. ويعود ارتفاع تدفقات الاستثمار في الاقتصاديات النامية حسب التقرير إلى زيادة تدفقات لآسيا ونموها في أمريكا اللاتينية والكاريبي

والاقتصاديات الانتقالية. ويتوقع التقرير أن يستمر الاستثمار الأجنبي المباشر في الارتفاع في الاقتصاديات الانتقالية والنامية ليصل إلى 720 مليار دولار أمريكي و100 مليار دولار في السنة الحالية وتزداد لتبلغ بين 760 و930 مليار دولار في الدول النامية وما بين 110 و150 مليار في الاقتصاديات الانتقالية في بداية سنة 2014.في حين بلغ حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان النامية 1.24 تريليون دولار أي بنسبة 25 % في سنة 2011 وقد ساهمت دول الاتحاد الأوروبي وأمريكا الشمالية واليابان في هذا الارتفاع. إذ قامت الولايات المتحدّة الأمريكية بإعادة استثمار عائداتها التي زادت من حيازات النقدية الأجنبية للشركات عبر الوطنية، كما أثرت عمليات الاحتياز والاندماج عبر الحدود على زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من الاتحاد الأوروبي، إضافة إلى أن ارتفاع قيمة الين حسّن من القوة الشرائية للشركات اليابانية عبر الوطنية وهو ما نتج عنه مضاعفة تدفقاتها الخارجة من الاستثمار الأجنبي المباشر مع ارتفاع صافي عمليات شراء الاحتياز والاندماجات في أمريكا الشمالية. ويذكر أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في سنة 2011 ارتفعت بنسبة 16 % برغم استمرار تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو. بينما سجلت تدفقات الاستثمار إلى إفريقيا انخفاضا في سنة 2011 حيث بقيت أفقر الدول تعاني من الركود في الاستثمار الأجنبي المباشر لتتراجع تدفقات الاستثمار إلى نسبة 11 % لتصل إلى 15 مليار دولار أمريكي[259] و السبب هو الثورات الحاصلة أثرت على اقتصادياتها و عوامل الأخرى. و سنركز الان على الاقتصاد الجزائري و تدفق الاستثمارات الأجنبية إليه كأحد البلدان العربية التي برزت في التعاملات الاقتصادية في الفترة الأخيرة دون أن نتجاهل اعتبار الجزائر منذ الاستقلال والى غاية الثمانينات من القرن العشرين الاستثمار الأجنبي المباشر كنوع من أنواع التدخل من طرف الأجانب في الشؤون الداخلية للبلاد والمساس بالسيادة الوطنية خاصة بعد انتهاج الجزائر للنهج الاشتراكي .إلا أن عقد الثمانينات استطاع أن يغير تماما من تلك النظرة بعد التحول الذي عرفه الاقتصاد الوطني من اقتصاد موجه إلى اقتصاد لا مركزي، مما ساعد على ظهور تشريعات جديدة مشجعة للاستثمار وهذا في شكل وحيد وهو الشركات المختلط، ثم من التسعينات إلى غاية اليوم تمت عدة محاولات لإصلاح النظام الاقتصادي الجزائري قصد قبول الاستثمارات الأجنبية في شكل كامل.

---

[259] *unctad.Org / World Investement Report 2012.*

"تتميز الجزائر بعدة مزايا طبيعية، فهي ذات مساحة قدرها 2.381.741 كلم مربع تقع في وسط المغرب في الشمال الغربي من القارة الإفريقية يحدها شمالا البحر الأبيض المتوسط ، وتمتد جنوبا حتى أعماق الصحراء التي تملك منها الجزائر أكثر من 2.000.000 كلم مربع ، وهي ذات سواحل بحرية تمتد على 1200 كلم" [260]، وبفضل الثروات الطبيعية الهائلة والإمكانيات السياحية الضخمة التي تملكها الجزائر ، فهي تشكل منطقة جلب طبيعية للاستثمار الأجنبي المباشر ، غير أن السياسات الاقتصادية وتسيير هذه الموارد لم يكن كافيا للوصول إلى إطار اقتصادي فعال، مما جعل الجزائر تتخبط في مشاكل عديدة وهذا ما أدى بها إلى فتح المجال أمام الاستثمار الأجنبي المباشر [261]كما يمكن اعتبار أن قانون الاستثمار لسنة 1993 شكل نقطة تحول أساسية في مسيرة انفتاح الاقتصاد الجزائري، حيث تضمن هذا القانون مجموعة من الحوافز والإعفاءات الجبائية الضريبية والجمركية التي تجعل المستثمر الأجنبي يميل للاستثمار في الجزائر بسبب الحماية والحرية التي قدمها له هذا القانون[262]كما أكدت الحكومة الجزائرية على عزمها لتشجيع الاستثمارات وحمايته لتمكنه من المشاركة في بناء وتطوير ونمو الاقتصاد الوطني ، وهذا من خلال الضمانات الممنوحة المذكورة والمنصوص عليها قانونا ، وكذا من خلال اتفاقيات مبرمة بين الجزائر والدول على مستوى ثنائي ومتعدد الأطراف باللجوء إلى التحكيم الدولي. إن عزم الجزائر على جلب المستثمرين الأجانب للمساعدة في تنمية الاقتصاد الوطني جاء من خلال النصوص القانونية التي ذكرت في كل من قانون النقد والقرض رقم (90-10) والمرسوم التشريعي رقم (93-12) المتعلق بترقية الاستثمار.

ج- **الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر من 1996 حتى 2011**

---

[260] أحمد هني، **المستقلة الجزائر اقتصاد** ، الطبعة الثانية، المطبوعات ديوان الجزائر، الجامعية، 1993.5ص ،

[261] علي حفيظ فاطمة همال، **متوسطية، الأورو الشراكة اتفاق ظل في الجزائر في المباشر الأجنبي الاستثمار آفاق** ، مجلة الاقتصاد والمناجمانت ، الجزائر ، العدد 04 ، مارس 2005.391ص ،

[262] عبدالمجيد أونيس، **المتوسطة، و الصغيرة المؤسسات في الأجنبي الاستثمار** الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الجزائر، 2006 .255ص ،

إن الاستثمار الأجنبي المباشر هو صافي تدفقات الاستثمار الوافدة للحصول على حصة دائمة في الإدارة (نسبة 10 % أو أكثر من الأسهم المتمتعة بحقوق التصويت) في مؤسسة عاملة في اقتصاد غير اقتصاد المستثمر. وهو عبارة عن مجموع رأس مال حقوق الملكية والعائدات المعاد استثمارها وغير ذلك من رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير الأجل، كما هو مبين في ميزان المدفوعات. و الجدول الموالي يوضح صافي التدفقات (صافي تدفقات الاستثمارات الجديدة مخصوماً منها الاستثمارات التي يتم سحبها) في البلد المعني من المستثمرين الأجانب في الجزائر والبيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي[263] باعتبارها بلد يمتلك المؤهلات و العناصر التنافسية لجذب الاستثمارات، خاصة الإطار التشريعي والتنظيمي والإداري ،وكذلك قانون الاستثمار، زيادة على القدرات الذاتية للبلاد .

جدول رقم (23) : الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة في الجزائر من 1996-2011

السنة	1993	1994	1995	1996	1997
القيمة	/	/	/	270,000,000	260,000,000
السنة	1998	1999	2000	2001	2002
القيمة	606,600,000	291,600,000	280,100,000	1,107,900,000	1,065,000,000
السنة	2003	2004	2005	2006	2007
القيمة	633,700,000	881,900,000	1,156,000,000	1,841,000,000	1,834,000,000
السنة	2008	2009	2010	2011	2012
القيمة	2,675,000,000	3,053,000,000	2,331,000,000	2.720.539.623	/

المصدر:حافظة أسهم رأس المال، صافي التدفقات الوافدة:

http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD

[263] : حافظة أسهم رأس المال، **صافي التدفقات الوافدة**

http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD

نلاحظ من الجدول أعلاه أن مستويات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر عموما ظل منخفضا، إذ بلغ أقصى قيمة له سنة 2009 بقيمة 3,053,000,000، ثم أنخفض في سنة 2010 وبدأ يرتفع من جديد في 2011 لكن بأقل من 2009 .

***التدفقات الداخلة و مخزون IDE في الجزائر في**[264] 2011

- التدفقات الداخلة: زيادة متواضعة في سياق إقليمي متباين

تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر في زيادة قدرها 14٪ بين عامي 2010 و 2011، من 2.26 مليار دولار أمريكي إلى 2.57 مليار دولار أمريكي، في حين انخفض بـ 58 ٪ في منطقة (شمال أفريقيا - مصر) بسبب السياقات السياسية الصعبة. كما انخفض الاستثمار الأجنبي المباشر في تونس بنسبة 25٪ في حين المستثمرين الأجانب تحول اتجاههم للجزائر في عام 2011، واستولت على 41.2٪ من إجمالي الاستثمار الإقليمي مقابل (40.4٪ في المغرب و 18.3٪ في تونس).

جدول رقم (24): تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لبلدان شمال إفريقيا

Evolution des flux d'IDE à destination des pays d'Afrique du Nord (MUSD, 2006-2011)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Algérie	1795	1662	2594	2746	2264	2571
Maroc	2449	2805	2487	1952	1574	2519
Tunisie	3308	1616	2759	1688	1513	1143
Libye	2064	3850	3180	3310	1909	n.d
Egypte	10043	11578	9495	6712	6386	-483
Total	19659	21511	20515	16408	13646	5750

Source : CNUCED

La source : Les investissements directs étrangers en Algérie en 2011

https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378778

[264] Les investissements directs étrangers en Algérie en 2011

https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378778

في سلم الاستثمارات، تحتل الجزائر المرتبة الخامسة، خلف نيجيريا (8.9 مليار دولار أمريكي)، وجنوب أفريقيا (5.8 مليار دولار أمريكي، غانا (3.2 مليار دولار أمريكي) والكونغو (2.9 مليار دولار أمريكي).

* **أرصدة الاستثمار الأجنبي المباشر**: زيادة طفيفة في الجزائر بالنسبة من الإجمالي الإقليمي لكن نسبة الرصيد من الاستثمار الأجنبي المباشر / الناتج المحلي الإجمالي لا تزال ضعيفة، حيث ارتفع رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر من USD 21800000000 في عام 2011. بزيادة 12٪ مقارنة بعام 2010، حيث مثل بـ 11٪ من الناتج المحلي الإجمالي (مقابل 47٪ في المغرب و 68٪ في تونس). حصة الجزائر من المجموع الإقليمي في (شمال أفريقيا - مصر) يرتفع حاليا إلي 11.6٪ مقابل 10.5٪ العام الماضي. ولعدم وجود بيانات متاحة بدقة لمخزون الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر عموما هي 50٪ متوجهة لقطاع النفط والغاز.

جدول رقم (25) : تطور مخزون الاستثمار الأجنبي المباشر لبلدان شمال إفريقيا

Evolution du stock d'IDE dans les pays d'Afrique du Nord (MUSD, 2006-2011)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Part dans le total régional en 2011
Algérie	10 190	11 852	14 446	17 206	19 498	21781	11,6%
Maroc	29 939	38 613	39 388	40 719	42 023	46300	24,6%
Tunisie	21 832	26 193	28 700	31 458	31 367	31414	16,7%
Libye	4 034	8 723	12 834	15 508	19 342	16334	8,7%
Egypte	38 925	50 503	59 998	66 709	73 095	72612	38,5%
Total	104 920	135 885	155 365	171 601	185 324	188 441	100,0%

Source : CNUCED

La source : Les investissements directs étrangers en Algérie en 2011

https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378778

***الاستثمار المباشر الثنائي**[265] (65)**(من الانترنت)**

الاستثمار المباشر الفرنسي في الجزائر عرف انخفاض طفيف في عام 2011 على الرغم من الاتجاه التصاعدي الملاحظ في الآونة الأخيرة. حسب بيانات البنك الفرنسي تراجعت الاستثمارات الفرنسية المباشرة في الجزائر خط الطول s بـ 14.5٪ بين 2010و 2011، من 214 إلى 183

[265] https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378778

مليون€. خلال السنة المالية 2011، تركز الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 90٪في الجزائر في ستة قطاعات :

(45٪) في التعدين والبترول، (12٪) في الصناعات الدوائية، (11٪) في أنشطة الهندسة و(10)٪الهندسة المعمارية ، الصناعات الغذائية (6٪) والسيارات (6٪).

الشكل رقم (25): توزيع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الفرنسي في الجزائر في 2011

.La source : Les investissements directs étrangers en Algérie en 2011

http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378369

في نهاية عام 2011، مخزون الاستثمار الأجنبي المباشر الفرنسي قدر بـ 1850000000 € بزيادة قدرها 7.4٪ مقارنة بعام 2010. وتألفت أساسا من الاستثمار في الأنشطة المالية (42٪)، الصناعات الاستخراجية و النفط (10.7٪)، في الصناعة المعمارية والهندسية (10.3٪) ، صناعة المستحضرات الصيدلانية (10٪)، صناعة المواد الغذائية (5.6٪)، والسيارات (5٪). 450 شركة ورجال الأعمال العاملة في الجزائر وظفت ما يقرب من 40000 موظف (توليد أكثر من 100000 فرصة عمل غير مباشرة) .كما استفيد من جهود كبيرة لنشر عملية التدريب لليد العاملة (300000 يوم عمل قدمت في المتوسط سنويا) ونقل التكنولوجيا.

جدول رقم (26) : تطور مخزون الاستثمار الأجنبي المباشر الفرنسي لبلدان شمال إفريقيا

Evolution du stock d'IDE français dans les pays d'Afrique du Nord (M€, 2005-2011)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Part dans le total régional en 2011
Algérie	303	480	790	1 045	1 472	1 721	1 848	11,8%
Egypte	736	790	1 212	2 060	4 102	4 377	3 936	25,0%
Libye	332	592	641	938	816	994	891	5,7%
Maroc	4 905	5 807	6 674	7 470	7 737	8 288	8 307	52,8%
Tunisie	301	541	371	710	689	772	741	4,7%
Total	6 577	8 210	9 688	12 223	14 816	16 152	15 723	100,0%

Source : Banque de France

La source : Les investissements directs étrangers en Algérie en 2011

https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378778

4-2-تقييم لأثر مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر من 1990 حتى 2012 على بعض المؤشرات الاقتصادية

من أجل تحليل مناخ الاستثمار في الجزائر نركز على بعض المؤشرات الرئيسية التي تعكس التوازن الاقتصادي الكلي والتي تتمثل أساسا في معدل النمو في الناتج الداخلي الخام والذي يعكس بدوره حجم السوق ومستوى تطوره ، ومعدل التضخم ونسبة العجز في الموازنة العامة التي تعكس سياسة التوازن النقدي الداخلي، ومؤشر التوازن الخارجي الذي يركز على وضعية ميزان المدفوعات[266] و مؤشرات أخرى.

أ-مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية

يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، من خلال عدة مؤشرات على مستوى الاقتصاد القومي، و الجدول التالي يوضح مدى مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية في الجزائر، في شكل نسب مئوية من الناتج الداخلي الخام في الفترة 1990-2010.

[266] بن ناجي حسين، **تحليل الاستثمار في الجزائر**، مجلة تقييم و مناخ العلوم الإنسانية، العدد31، 2009، ص64.

جدول رقم (27) : مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية في الفترة (1990-2010) .

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
النسب (%)	2.2	0.06	/	/	/	3.5	0.58	0.54	1.26	0.6	0.8
السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
النسب (%)	2.17	1.87	9.6	1.03	1.05	6.6	8.8	8.5	12.3	1.5	

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على المراجع التالية :

- Rapport du FMI n° 11/39 : Le Conseil d'administration du FMI conclut les consultations autitre de l'article IV 2010 avec l'Algérie, Mars 2011, P(05). http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/scr/2011/cr1139f.pdf
- UNCTAD, world Investment Report 2004.
- UNCTAD, world Investment Report 2007.

من الجدول أعلاه يتضح أن مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية بلغت سنة 1991 نسبة 0.29 %و بدأت هده النسبة في الارتفاع مند 1996 حتى وصلت في أحسن الأحوال إلى 3.814% سنة 2003 بعد ما كانت 2.137% سنة 2001.

و عليه يمكن القول بان مشاركة الاستثمار الأجنبي في تنمية الاقتصاد الجزائري تبقى ضعيفة جدا خلال الفترة (1990-1995) غير أنها بدأت في سنة 1996 المشاركة في التنمية الاقتصادية شيئا فشيئا.

ب-الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدلات البطالة في الجزائر

والجدول التالي يوضح تطور معدل البطالة في الجزائر من1990 إلى 2008، كمايلي:

الجدول رقم(28):الاستثمار الأجنبي المباشر ومعدلات البطالة في الجزائر(1990-2010)

الوحدة (%)

السنوات	الاستثمار الأجنبي المباشر	مستويات البطالة
1990	02.2	19.7
1991	0.06	21.1
1992	/	23.8
1993	/	23.15
1994	/	24.4
1995	O3.5	28.1
1996	00.58	27.98
1997	00.54	26.41
1998	01.26	28.02
1999	00.6	28.89
2000	00.8	29.77
2001	02.17	27.3
2002	01.87	25.9
2003	09.6	23.7
2004	1.03	17.7
2005	1.05	15.3
2006	06.6	12.3
2007	08.8	13.8
2008	08.5	11.8
2009	12.3	10.2
2010	01.5	12.3

المصدر: بن عيشي عمار، بن ابراهيم الغالي، **واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في تقليص مستويات البطالة في الجزائر** من الموقع:.*iefpedia.com/*

نلاحظ من الجدول أعلاه الانخفاض المستمر لنسبة البطالة بصفة عامة من 19.7 سنة 1990 إلى 12.3 سنة 2010 ،و هذا ناتج عن الجهود التي تبذلها الدولة في توفير مناصب الشغل للعاطلين في جميع القطاعات لكل فرد قادر على العمل ويرغب فيه، لكن تخللتها ارتفاعات فادحة في بعض السنوات، خاصة في الفترة 1991 إلى 2001 .

4-3- الوضع الاقتصادي للجزائر في السنوات الأخيرة[267]

أ- إمكانات كبيرة ونمو ضئيل- حجم السوق -

مع معدل النمو الذي يتوقع أن يصل إلى 2.5٪ في عام 2012، سجل الاقتصاد الجزائري أداء فعال مقارنة بالسنوات السابقة (2.40٪ في 2011)، ومع ذلك لا تزال الأساسيات هشة للاقتصاد الجزائري. وهكذا في عام 2012، هو قطاع النفط شكل نحو ثلث الناتج المحلي الإجمالي (مقابل أقل من 5٪ للصناعة)، في حين أن نمو القطاع غير النفطي يعزى بـ (+5.3٪) من الإنفاق العام.

الاقتصاد الجزائري لا يزال يعتمد على الطاقة بدرجة كبيرة بالإضافة إلى مساهمتها المباشرة في تشكيل الناتج المحلي الإجمالي، حيث يمثل قطاع النفط 98٪ من عائدات التصدير و 70٪ من الموازنة العامة للدولة .

في ظل هذه الظروف، فإن أهم المخاطر على المدى القصير بالنسبة للاقتصاد الجزائري في الانخفاض المتواصل في أسعار النفط. على المدى القصير، فإن الاحتمالات التي حددها صندوق النقد الدولي لا تزال مواتية مع كل نفس احتمالات تحقق معدل نمو يقدر بـ 3.4٪ في2013 و(5.20٪ خارج قطاع النفط).

الشكل رقم (26): التوزيع القطاعي لـ PIB في 2012 و منحني التوزيع القطاعي من 2002 حتى 2012 مع توقعات 2013

Source : FMI, (*) projections

Source : Ministère des Finances algérien

La source : **Situation économique de l'Algérie à fin 2012 et perspectives 2013**

http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378369

---

[267] Situation économique de l'Algérie à fin 2012 et perspectives 2013

http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378369

ب- دفع قوي للتضخم في عام 2012، ضرورة أن يتباطأ في عام 2013- سياسة التوازن النقدي الداخلي-

يظهر التحكم نسبيا في التضخم حتى منتصف عام 2011 (4.5+٪ في نهاية 2011)، سجلت هذه الزيادة الحساسة من تحت التأثير المشترك لزيادة الأجور الممنوحة في عام 2011 والتوترات على أسعار بعض المنتجات الغذائية و حسب صندوق النقد الدولي عند مراجعة تقديراته التصاعدية للتضخم لعام 2012 (8.4٪ مقابل 5.4٪ كان مقررا في الأصل)، يرى ضرورة خفض معدل التضخم إلى 5٪ في عام 2012. الذي ساهم فيه ارتفاع الأسعار لبعض المواد الغذائية الضرورية في 2011 (الخبز والزيت والسكر والماء والغاز والكهرباء والوقود...).

الشكل رقم (27): المتوسط السنوي لمعدل التضخم من 2002 حتى 2012 مع توقعات 2013

La source : Situation économique de l'Algérie à fin 2012 et perspectives 2013

http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378369

ج- حسابات خارجية فائضة و احتياطي النقد الأجنبي لا يزال مريح- التوازن الخارجي-

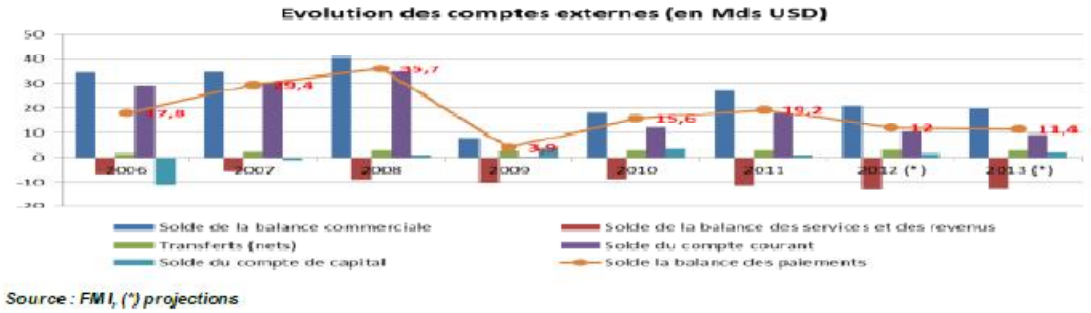
نمت الصادرات الجزائرية بقوة في عام 2011 (+29٪ إلى 73.4 مليار دولار أمريكي)نتيجة الاستفادة من أسعار النفط المرتفعة، التي مكنت البلد من تحقيق فائض تجاري كبير (26.9 مليار دولار أمريكي). على الرغم من عجز الحساب الرأسمالي الذي يتألف بشكل حصري تقريبا من الاستثمار الأجنبي المباشر ولكن على مستوى منخفض (2.57 مليار دولار أمريكي في عام 2011 وفقا لـ (CNUCED، أو 1.3٪ من الناتج المحلي الإجمالي)، سجل ميزان المدفوعات

الجزائري رصيد ايجابي إلى حد كبير في عام 2011 (19.2 مليار دولار أمريكي). وفقا لتوقعات صندوق النقد الدولي، يمكن أن ينحرف هذا الاتجاه في السنوات القادمة نتيجة للضغط المتوقع للنفط و انخفاض الحساب الجاري إلى 8.2٪ من الناتج المحلي الإجمالي في 2012 (و7.1٪ في 2013)، مقابل 9.5٪ في عام 2012.

خلال الأشهر الـ 10 الأولى من عام 2012، بلغت قيمة الصادرات الجزائرية إلى 61.6 مليار دولار (+5.7٪ مقارنة مع نفس فترة في عام 2011)، بينما في الوقت نفسه انخفضت واردات 3.6٪ إلى 38.4 مليار دولار أمريكي، مما يسمح لتوحيد فائض التجارة إلى 23.2 مليار دولار أمريكي.

في 30 يونيو 2012، وصلت احتياطيات النقد الأجنبي USD 186000000000، أي ما يعادل أكثر من ثلاث سنوات من الواردات وعلى هذا الثراء القوي، عمدت السلطات الجزائرية مواصلة سياستها المتمثلة في تخفيض الديون مع انخفاض إجمالي الدين الخارجي إلى 4.8 مليار دولار أمريكي في عام 2012، ويشكل الآن فقط 2.3٪ من الناتج المحلي الإجمالي (2.2٪ في 2013).

الشكل رقم (28): تطور الحسابات الخارجية



Source : FMI, (*) projections

La source : Situation économique de l'Algérie à fin 2012 et perspectives 2013

http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378369

د- المالية العامة الضعيفة: نهاية مرحلة الميزانية التوسعية في السنوات الأخيرة- سياسة التوازن النقدي الداخلي-

عام 2011 تميز بزيادة حادة في نفقات التشغيل وتعزيز الدعم للسلع حيث شهد الإنفاق العام في 2012 انخفاض بنسبة 10٪ لتصل إلى 100 مليار دولار أمريكي لصالح النفقات الرأسمالية (29٪ في38000000000 USD)، في حين واصلت النفقات الجارية زيادة طفيفة (7.4٪ إلى 62 مليار دولار أمريكي).

الشكل رقم (29): تطور المالية العامة من 2002 حتى 2012 مع توقعات 2013

FMI et OPEP, (*) projections

La source : Situation économique de l'Algérie à fin 2012 et perspectives 2013

http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378369

وفقا لتقديرات صندوق النقد الدولي، يغلق العجز للسنة المالية 2012 بحوالي 3.7٪ من الناتج المحلي الإجمالي. و معدل تغطية النفقات التشغيلية بنسبة الضرائب العادية يكافح لتصل إلى 50٪، و نمو الإنفاق العام يبدو اقل ويمكن الدفاع عنه إذا تراجعت أسعار النفط لفترة طويلة. وهكذا فإن قانون المالية 2013 ينص على استمرار الحد من النفقات الرأسمالية (-9.7٪ الى33 USD مليار دولار) مع انكماش كبير في مصروفات التشغيل (-5.9٪ إلى 57 مليار دولار أمريكي). أفضل تعبئة بزيادة إيرادات الضرائب خارج قطاع المحروقات يبدو لا مفر منه على المدى المتوسط و الشكل اعلاه يوضح ذلك.

خاتمة الفصل

أصبحت الأزمات هي السمة المميزة لاقتصاديات العالم، وتعتبر أزمة الرهن العقاري 2007-2008 من أعنف الأزمات المالية، حيث ساهم في نشوبها العديد من الأعوان والعوامل مثل تصريحات محافظ البنك المركزي الأمريكي، مساهمة سوق العقارات الأمريكية، السماسرة، وكالات التصنيف الائتماني والبنوك. وقد **تكبدت** أكبر مؤسسات المال والأعمال الأمريكية والأوروبية **خسائر** ضخمة، ترتب عنها **تراجع** في مؤشرات معظم البورصات المتقدمة (الأوروبية) منها والعربية، غير أن السبب في هذا التراجع يختلف فإذا كان السبب الرئيسي لتراجع البورصات المتقدمة هو الخسائر المحققة من قبل المؤسسات المدرجة فيها جراء **اقتناءها للأصول المسمومة**، نجد أن تراجع البورصات العربية يعود إلى **سلوك القطيع** وتخوف المستثمرين المحليين، الأمر الذي تطلب تدخل الدولة من خلال تخفيض معدلات الفائدة، ضمان الديون والودائع وتوفير السيولة عن طريق تدخل صناديق الثروة السيادية.أما فيما يخص اقتصادنا الجزائري فقد أظهرت الدراسة أن ضعف الاقتصاد الجزائري ذات طبيعة هيكلية، النمو الاقتصادي لا يزال يشكل ظاهرة خارجية منذ اعتماده في الأساس على قطاع النفط الذي يتحسس بسرعة معروفة للصدمات الخارجية. فعدم وجود علاقة بين النظام الجزائري المالي والنظام العالمي هذا لا يحمي القطاع الحقيقي من التعرض للصدمات السلبية الناجمة عن الأزمة المالية. فانتقال العدوى ناتجة من أسعار النفط، ميزانية الدولة، الاستثمار العام والنمو الاقتصادي. هذا الاستخدام المتكرر للمواد الهيدروكربونية والمتغير الرئيسي للإصلاح يعني فشل الحكومة لإنتاج متغيرات أخرى في الإصلاحات للاقتصاد الوطني التي من شأنها الحد من التعرض للصدمات الخارجية.

الفصل الخامس

مخاطر الأسواق المالية

المعولمة: طرق العلاج

الفصل الخامس

مخاطر الأسواق المالية المعولمة: طرق العلاج.

مقدمة الفصل:

من خلال ما سبق ذكره بدا جليا أن الاقتصاد العالمي عرف العديد من الأزمات المالية و البنكية وغيرها، كما اتضح أن مرحلة عولمة أسواق المال هي الحقبة التي عرفت العديد من الأزمات بدءا من 1960 حتى أزمة 2008 التي اعتبرت واحدة من أصعب الأزمات في التاريخ الحديث و أكثرها حدة منذ أزمة الكساد الكبير في الثلاثينات من القرن الماضي . ولم تقتصر تداعياتها على الأسواق المالية و البنكية فحسب بل امتدت حتى إلى الجانب الحقيقي من الاقتصاد و كانت لها انعكاسات بالغة الخطورة على مختلف الاقتصاديات مما استوجب على الحكومات بدرجة من الدقة للبحث عن طريقة وآلية مثلى لمواجهتها للقضاء على هشاشة النظام المالي الذي اتسمت به المالية الدولية المعاصرة، من هنا تظهر ضرورة وضع نصوص تنظيمية و حملات وقائية للتخفيض من حدة هذه الأزمات فظهرت العديد من الاستراتيجيات و الآليات للحد من الأزمات المالية .

لذلك سوف ينطوي هذا الفصل على ثلاثة مباحث متكاملة تأتي فيمايلي:

I – نظم الإنذار المبكر و التنبؤ بالأزمات المالية.

II-مبادئ الحوكمة (الإفصاح والشفافية) كسبيل لتحقيق الاستقرار المالي.

III-المنهج الإسلامي كمفتاح للحد من الأزمات المالية.

I – نظم الإنذار المبكر و التنبؤ بالأزمات المالية.

هناك العديد من الاستراتيجيات التي تسعى للحد من عدد الأزمات المالية منها، العمل على تقليص الهشاشة المالية و بالتالي الوقاية من الأزمات و الأخرى تتمثل في العلاج الأسرع عندما لا يكون بالإمكان تفادي تلك الأزمات، و النموذج الأمثل هو الوقاية من الأزمات من خلال التقدير الدقيق للمخاطر بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي تقف وراء حدوث الأزمات المالية محاولة لوضع نظم للإنذار المبكر من شانها إصدار إشارات بحدوث الاضطرابات المالية.

1- نظم الإنذار المبكربين المفهوم و العوامل المفسرة

1-1 -مفهوم نظام الإنذار المبكر

يمكن تعريف نظام الإنذار المبكر على انه تلك الأداة القادرة على توقع حدوث الأزمات من خلال تقييم ملف المخاطر الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية و البيئية و الضغوط السكانية و غيرها لبلد ما.حيث يشمل أسس نظرية و مجموعة من الإجراءات العلمية المتسلسلة و المتناسقة، التي من خلالها تحديد المخاطر الإجمالية في مجال ما لبلد ما، لتوفير المعلومات المناسبة لمتخذي القرارات و التي تفيد مسبقا في توقع حدوث الأزمة في البلد المعني[268].

ويرى بيكمان أن عالم نظم الإنذار له خمسة أبعاد و هي، متغيرات النظام، فترة العينة، بلدان العينة، إلى جانب تعريف الأزمة و طريقة تطبيق هذا النظام .و كل نظام للإنذار المبكر هو مزيج من هذه الأبعاد الخمسة، و طريقة تطبيقها هي عادة نموذج اقتصادي قياسي[269].

من ما سبق يمكن القول أن نظام الإنذار المبكر هو مزيج من المؤشرات يستخدم للتنبؤ واختبار مدى إمكانية حدوث أزمة ما في فترة محددة من الزمن، بهدف تجنبها و تفادي التكاليف التي قد

---

[268] اوكيل نسمة، **الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها (مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا)** أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2007-2008، ص340.

[269] Mahfoud djebbar, predicting financial crises : myth and reality, recueil de communications du colloque internationale sur : la crise financière et economique et gouvernance mondiale, (algérie, sétif, université farhat abbas, du 20 au 21 octobre 2009), p14

تترتب عنها في حال حدوثها، كما تعتبر أداة مفيدة جدا لصناع القرار للتنبؤ في المجالات الاقتصادية و المالية.

1-2-أهمية نظام الإنذار المبكر

تنبع أهمية نظام الإنذار المبكر من قيمتها بأنها أداة دائمة ومستمرة للتوجيه و التحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لازمة مالية، وذلك قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات و إجراءات وقائية أو مانعة، كما تساعد نظم الإنذار على مايلي[270]:

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

-التعرف المستمر على نظم المؤسسات أو المواقع داخل المؤسسات التي تكون فيها مشاكل أو يحتمل وقوعها في مشاكل.

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

- توجيه الاهتمام و التوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.

حيث يرجع سبب الاهتمام بنظم الإنذار المبكر باعتبارها كمؤشرات تنبؤية للازمات المالية قبل وقوعها نتيجة لتكررها في فترات متقاربة.

2- استنباط مؤشرات للإنذار المبكر للازمات المالية

إن تحديد نموذج اقتصادي مشترك لكل الأزمات صعب جدا، رغم وجود مجموعة من الظواهر و العلامات المشتركة بينهم، كالانخفاض في مستوى احتياطات الصرف، الارتفاع في التزامات الدين

---

[270] عبد النبى إسماعيل الطوخى، **التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة**، كلية التجارة جامعة أسيوط جمهورية مصر العربية، ص 6 من الموقع: www.kantakji.com/media/1110/104.doc

الخارجي مقارنة بإجمالي الاقتصاد و حالة ميزان المدفوعات الخارجي للبلدان، وعموما يمكن حصر أهم مؤشرات الإنذار لكل من الأزمات المصرفية و أزمات العملة في مايلي:

2-1-مؤشرات الإنذار المبكر بالأزمات المصرفية

إن الأزمات المصرفية كثيرا ما تسبقها تدفقات ضخمة من رأس المال قصير الأجل وتوسع سريع في الائتمان المحلي، كما يمكن إرجاع اضطراب و إفلاس البنوك إلي كونها تتأثر بمخاطر السوق و مخاطر عدم السداد ومخاطر السيولة . و توضح الدراسات بان التحرير المالي دون تقوية القواعد التنظيمية يؤدي في كثير من الحالات إلى توفير الظروف المناسبة لازمة مصرفية، بل يجعل أيضا من الصعب التغلب على الأزمة عند وقوعها، كما أن هناك عاملين آخرين مهمين في إفلاس البنوك و هما العدوى و الخطر المعنوي[271].

وعموما يمكن القول يمكن القول أن الضغوطات التي يواجهها النظام المصرفي يصعب تحديدها كميا بدرجة اكبر من تلك الضغوطات الموجودة في سوق العملة.كما أن كلا من عوامل الاقتصاد الكلي و الجزئي مهمة في تقرير إفلاس البنوك وخصوصا في مستوى سعر الصرف الحقيقي و رصيد الحساب الجاري، و كذلك تلك التي تصف الحالة الاقتصادية الكلية المحلية، مثل أرصدة الميزانية و نمو الائتمان المحلي. كما يتضح أن ارتفاع نسبة القروض المشكوك في تحصيلها و انخفاض نسبة رأس المال إلي إجمالي الأصول يشيران لضائقة مالية يمر بها البنك، والي زيادة احتمال إفلاسه، إلي جانب غياب الشفافية و عدم الإفصاح عن المعلومات.

2-2- مؤشرات الإنذار المبكر بأزمات العملة

عند بناء نظام الإنذار المبكر يجب الأخذ بعين الاعتبار مؤشرات الحساسية، بمعنى المؤشرات التي تقيس احتمال نجاح الدفاع عن العملة في حالة هجمة مضاربية، حيث لا يرجح أن تتعرض العملات الأقل حساسية لهجمات مضاربية، حيث تعتبر التغطية التي يوفرها مستوى الاحتياطات الدولية قياسا إلى الخصوم الممكنة قصيرة الأجل المحلية والخارجية بمثابة مقياس من مقاييس حساسية العملة المحلية لهجمات المضاربة و يمكن استكمال هده المتغيرات ببيانات أخرى، كبيانات المركز الآجل للبنك المركزي و غيره من المؤسسات الرسمية. كما تؤدي كل من العوامل الاقتصادية الأساسية و مؤشرات الحساسية دورا تكامليا،

---

[271] سونيل شارما، **تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية**، مجلة التمويل و التنمية، جوان 1999، ص38.

فالبلدان التي تتسم بضعف العوامل الاقتصادية الأساسية مع توفر مستوى جيد من السيولة لا يمكن أن تستمر في قوتها لمدة طويلة، في حين أن البلدان التي تتسم بقوى العوامل الاقتصادية الأساسية مع توفر مستوى ضعيف نسبيا من السيولة فان احتمال تعرضها للهجمات اقل، و إن لم تكن محصنة تماما من هجمات المستثمرين المضللين ولكن احتمال نجاحها في التصدي للهجمات أقوى[272] وعموما يمكن حصر أهم المؤشرات التي تعتبر بمثابة تحذيرات من أزمة عملة في المغالاة في تقدير سعر الصرف الحقيقي، و النمو السريع في الائتمان المحلي و التوسع في منح الائتمان للقطاع العام، وارتفاع نسبة النقود بمعناها الواسع إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية، و الزيادة في سعر الفائدة في البلدان الصناعية. إضافة لعوامل أخرى كاتساع العجز التجاري و زيادة عجز المالية العامة و تدهور الأداء التصديري و تباطؤ النمو الحقيقي لإجمالي الناتج المحلي[273]. و عموما، لبناء نظام فعال للإنذار المبكر بالأزمات المالية فان المؤشرات الأساسية الدالة على قرب وقوع الأزمة يجب أن تكون قابلة للمقارنة عبر مختلف الفترات و بين مختلف البلدان. غير أن هناك الكثير من العوامل التي يمكن أن تسهم في التنبؤ بالأزمات ولكن لا يمكن قياسها بسهولة ولا تستجيب لهدا المعيار.

بناءا لما سبق، يمكن القول أن اختلاف المنهجيات و الفترات الزمنية و البلدان التي تتخذ كعينة، إلى جانب التعاريف المختلفة لما قد يشكل ضغطا على أسواق الصرف و النظام المصرفي، و صعوبة تكميم بعض العوامل التي يمكن أن تسهم في التنبؤ بالأزمات، وكذلك النقص في البيانات الذي يعيق القدرة على التنبؤ بالأزمات خاصة المصرفية، يجعل من الصعب مقارنة النتائج بين الدراسات المختلفة و الوصول إلى مجموعة ثابتة من المؤشرات المبكرة على احتمال حدوث أزمة مالية. و الجدول الموالي يظهر أهم المؤشرات التقليدية للتعرض للازمات المالية.

---

[272] andrew berg, catherine pattilo, l'art difficile de prévoire les crises économique , dossiers economiques fond monétaire international ,juillet 2000, pp 5-6.

[273] سونيل شارما، مرجع سبق ذكره، ص 41.

جدول رقم (29): بعض المؤشرات الاقتصادية التقليدية للتعرض للازمات المالية

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية أو البنيوية
-ارتفاع معدل التضخم -نمو سريع في التدفق النقدي -انخفاض حقيقي في معدل نمو الصادر -عجز مالي متزايد -ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد -النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي - ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض -ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي -نمو الديون الخارجية و زيادة الديون بالعملات الأجنبية -انخفاض الاحتياطي العالمي -انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي -ارتفاع معدل الأسعار و الأرباح -ارتفاع معدل الفائدة المحلية و ارتفاع معدل البطالة	-نظام جمود معدلات التبادل -إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات -قطاع التصدير أكثر تركيزا -ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية -ارتفاع حجم الدين قصير الأجل -تحرر سوق المال الحديث -إطار ضعيف للإشراف على الأموال و تنظيمها -أسواق الائتمان بأصول مالية أو عقارية -انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم -سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم - سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم -الرقابة على دخول السوق و الخروج منه

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، **العولمة المالية و إمكانيات التحكم: عدوى الأزمات المالية**، الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، 2003، ص39.

3- مؤشرات الإنذار المبكر ومدى فاعليتها

3-1-بناء نماذج الإنذار المبكر

بعد تحديد خصائص أحداث معينة باعتبارها أزمات، استخدم الباحثون منهجين تطبيقيين في سعيهم لتحديد مجموعة من المؤشرات الأساسية التي يمكن أن تستخدم للتنبؤ بالأزمات في أسواق العملة و الأنظمة المصرفية هما:

أ- نهج الإشارة(منهجية المؤشرات الرائدة)

و تنطوي على رصد مجموعة من المؤشرات الرائدة التي تتكرر بشكل كبير، ودراسة ما إذا كانت فردية أو مجتمعة قد بلغت قيمة العتبة التي ترتبط من الناحية التاريخية ببداية أزمة مالية. ومنه فالتعرض للازمة يكون عندما يخرج متغير عن مستواه العادي بقيمة تتجاوز عتبة معينة وهي إشارة بخطر انفجار أزمة خلال 24 شهر التالية و الذي يسمى بأفق الإشارة، و

في هذه الحالة فان الإشارة التي تتبعها أزمة خلال 24 شهر التالية تسمى إشارة جيدة أما الإشارة التي لا تتبع بأزمة خلال نفس المجال الزمني تسمى إشارة خاطئة أو ضوضاء [274].

ووفقا لمنهج المؤشرات الرائدة فان بناء نظام الإنذار المبكر يمر بالخطوات التالية[275].

-**تعريف الأزمة:** من خلال تحديد خصائص الوضع الذي يمكن أن يوصف بأنه أزمة كاملة للعملة أو للبنوك أو كليهما أو أي نوع آخر للازمات.

-**اختيار مجموعة من المؤشرات الرئيسية:** مثلا مستوى الاحتياطات الأجنبية، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الاحتياطات، سعر الفائدة الحقيقي وغيرها من المؤشرات. ولكل مؤشر ثلاث خصائص يجب أخذها بعين الاعتبار هي المستوى، التغير و الانحراف عن اتجاهه، وينتظر من المؤشرات التنبؤ بالأزمات خلال فترة زمنية تعرف باسم أفق الإشارة.

- **اختيار عتبات المؤشرات الرائدة**

يرى احد الباحثين (تشوانغ) أن لكل مؤشر عتبة تقسم توزيعه بين المنطقة الطبيعية (العادية) و المنطقة غير طبيعية (غير العادية) و التي تترافق مع وجود احتمال اشتداد الأزمات، فإذا لوحظ من نتائج المؤشر انه يقع في المنطقة غير الطبيعية، فهذا المؤشر يعتبر كمرسل لإشارة إنذار.

- **حساب نسب الإشارات الزائفة إلى تلك الحقيقية**
- **اختيار القيم الحدية التي تقلل من الضوضاء إلي نسب الإشارة**

فكلما زاد عدد المؤشرات التي تشير إلى حدوث أزمة كلما ارتفع الاحتمال بان هذه الأزمة من شانها أن تحدث فعلا.

ب- منهجية النماذج الاحتمالية

يسمح هذا النهج بالتعرف على المؤشرات التي تؤثر في احتمال وجود أزمة، و تستخدم نماذج نظم الإنذار المبكر (المعروفة باسم نماذج الاستفادة الكيفية) وهو اختبار متعدد المتغيرات يسمح باختبارات ذات دلالة إحصائية للمتغيرات التفسيرية.

---

[274] graciela L, kaminsky, carmen M reinhart, The twin crises : The causes of banking and balance of payment problems, the american economic review, vol 89, N°3, june1999, p488.

[275] جبار محفوظ، مرجع سبق ذكرخ، ص 15.

وهناك سمة مشتركة بين جميع نظم الإنذار المبكر الحالية وهي استخدام المحددات الأساسية للقطاعات الداخلية و الخارجية كمتغيرات تفسيرية. إذ يتم المقارنة بين ملاحظات ما قبل الأزمة خلال فترات الهدوء وسلوكها في فترة ما بعد الأزمة على حد سواء[276]، و التقدير في هده الحالة يتطلب مزيدا من المعلومات عن اكبر عدد ممكن من المتغيرات ذات الدلالة.

3-2-مدى فعالية نظم الإنذار المبكر

بالاعتماد على معايير مختلفة تم بناء عدة نماذج لمساعدة الموظفين العموميين على توقع حدوث أزمات مالية في المستقبل، ولكن لم يتم الحصول على نتائج محدودة. فهناك من يرى أن نظم الإنذار المبكر قادرة على لفت الانتباه في البلدان التي تحتاج إلى تعديلات في سياساتها قبل انفجار الأزمة وتطورها، و تسليط الضوء على المتغيرات التي تعتبر المحددات الأكثر أهمية للازمات[277] و هناك من توصل إلى أن نظم الإنذار المبكر لها سلطة تنبؤية قوية و التغيرات في الأساسيات إشارة على مشاكل في المستقبل، فهي تساعد واضعي السياسات على منع وقوع الأزمات[278].

وفي المقابل يعترف العديد من الاكاديميين بان عدد كبير من الأزمات المالية لم تكن متوقعة رغم وضع عدد كبير من النماذج للمتغيرات المختلفة التي تترافق مع تلك الأزمات.فمثلا تعرضت وكالات التصنيف للمساءلة بسبب أزمة الرهن العقاري في 2008، إذ بين "ايشنجرين" أن وكالات التصنيف فشلت في التمييز بين مخاطر الأوراق المالية المختلفة، كما أنها فشلت (نظرا لنقص النماذج المستخدمة) في تصنيف الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري[279] إلى جانب فشلها في التنبؤ بالأزمات في العديد من الشركات مثل " انرون، ورلدكوم، بارمالات". وبناء على ما سبق ميزة النماذج تتمثل في أنها تصف بصورة منظمة و موضوعية العلاقة التاريخية بين المتغيرات المرتبطة بالظروف المؤدية إلى الأزمات و بين الأزمات ذاتها. أما عيبها فيتمثل في أنها تحاول أن تجمع كل البلدان و الأزمات في سلة واحدة، مع إغفال كم هائل من المعلومات التي لا يمكن قياسها بسهولة. وعليه فان الأدبيات الحديثة تركز على الوضع المالي التفصيلي لمختلف القطاعات (الحكومة، البنك المركزي،

---

[276] محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص12.

[277] andrew berg, catherine pattilo,op.cit, pp5-6.

[278] محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص12.

[279] مرجع نفسه، ص ص16-17.

البنوك التجارية، قطاع الأعمال غير المصرفي) بدلا من التركيز على الوضع المالي للقطر ككل الذي يمكن أن يخفي بعض الاختلالات على المستوى القطاعي[280].

II- مبادئ الحوكمة (الإفصاح والشفافية) كسبيل لتحقيق الاستقرار المالي.

لقد كشفت الأزمات التي تعرضت لها الكثير من الشركات العالمية عن الكثير من حالات الفساد المالي و المحاسبي الذي يرجع لنقص الشفافية و عدم الاهتمام بتطبيق المبادئ المحاسبية التي تظهر حقيقة الأوضاع المالية للشركة، من هنا برز الاهتمام بالحوكمة المؤسسية و المحاسبية خاصة كسبيل للعلاج لأن الأثر المباشر من تطبيقها هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية نتيجة تحقيق المفهوم الشامل لجودة هذه المعلومات الذي يقوم على مجموعة من المعايير المؤدية إلى تحقيق استقرار مالي أكثر.

1-الحوكمة بين المفهوم و العوامل المفسرة.

بالرغم من اهتمام الكثير من الباحثين الاقتصاديين و الإداريين بموضوع" الحوكمة" نتيجة لارتباطها الشديد بالفساد و الأزمات كوسيلة للعلاج إلا أن المصطلح مازال غير محدد بدقة و المصطلح الشائع الاستعمال هو حوكمة الشركات كمرادف قريب لمصطلح (Corporate Governance) و في هذا السياق يذكر أحد الباحثين –أحمد علي الصالح-أنه وجد خمسة عشر معنى في اللغة العربية لتفسير المصطلح المذكور وهي:

حوكمة الشركة، و حاكمية الشركة، و حكمانية الشركة، و التحكم المشترك، و التحكم المؤسسي، و الإدارة المجتمعة، و ضبط الشركة، و السيطرة على الشركة، و المشاركة الحكومية، و إدارة شؤون الشركة، و الشركة الرشيدة، و توجيه الشركة، و الإدارة الحقة للشركة، و الحكم الصالح للشركة، و أسلوب ممارسة سلطة الإدارة [281]. إلا انه بدا استخدام مصطلح حوكمة الشركات مع

---

[280] اوكيل نسيمة، مرجع سبق ذكره، ص350.

[281] الصالح احمد علي، **بناء محافظ رأس المال الفكري من الأنماط المعرفية ومدى ملائمتها لحاكميه الشركات في القطاع الصناعي المختلط في بغداد**، أطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة و الاقتصاد بجامعة بغداد كجزء من المتطلبات شهادة الدكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال 2006، ص117.

بداية عقد التسعينات من القرن الماضي، حيث تزايد استخدام هذا المصطلح بشكل واسع في السنوات الأخيرة منه، وأصبح شائع الاستخدام من قبل الخبراء، لاسيما أولائك العاملين في المنظمات الدولية والإقليمية والمحلية . ويشير الباحث (سليمان محمد مصطفى) إلى أن ظهور نظرية الوكالة وما ارتبط بها من إلقاء الضوء على المشكلات التي تنشأ نتيجة تضارب المصالح بين أعضاء مجالس إدارة الشركات وبين المالكين إلى زيادة الاهتمام والتفكير في ضرورة وجود مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على حماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري الذي قد يقوم به أعضاء مجالس الإدارة والإدارات التنفيذية بهدف تعظيم مصالحهم الخاصة، وذلك باعتبارهم الجهة التي تمسك بزمام الأمور داخل الشركة[282]. **حسب ماسبق يمكن استعراض بعض المفاهيم لحوكمة الشركات نذكر منها:**

هي مجموعة من القوانين والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (مثل حملة السندات، العمال، الدائنين، الموردين والمواطنين) من ناحية أخرى[283]. كما عرفت الحوكمة على أنها مجموعة من القواعد والممارسات والضوابط الرقابية التي تهدف إلى ضمان قيام الإدارة باستخدام أصول الشركة المالية والمعنوية بأمانة لمصلحة المساهمين أو تمكينهم وغيرهم من ذوي المصالح بالشركة من ممارسة حقوقهم وحماية مصالحهم[284] .كذلك هي تعنى أسلوب التسيير الرشيد، مما يعني التحكم بكافة العلاقات السلوكية للمنظمة و المتعاملين معها و هي عبارة عن القوانين والمعايير المحددة للعلاقة بين الإدارة من جهة و حملة الأسهم و أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة من جهة أخرى[285] حيث يمكن استنتاج خصائص الحوكمة فيما يلي[286]:

---

[282] سليمان محمد مصطفى، **حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري، دراسة مقارنة**، الدار الجامعية، مصر 2006، ص13.

[283] محمد مصطفى سليمان، **دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري - دراسة مقارنة -** ، الدار الجامعية، القاهرة، 2009، ص18.

[284] مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية، **إرشادات بشان الممارسات الجيدة في الكشف عن البيانات في سياق إدارة الشركات**، نيويورك و جنيف، 2006، ص3.

[285] مجدوب محمود سامي، **دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات و أثرها على جودة القوائم المالية**، بحث مقدم في مؤتمر، أيام 8 و10 سبتمبر 2005، ص84.

الانضباط (إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح)، **الشفافية** (تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث)، **الاستقلالية** (لا يوجد أي تأثيرات أو ضغوط غير لازمة للعمل)، **المساءلة** (إمكانية تقسيم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية)، **المسؤولية** (وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المؤسسة)، **العدالة** (يجب إحترام حقوق مختلفة المجموعات أصحاب المصلحة في المؤسسة)، **المسؤولية الاجتماعية** (النظر إلى الشركة كمواطن جيد).

إن لحوكمة الشركات عدة أبعاد لها علاقة بالمعلومات المحاسبية، و يمكن ذكر بعضها باختصار، المساءلة والرقابة المحاسبية حيث يقوم المساهمون بمساءلة مجلس الإدارة، ويقوم هذا الأخير بدوره في توفير البيانات الجيدة للمساهمين،كما نشير أيضا إلي أن المعايير التي وضعتها بورصة نيويورك للأوراق المالية عام 2003 والخاصة بحوكمة الشركات أشارت إلي ضرورة تفعيل الدور الرقابي للمساهمين من خلال المشاركة في جميع القرارات الأساسية للشركة. الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة، تحقيق الإفصاح والشفافية والذي يتحقق من خلال دقة الإفصاح، التوقيت الملائم للإفصاح، شمولية الإفصاح، مراجعة المعلومات المفصح عنها، توفير قنوات توصيل المعلومات للمستخدمين .

2- الإفصاح و الشفافية

2-1-تعريف الإفصاح:

يعرف الإفصاح على أنه تقديم البيانات و المعلومات المحاسبية إلى مستخدميها بصورة كاملة و صحيحة و ملائمة، بغرض مساعدتهم على اتخاذ القرارات كما يعني أيضا شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة و الضرورية لإعطاء مستخدمي هذه تقارير صورة واضحة و صحيحة عن الوحدة المحاسبية [287]. فيمكن تصنيف الإفصاح إلى[288] :

---

[286] عمري ريمة، **الحوكمة كمدخل حديث لتحسين و تطوير أداء المؤسسات البنكية**، الملتقى العلمي الدولي حول أداء و فعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة، جامعة محمد بوضياف، المسيلة،11/10 نوفمبر 2009، ص3.

[287] شبكة صدفة، **الإفصاح عن المعلومات المحاسبية** ، 07/04/2012 عن الموقع : www.aadd2.com/vb/t30468.html

سميحة

[288] هوام جمعة و آخرون ، **الشفافية و الإفصاح في إطار الحوكمة** ، ملتقى دولي حول الحوكمة و أخلاقيات الأعمال في المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة باجي مختار ، عنابة ، يومي 18-19 نوفمبر 2009 ، ص ص193-195.

أ- **الإفصاح القانوني / الإلزامي** و يشمل مايلي :

- الإفصاح عن السياسات المحاسبية التي تم اختيارها و تطبيقها عند إعداد و عرض القوائم الختامية.

- الإفصاح عن التغيرات التي طرأت نتيجة اكتشاف أخطاء سابقة حيث يتم شرح و توضيح الخطأ و أثره على القوائم المالية .

ب- **الإفصاح الاختياري / الطوعي** و يشمل مايلي :

- التوقعات المالية و التقديرات المستقبلية.
- خطط الإنفاق الاستمراري .
- خطط الإدارة بشأن توزيع الأرباح .

ج- **جوانب الإفصاح** تتمثل في[289] :

- **الإفصاح عن المعلومات الهامة :**

تتمثل المعلومات الإلزامية التي يجب الإفصاح عنها في قائمة المركز المالي و قوائم الدخل، و تقرير مجلس الإدارة حيث تقوم الهيئة العامة لسوق المال بفحص القوائم للتأكد من مدى التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح و مدى اتفاق القوائم المالية و إعدادها، و تقوم الهيئة بمطالبة الشركات بالإفصاح عن بعض الأمور التي تتطلب المزيد من الإفصاح و نشرها، فإذا لم تلتزم الشركات تقوم الهيئة العامة لسوق المال بنشر ملاحظاتها على القوائم المالية على نفقة الشركة، و تلتزم الشركات بنشر ملخص وافي للتقارير السنوية و نصف السنوية، كما يجب أن تلتزم في إعداد قوائمها المالية على المعايير المحاسبية، كذلك يجب على الشركات أن تقوم بالإفصاح في الحال لكل من هيئة سوق المال عن جميع الأحداث الهامة التي يمكن أن تؤثر على المركز المالي .

- **الإفصاح المتعلق بأعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين:**

وفقا للنظام الأساسي للشركة يتم تحديد درجة الإفصاح الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة التي يجب عرضها على الجمعية، فعليهم الإفصاح عن أي تعارض في المصلحة و كذلك عدم اشتراكهم في التصويت على قرارات المجلس التي تتعلق بهذا التعارض، و يقوم المجلس بإبلاغ

---

[289] فوزي، **حوكمة الشركات في مصر مقارنة بالأسواق المالية الناشئة الأخرى**، 05/04/2012 عن:

http:/www.mefhoum.com/press7/19E11.Pdf

هذه المعلومات للجمعية العامة السنوية، و أن يكونوا طرفا في أي عقد يقدم للمجلس للموافقة عليه .

2-2 - الشفافية و طرق دعمها :

أ-تعريف الشفافية و شروطها :

الشفافية هي إعلان المعلومات التي تتعلق بتداول الأوراق المالية و خاصة أوامر البيع و الشراء بغرض إيجاد تفاعل بين قوى العرض و الطلب، و إعلان المعلومات المتعلقة بالصفقات التي تبرم فعلا من حيث أحجامها و أسعارها حتى يعرف المتعاملون اتجاهات السوق، و في مايلي أهم شروط الشفافية[290] :

- إتاحة المعلومات بالكم المناسب و الجودة و الوقت المناسب .
- الشفافية هي وسيلة لإظهار الأخطاء و الاستفسار عن مرتكبيها في إطار الوسائل القانونية .
- أن تكون المعلومات و البيانات واضحة لا تتضمن أي لبس و يمكن لمستخدميها فهمها.

ب- طرق دعم و تحسين الشفافية : تبرز أهمها فيما يلي[291] :

- دعم و تطوير النظام القانوني بالمنظمة و العمل على القيام بالدراسات المقارنة و التوصيات بإصدار قوانين جديدة بشأن محاربة الفساد .
- تنمية وعي العاملين و المتعاملين معهم بمختلف أشكال الفساد و معرفة الأدوات و الأساليب اللازمة للمكافحة و أهمية بناء الشفافية في الأنظمة الإدارية و المالية.
- تكوين لجان للنزاهة في المنظمات المختلفة و دلك من خلال تنمية الممارسات الإدارية الأخلاقية و التزام بالقيم في أداء الوظائف المختلفة.

ج- طبيعة و أهمية الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية :

تبرز أهمية و مضمون الإفصاح المحاسبي من دوره المؤثر في ترشيد قرارات المستثمرين و مساهمتهم الفعالة في استقرار أسواق المال، و غياب هذا الإفصاح أو ضعفه قد يؤدي إلى تقلبات

---

[290] هوام جمعة و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص190-191.

[291] احمد السيد كردي، **تنمية مبدأ الشفافية كأحد أهم أدوات الرقابة الذاتية في حوكمة المنظمات**، 04/04/2012 عن الموقع : تنمية السلوك التنظيمي <...Kenanaonline.com>

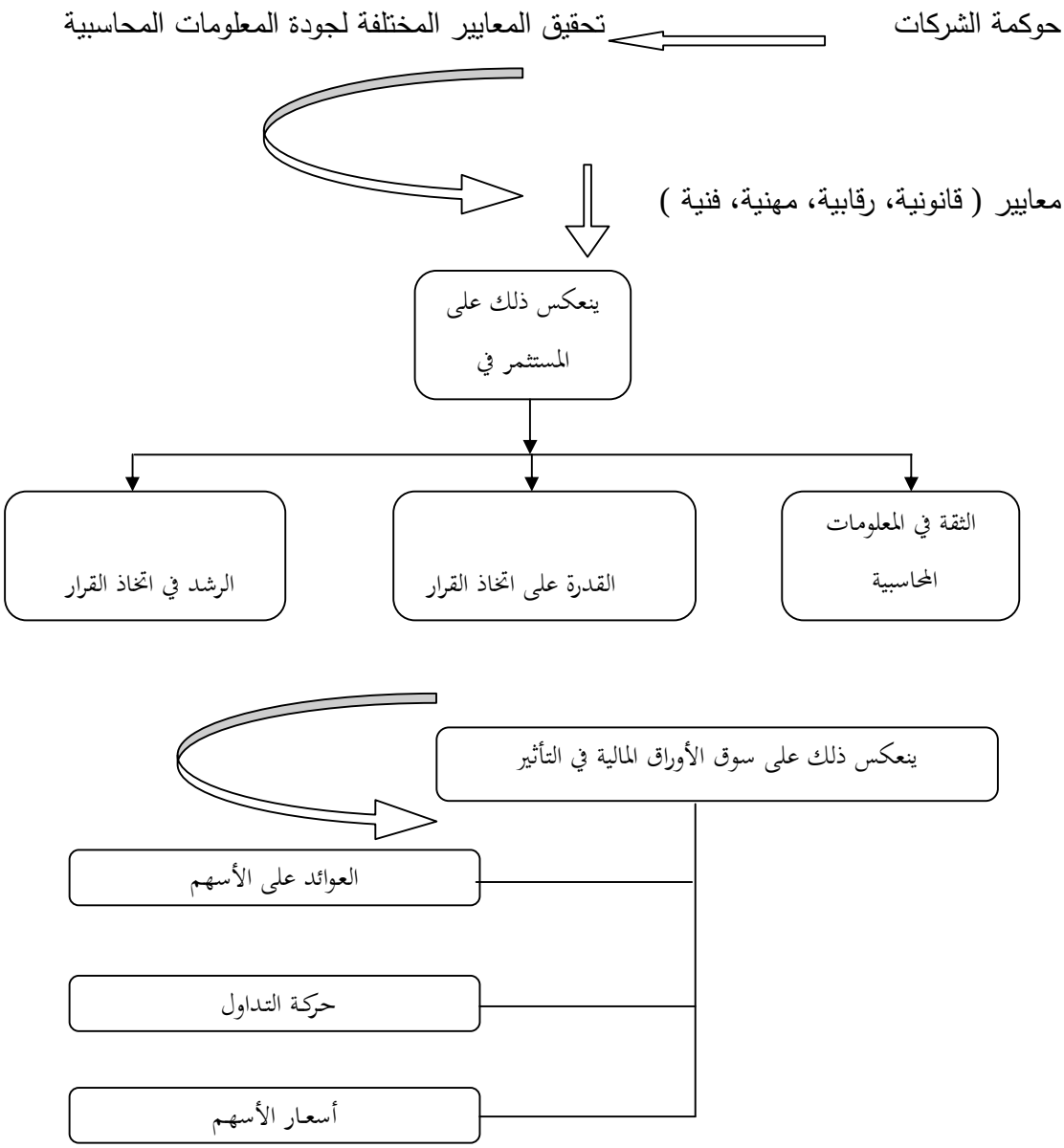
حادة في أسعار الأوراق المالية التي تؤثر بدورها على كفاءة السوق المالي . و تتأثر درجة الإفصاح المحاسبي في التقارير و القوائم المالية بعدد من العوامل أهمها :

- عوامل تتعلق بالمجتمع الذي تعد فيه التقارير و القوائم المالية.
- عوامل تتعلق بطبيعة المعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها .
- ظروف الوحدة اقتصادية مثل حجم الأصول و الهيكل التمويلي و عدد المساهمين[292].

إذن إن تحقيق جودة المعلومات المحاسبية بمفهومها الشامل في ظل الحوكمة سوف ينعكس على الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية و ذلك كما يظهر في الشكل التالي :

[292] عطا الله وارد خليل ، محمد عبد الفتاح العشماوي ، **الحوكمة المؤسسية** ، مكتبة الخزينة للنشر و التوزيع، القاهرة، 2007 ، ص ص154-155.

شكل رقم(30): العلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية و سوق الأوراق المالية



المصدر: مقتبس من عدة مراجع أهمها :

- إجابات، ما هي الخصائص النوعية الواجب توافرها في المعلومات المحاسبية وفقا للمعايير الدولية من الموقع .egabat.google.com
- دور المعلومات المحاسبية في تقييم الاستثمارات بسوق الأوراق المالية، منتدى الطلبة الليبين في استراليا، على الموقع:www.0zlibyan students.com

من خلال هذا المخطط نستنتج مايلي:

إن للمعلومات المحاسبية قدرة في التأثير على حركة سوق الأوراق المالية سواء بالإيجاب أو السلب، كذلك بالنسبة لدورها التسييري و التأثيري، يتزايد مع تزايد تحقق جودة هذه المعلومات.

إن من الدوافع الهامة و الأساسية لظهور و تطبيق حوكمة الشركات هو إعادة الثقة في المعلومات المحاسبية و إحكام الرقابة عليها، للإرتقاء بمفهوم جودة هذه المعلومات من الجودة ذات المعيار الواحد إلى تحقيق الجودة ذات المعايير المتعددة، مما يعني تحقيق المفهوم الشامل لجودة المعلومات المحاسبية، و لذا يمكن الاستنتاج بان الحوكمة تحقق جودة المعلومات المحاسبية و تنشط سوق الأوراق المالية.

3- الحوكمة في ظل الأزمة المالية العالمية: التجربة الماليزية

تقوم تجربة التنمية في ماليزيا على أنها تجربة ناجحة تماشت إلى مدى بعيد مع مبادئ وأسس الاقتصاد الإسلامي، حيث اهتمت ماليزيا بتحقيق التنمية الشاملة لكل المظاهر الاقتصادية والاجتماعية، فأكدت تمسكها بالقيم الأخلاقية والعدالة الاجتماعية والمساواة الاقتصادية والتزمت بالأسلوب الإسلامي السليم في ممارسة مختلف الأنشطة الاقتصادية وتوجيه الموارد فعملت على تحويل ملكية مختلف المشروعات الاقتصادية إلى القطاع الخاص، فنمت مسؤولية الأفراد للمشاركة في تحقيق الأهداف القومية واحتفظت بسهم خاص في إدارة المؤسسات ذات الأهمية الاجتماعية والإستراتيجية، لعدم التخلي عن دورها في ممارسة الرقابة والإشراف عليها.

3-1.ملامح النظام المالي الماليزي:

يعتبر النظام المالي والمصرفي الإسلامي الأهم في الاقتصاد الماليزي و فيما يلي أهم الملامح التي تبرز هذه الأهمية[293] :

- يعتبر المصرف الإسلامي أحد أهم المؤسسات المالية في المنظومة المصرفية في ماليزيا الذي تأسس عام 1983 وذلك وفقا لميثاق البنوك الإسلامية، وقد ساهمت

[293] سناء عبد الكريم خناق، **حوكمة الشركات المالية و دورها في التصدي للأزمات المالية- التجربة الماليزية** - ،2009، بدون صفحة.

الحوكمة الفدرالية بـ65% من رأس المال المدفوع مقدما، بينما ساهمت الولايات المحتدة ببقية رأس المال، حيث حقق البنك نجاحا كبيرا حتى أن عددا كبيرا من المتعاملين مع البنك غير مسلمين، فمثلا تشير التقارير البنكية إلى أن حوالي 40 % من أصحاب حسابات الاستثمار العام في البنك الإسلامي هم من غير المسلمين، حيث نجد أن أهمية هذا النشاط بالرغم من محدوديته مقارنة بمشاريع أخرى هو أنه يرعى و يدار أيضا من قبل الحكومة الفدرالية.

- النظام المالي الإسلامي الذي تفرع من ماليزيا أصبحت لديه قنوات دولية تنافس في منتجاتها و خدماتها في النظام التقليدي، إن النظام المالي الإسلامي إستطاع التأثير في النظام التقليدي في المعاملات الإسلامية و تفوق عليه من ناحية الصلاحية و السلامة في ظل الأزمة المالية.

- النظام المالي الإسلامي ينافس نظيره التقليدي في ظل الأزمة الاقتصادية 2008، مؤكدا أنه

استطاع التأثير في البنوك التقليدية في المعاملات المالية الإسلامية .

- إن البنك المركزي الماليزي يعمل على تطوير النظام المالي الإسلامي.

3-2- ماهية سوق رأس المال الماليزي :

لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم الشائع لسوق رأس المال فسوق رأس المال الماليزي يتكون من سوق رأس المال التقليدي و سوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة و طويلة الأجل، فهو لا يقتصر على السوق المنظم، بل يشمل أيضا السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، و يعد أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار و التمويل متوسط و طويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية[294]. و لتدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي و تحت رعاية وزير المالية الماليزية، و تضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية:

- اعتبار سوق رأس المال مصدرا للحصول على الموارد التمويلية للشركات الماليزية.

-تشجيع إدارة الاستثمار الفعال و البيئة الاستثمارية الأمثل للمستثمرين .

[294] نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير، جامعة غزة الإسلامية، 2007، ص154.

- توفير المكانة التنافسية و الكفاءة لمؤسسات السوق.

-تطوير بيئة حسنة لتحسين تنافسية خدمات الوساطة.

- توفير أنظمة الرقابة الفاعلة و المنتظمة.

-اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

كما يتكون سوق رأس المال الماليزي من ثلاثة أقسام هي سوق الملكية، سوق السندات، سوق المشتقات.

ومنذ ثلاثة عقود، احتل النظام المالي الدولي الماليزي المركز الدولي للزعامة المالية و المركز التربوي في المالية الإسلامية و هذا لراجع لمايلي:

- أهمية العدالة الاجتماعية في توزيع المحفزات، حيث نجد أن معدل الفكر في ماليزيا انخفض بشكل كبير من 49% عام 1970 إلى 3,6 % عام 2007، أما في سنة 2010 عملت الحكومة على تخفيضه إلى 2,6 % بالإضافة إلى مواصلة الحكومة مساندتها المالية لتعزيز محفزات اقتصادية لميزانية الدولة في ظل الأزمة المالية الأخيرة.
- يمتاز النظام الاقتصادي الماليزي ببعض التطبيقات و المؤسسات المالية كنظام التكافل- كنهج إسلامي لشركات التأمين – و صندوق الزكاة و صندوق الحج.

3-3- الحوكمة التشريعية:

تنفرد بها الإدارة المالية في النظام الإسلامي، التي تؤخذ من قبل أصحاب المصارف لتكون بمثابة مستوى آخر من حوكمة الشركات للمؤسسات المالية المصرفية، و تعتبر ماليزيا أكثر الدول تطورا في مجال البنى التحتية و معمارية الحوكمة الشرعية، و ذلك وفق مدخل نظامي شامل مع انضباط عالي.

3-4- حوكمة النظام المالي الماليزي :

تعمل أكثر المصارف الإسلامية في البلدان الإسلامية و الغربية ضمن نظام مصرفي ثنائي مزدوج، و أما في ماليزيا فقد حدد إطار عمل منظم (قانوني) لكل نظام من الأنظمة المصرفية، و هذا يضمن عدم وجود فرصة للمفاضلة القانونية في التطبيقات المصرفية و التي تجعل أحد

الأنظمة أكثر موافقة للآخر في حالة تسعير المنتجات، و كذلك أن التنوع في مكونات إطار العمل القانوني التنظيمي، سوف يعزز من تطبيق حوكمة الشركات الحالية في المصارف الماليزية، و فيما يلي المكونات الأساسية لنظام الحوكمة المصرفية الماليزي[295]:

أ- القوانين و القرارات الرسمية:

تمتلك ماليزيا نظام شامل و إطار رقابي و إشرافي و التي جعلتها تنفرد بخصائص في مجال الصيرفة الإسلامية، إذ أن المصارف الإسلامية في ماليزيا تتبع القوانين التالية كجزء من ممارسة عملياتها اليومية، و تتمثل هذه القوانين في:

قانون البنوك الإسلامية 1983: و يعتبر الأساس لإقامة البنوك الإسلامية، و يجيز هذا القانون للبنك المركزي الماليزي صلاحية ملاحظة وضبط البنوك الإسلامية كغيرها من البنوك الأخرى المجازة في ماليزيا، و هذا القانون ينفرد بصلاحيته بمنح الإجازات بتأسيس البنوك الإسلامية في ماليزيا، و هذا ما أعطى الوعي و الحس الأخلاقي للمرة الأولى من قيام البرلمان بين قانون يتعامل بشكل خاص مع البنوك الإسلامية في ماليزيا.

قانون نظام التكافل 1984: يتم بموجب هذا القانون تنظيم إجراءات و عمليات نظام

" التكافل " وفق ضوابط معينة يجيزها هذا القانون، و تم إعلان هذا القانون من قبل البرلمان في ماليزيا بهدف ضمان أن يكون عمل قطاع " التكافل " ضمن نظام المالية الماليزي، فإن صلاحية الإشراف على نظام التكافل يعود إلى البنك المركزي الماليزي.

قانون الاستثمار الحكومي 1983: و الذي يطلق عليه أيضا بقانون الأموال الحكومية ، حيث يمكن للحكومة الماليزية من إصدار شهادات إستثمار حكومية و إصدار الأوراق المالية الحكومية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، إن هذا القانون سوف يمكن من زيادة الأموال من قبل الحكومة الماليزية باستعمال وسائل تعتمد مبادئ الشريعة و تحت إشراف " المركز الوطني للإفتاء الشرعي".

قانون مناهضة تبيض الأموال : و هو القانون الذي ينظم أخذ التدابير الاحترازية من الإساءة الناجمة عن تبيض الأموال، الوقاية و عدم الإهتداء إليها، و مقاضاة تبيض الأموال، و مصادرة

---

[295] سناء عبد الكريم خناق، **مرجع سبق ذكره.**

الممتلكات الناشئة منها، أو المتعلقة بها، و ذلك من خلال رفع التقارير إلى الجهات المسؤولة عن ذلك، و يقوم وزير المالية بتحديد البنك المركزي الماليزي كسلطة مخولة لاتخاذ الإجراءات الإدارية الخاصة بهذا القانون.

قانون أنظمة المدفوعات : و هو النظام الذي يزود بالتنظيم و الإشراف على أنظمة و أساليب المدفوعات، و الهدف من هذا القرار هو لضمان سلامة و كفاءة المكافآت المتعلقة بالبنى التحتية و المحافظة على المصلحة الحكومية، و يمكن للبنك المركزي الماليزي تحديد الوسائل و الأنظمة الخاصة بهذا الموضوع.

قانون جدولة أعمال البورصة: بشكل عام أن مبادئ القواعد الشرعية لمساهمة الأسهم هي ذاتها المتعارف عليها في الشركات التقليدية، و في المنظور الإسلامي فإن أسهم الشركات يمكن أن تصنف فقط وفق الشرع في حالة أن أنشطة الأعمال غير متعلقة بأنشطة لها علاقة بمعايير خارج الحدود الشرعية.

ب- التنظيم و السلطات التنظيمية :

تمتلك ماليزيا البنى التحتية التمويلية المتطورة، التي تتضمن إطار عمل شرعي تنظيمي و إشرافي فعال، الذي يدعم استمرارية النظام المالي، حيث لا يمكن الاستغناء عن الوظائف التي تقوم بها السلطات القانونية و الإشرافية كونها مكونات حيوية للبنى التحتية المالية، و هي تقوم بتنظيم النظم البيئية التي تشجع على الإبداع و المنافسة الكفأة في الخدمات المالية. إن الهدف الأساسي للترويج استقرار الأنظمة المالية مؤدية في النهاية إلى ضمان النمو الاقتصادي الذي يساهم في رفاهية الشعب، إن السلطات التي تحوكم المصارف الإسلامية في ماليزيا هي:

- **البنك المركزي الماليزي :**

تأسس عام 1959 و يلعب إلى جانب القطاعات المالية الخاصة دورا كبيرا في تطوير النظام المالي و ترسيخ البنية التحتية للاقتصاد الماليزي، حيث استفاد البنك من ثلاث نقاط لدعم و تطوير الاقتصاد خلال الـ 50 عاما الماضية و التي تتركز في تقدير جهود القطاع الخاص و أهمية البنية الاقتصادية التحتية، أهمية تطوير الموارد البشرية و التربوية، معتبرا أن جهود القطاع الخاص أسهمت بشكل ملحوظ في اقتصاد البلاد و ذلك بفضل

استثمارات ضخمة و تجارة واسعة، مؤكدا أهمية البنية الاقتصادية التحتية المناسبة لتشكيل بيئة اقتصادية سليمة خصوصا في الشبكات الإعلامية.

كما يتمتع البنك المركزي الماليزي بسلطات قانونية و إشرافية للصناعة المصرفية، أما بالنسبة إلى مهامه المتعلقة بالبنوك الإسلامية على وجه الخصوص، فإنه يقوم بتمكين و ضبط المصارف الإسلامية، و من أهم إنجازاته في مجال الحوكمة المصرفية ما يأتي :[296]

-إصدار الطبعة الأساسية من الخطة الرئيسية للقطاع المصرفي عام 2001 و التي تقوي القطاع المصرفي في ماليزيا بالإضافة إلى استهدافها لتحقيق حصة سوقية للصيرفة الإسلامية لتصل إلى 20% عام 2010.

-في عام 1996 اصدر نماذج الكشوفات المالية للمؤسسات المالية لإشهار العمليات المصرفية الإسلامية (كشوفات الميزانية و الأرباح و الخسائر) كبنود إضافية في إطار الملاحظات على الحسابات.

-كجزء من جهودها الإنسانية و الانسجام لتفسير الشريعة الإسلامية للمصارف و شركات التكافل، فإن البنك المركزي الماليزي قام بتأسيس المركز الوطني للإفتاء الشرعي للمصارف الإسلامية و شركات التكافل، و ذلك عام 1997 كأعلى سلطة شرعية في البنوك الإسلامية و التكافل في ماليزيا.

-ساهم في إنشاء المركز المالي الدولي في ماليزيا، بمبادرة جماعية من البنك المركزي، هيئة الأوراق المالية، و دائرة الخدمات المالية الخارجية، و سوق التعاملات المالية (البورصة) الماليزية، و ستكون المهمة المركزية بالسماح بالتعامل للمنتجات و الخدمات المالية الإسلامية بالعملات الأجنبية في كافة أنحاء ماليزيا.

---

[296] مرجع نفسه.

-هيئة الأوراق المالية الماليزية :

تأسست سنة 1993 لغرض التشجيع على تطوير الأوراق المالية في السوق الماليزية المستقبلية، بالإضافة إلى عملها على ضبط سوق رأس المال، و بخلاف هيئة الأوراق المالية التقليدية، فإن القواعد المتبعة تهدف إلى ضبط السوق و كذلك تطويره. إن المبادرات التي اتخذت لتطوير سوق رأس المال الإسلامي هي :

-المبادرات الأولى كانت باتجاه البنى التحتية، و تكريسها في إقامة قسم متخصص بسوق رأس المال، و من تم القيام بأنشطة البحثية و التطويرية، و توفير التسهيلات اللازمة لعمل السوق.

-وضعت خطة أساسية شاملة لرسم الخارطة الإستراتيجية و إنشاء المركز العالمي الماليزي لسوق رأس المال.

-مركز الإفتـاء الشرعي:

وضع هذا المركز في هيئة الأوراق المالية الماليزية، و الغرض منه إبداء النصح و المشورة لهيئة الأوراق المالية فيما يخص التطور التنظيمي الشامل لسوق رأس المال الإسلامي و الحفاظ على النقطة الجوهرية للتحكيم في كل القضايا التي تتعلق بالقيم الإسلامية في سوق رأس المال و الشريعة.

-سوق البورصة الماليزي :

و هو أول سوق لتبادل العملات و صرف الأوراق المالية، و قد أنشئ عام 1960، و يعتبر الخط التنظيمي و محرك سوق التبادلات و الأوراق المالية، و تعمل هذه السوق وفق الشريعة الإسلامية، و هي تعتبر أيضا منصة عالمية لتجارة المنتجات الإسلامية، و المستثمرون الذين يودون التعامل بغير العملة الماليزية.

ج- بعض المبادرات و الإجراءات لتطوير نظام الحوكمة في ماليزيا:

تتمثل مجمل هذه المبادرات و الإجراءات في[297]:

[297] المرجع نفسه.

-تم إنشاء نظام بنكي مزدوج إسلامي و تقليدي يسيران بشكل متوازن، و قد حقق هذا النظام نجاحا ملحوظا أيضا، حتى أن الأزمة الاقتصادية الأخيرة نفسها أظهرت أهمية البنك الإسلامي، ففي الوقت الذي كان هناك فيه حاجة لإعادة هيكلة البنوك التجارية الماليزية بهدف تخفيض عددها إلى عشرة، قام البنك المركزي بالموافقة على تأسيس بنك إسلامي ثاني هو بنك معاملات، و لم يقتصر النشاط الاقتصادي الإسلامي على البنوك، بل تعداها إلى مشاريع مالية أخرى تم توجيهها لخدمة الطبقات الأقل حظا في المجتمع، و لضمان العدالة الاجتماعية و تخفيض الفجوة بين الفقراء و الأغنياء قامت الحكومة بتأسيس صندوق إئتمان خاص يهدف إلى منح قروض للفقراء بدون فائدة.

-منحت هيئة الأوراق المالية الماليزية ثلاثة تراخيص جديدة لإدارة صناديق إسلامية أجنبية إلى كل من " أبردين إسلاميك أسيت ما نجمنت " و " بني ابن بي باريبا إسلاميك أسيت مانجمنت "و "نوميورا إسلاميك أسيت مانجمنت " ما يرفع إجمالي عدد شركات الصناديق المسموح لها بإدارة عمليات الصناديق الإسلامية في البلد إلى ثمان شركات، و تعتقد هيئة الأوراق المالية أن الاهتمام المتزايد بين شركات الصناديق الأجنبية بالتراخيص الإسلامية المتاحة للجميع في ماليزيا يعكس ثقتها في أن البلد يمكنها أن تكون مركزا عالميا لأنشطة إدارة الثروة و الصناديق الإسلامية و توجد في ماليزيا سوق أوراق مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية بنسبة 85% ، و الدولة هي أكبر مصدر للصكوك الإسلامية في العالم، كما يوجد بها ما يزيد على 13 صندوق استثمار جماعي إسلامي.

-تخصيص مبلغ 200 مليون لترويج برنامج لتطوير الحوكمة و الامتثال إلى الشريعة الإسلامية في القطاع المالي و المصرفي العالمي، كخطوة أساسية نحو تجسيد الفجوة و توثيق العلاقات بين اقتصاديات بلدان الشرق الأوسط و جنوب شرق آسيا في هذا المجال، و يعود السبب لاتخاذ هذه الخطوة هو رغبة الحكومة الماليزية إلى إيقاظ قطاع المالية الإسلامي لبناء خارطة الطريق لاتفاق جماعي للتوسع المستقبلي لهذا القطاع الحيوي، و الذي يقدر له امتلاك ما قيمته 300- 500 $ نسبة نمو سنوي بمعدل 20%.

-تسمح الحكومة الماليزية بملكية الأجانب بنسبة 100% لشركات أدارة الصناديق الإسلامية و ذلك تماشيا مع سعيها إلى اجتذاب المزيد من الفاعلين الرئيسيين في مجال الصناديق إلى البلاد، و تأتي هذه الحوافز في إطار الإجراءات الحالية لتحرير السوق الرأسمالية الماليزية فضلا عن كونها

تهدف إلى تكملة مبادرات المركز المالي الإسلامي الدولي الماليزي الرامية إلى جعل البلد مركزا لهذا النشاط.

-يسمح لشركات إدارة الصناديق الإسلامية باستثمار كل أموالها في الخارج و يتم منحها إعفاءات من ضريبة الدخل على الرسوم التي تتقاضها حتى عام 2016، كما سيكون في مقدور هذه الشركات الاستفادة من 2,1 مليار دولار في صورة رأسمال ابتدائي من صندوق المعاشات الوطني للعاملين بالقطاع الخاص في ماليزيا، كما تقدم حوافز ضريبية إلى سماسرة الأوراق المالية الحاليين الذين ينشئون شركات تابعة إسلامية.

د - المزايا التي حققها النظام المصرفي الماليزي في ظل الحوكمة:

تعمل حوكمة الشركات على تحسين كفاءة استخدام الموارد و تعظيم قيمة الشركات و تدعيم قدرتها التنافسية في الأسواق، مما يمكنها من جذب مصادر تمويل محلية و دولية للتوسع و النمو مما يجعلها قادرة على خلق فرص عمل جديدة مع الحرص على تدعيم استقرار أسواق المال و الأجهزة المصرفية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الكفاءة و التنمية الإقتصادية المستهدفة. أما في ظل الأزمة الأخيرة فقد أكد رئيس الوزراء الماليزي أنه بفضل تطوير النظام المالي الإسلامي قد تمكنت ماليزيا من التصدي للأزمة الأخيرة مع بعض الإجراءات الاقتصادية و المالية الأخرى كما يلي[298] :

-إن النظام المالي الإسلامي أصبح في الوقت الحالي عنصرا قابلا للتطور وراسخا يستكمل النظام المالي التقليدي.

-أن التقدم السريع الذي أحرزه النظام المالي الإسلامي في ماليزيا قد أفسح المجال أمام اندماجه في السوق العالمية.

-أن الجهود المبدولة في المستوى العالمي لجعل النظام المالي الإسلامي عنصرا مصداقيا، تساعد كثيرا على تعزيز تطور النظام المالي في ماليزيا.

---

[298] المرجع نفسه.

وعلى سبيل المثال، أن إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية والسوق المالية الإسلامية العالمية بكوالالمبور، والذي يهدف إلى وضع المعايير التنظيمية الدولية القائمة على خصائص ومخاطر فريدة للمؤسسات المصرفية الإسلامية، سوف يسهم في الاحتفاظ بقوة النظام المالي الإسلامي واستقراره.

من خلال ما سبق ذكره يمكن التوصل إلى الاستنتاجات التالية:

تعتبر ماليزيا واحدة من الدول التي تعرضت إلى أزمتين عالميتين متتاليتين، حاولت كلتاهما أن تخرج بدروس تستفاد منها في تحسين مستوى أداء منظماتها، و أن تطور إجراءات وقائية لمنظوماتها المالية و الاقتصادية مما دعاها إلى تطبيق حوكمة الشركات و المصارف و خاصة تطبيق ماليزيا للحوكمة الشرعية و التي تتمتع بعنصر ضبط عالي وفق الشريعة الإسلامية و بذلك لم يتعرض النظام المالي و الإقتصادي الماليزي إلى درجة عالية من الركود في ظل الأزمة العالمية الأخيرة مقارنة بدول أخرى و يعود ذلك إلى :

-مبادئ الشريعة الإسلامية المطبقة في مؤسساتها المالية و التي لا تجير الكثير من التعاملات الجارية في الدول الغربية و التي تعد السبب الأساسي لحدوث الأزمة.

-لم تخرج ماليزيا من الأزمة العالمية الأخيرة خالية الوفاض، بل استفادت منها في إجراء التحصينات الوقائية للتقليل من آثار الأزمات الأخرى.

-وضعت ماليزيا أنظمة صارمة و مدروسة لحوكمة أدائها المؤسسي و الإقليمي و بخط متكامل لكافة مؤسساتها المالية.

-استحدث الحوكمة الماليزية و حدثت الكثير من قوانينها المالية و الاقتصادية وذلك بعد الأزمة المالية السابقة، و التي زودتها بعناصر القوة لمواجهة الأزمة الراهنة.

III-المنهج الإسلامي كمفتاح للحد من الأزمات المالية.

لقد كشفت الأزمات المالية التي شهدتها دول العالم المتقدم عن عقم النظم الاقتصادية الغربية التي خرجت من عقول بشرية لا تهتدي بهدي **الله** تعالى، و هذا ما دعى كثيرا من الكتاب و المفكرين الغربيين بتطبيق الشريعة الإسلامية في المجال الاقتصادي و المالي حدا لهذه الأزمات التي تعصف بأسواق المال العالمية .

1- السوق المالية الإسلامية: الماهية

أ- تعريف السوق المالية الإسلامية:

هو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة و الشرعية الإسلامية من طرف أصحاب العجز، ثم اقتنائها و تداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة و مراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق.

ب- مبادئ السوق المالية الإسلامية : تقوم السوق المالية الإسلامية على المبادئ التالية[299] :

-**الالتزام بالضوابط الأخلاقية و الشرعية** : بشكل عام فتدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا و الظلم و الغرر و الغش و التدليس، و فلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، و بطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، و لم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض و الطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل و كافي لأداء السوق بكفاءة .

-**الاستثمار الحقيقي و ليس الوهمي** : في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية و بيعها ليس بغرض الاستثمار، و لكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم و هذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي و ليس الوهمي مثل المشاركات و

---

[299] أحمد محمد محمود نصار، **الأسواق المالية الإسلامية : مبادئها و أدواتها**، 29/03/2012 عن الموقع :

www.philadelphia.edu-jo/courses/Markets/files/Markets/135.doc

البيوع و الاجارات و غيرها من العقود ، بالإضافة إلى ذلك فان الإسلام قد حرم الاحتكار فقال **عليه الصلاة و السلام** " المحتكر ملعون و الجالب مرزوق " .

-**المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية** : إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، و هذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، و هو مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية و آلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية .

و تقوم السوق المالية الإسلامية بالوظائف التالية [300]:

-إصدار عقود الخيارات و تنظيمها، على شكل عقود نمطية كأن يمثل كل عقد مائة سهم مثلا بسعر محدد يسلم من خلال فترة محددة (90 يوم مثلا) .

-تقوم بدور بيوت التسوية أو المقاصة في بورصات العقود المعاصرة.

-إصدار عقود أجلة نمطية تمثل عددا من السلع الهامة و الأساسية .

-إصدار عقود مستقبلية صناعية تمثل أغلب السلع التي يتم الاتفاق على تصنيعها في الاقتصاديات المعاصرة.

-تقوم بتلقي طلبات الشراء و بيع عقود الخيارات و العقود الآجلة بأنواعها المختلفة، كما تقوم بمقابلة هذه الطلبات مع بعضها، أو القيام بنفسها بتنفيذ عملية الشراء أو البيع.

-تقديم استثمارات فنية للمستثمرين .

-تمثل ملتقى للبائعين و المشترين للعقود الآجلة و المستقبليات و الخيارات بحيث يسهل الاتصال و التفاوض بما يؤدي إلى تحديد أسعار أكثر عدالة .

-**آلية عمل السوق** : تعتبر هذه السوق أشبه بشركة تأمين إسلامية للأسهم و الأوراق المالية و الخيارات و العقود الآجلة و المستقبليات، و يتم تداول العقود الآجلة و المستقبليات في إطار الضوابط الشرعية التي تحكم عقود السلم و الاستصناع .

ج-الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية:

---

[300] كمال توفيق حطاب، **نحو أسواق مالية إسلامية** ،07/04/2012 ، ص26 عن الموقع :

Kamalhattab. info/blog/wp-content/.../sook.pdf

الأسهم: فكل أسهم الشركات أي كان نوع النشاط يمكن قبوله في السوق المالية الإسلامية ما عدا الأسهم المحرمة، أي التي تعتمد على شركات تتعامل بأساليب محرمة شرعا.

صكوك الإجارة : يتم تأجيرها تأجيرا تشغيليا أو منتهيا بالتمليك لجهة ما، و يوزع عائد أقساط الإجارة على حملة الصكوك، مع رد جزء من قيمة العين إن كان تأجيرا منتهيا بالتمليك، و يتم تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية الإسلامية لأن حامل الصك يملك الجزء الشائع الذي يمثله الصك في العين المؤجرة، و ميزة هذه الصكوك أنها تدر لحاملها عائدا ثابتا هو نصيبه في أقساط الإجارة و بالتالي ففيها غناء عن السندات ذات الفوائد الربوية التي تتميز بوجود عائد ثابت محدد مقدما.

صكوك المشاركة: هي عبارة عن صكوك استثمارية تمثل ملكية رأس مال المشاركة، و لا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك و حملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يرجع إليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية[301].

صكوك المضاربة : و تسمى كذلك بصكوك المقارضة و تعرف بأنها الوثائق الموحدة القيمة و الصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، و ذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح و الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه و بحسب النسب المعلنة على البيوع المتبقية من الأرباح الصافية، و هي تشبه صكوك المشاركة و لكن الاختلاف فيها أن حملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح و المضارب يحصل على الجزء الأخر، أما الخسارة التي لم تنجم عن تقصير أو تعد من المضارب فيتحملها حملة الصكوك فقط[302].

صكوك المرابحة: وثائق متساوية يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة و تصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما ثم بيعها بمرابحة معلومة مثل معدات مطلوبة ضمن عقد استصناع مثلا فيتم شراء المعدات مرابحة و يكون حاملوا الصكوك هم ملاك المعدات و ثمن بيعها بالمرابحة.

---

[301] محمد سعيد محمد الرملاوي، **الأزمة الاقتصادية العالمية (إنذار الرأسمالية و دعوة للشريعة الإسلامية)**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001، ص ص246-247.

[302] حيدر يونس الموسوي ، **المصارف الإسلامية (أداءها المالي و أثرها على سوق الأوراق المالية)**، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، 2011، ص127.

صكوك السلم : تطرح لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه تسلم بعد مدة و يكون حق حامل الصك مؤجلا إلى حين استلام السلع و بيعها، فتصفي الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة، و هذه لا يجوز تداولها لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضه من ناحية و لأنها تمثل دينا و تداول الديون له ضوابط لا يتيسر معه تداول الصكوك[303].

صكوك الاستصناع : هذه الصكوك تحمل قيما متساوية يصدرها الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما كمنتج موصوف في الذمة، و يحصل على قيمة الصكوك ثم يباشر بتصنيع المنتج بحسب المواصفات، و يقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها، و يمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالإقساط، و يصبح حاملوا الصكوك هم ملاك المنتج المستصنع .

و ينطبق الاستصناع على تشييد المباني و بناء السفن و الطائرات و الجسور و الطرق و محطات توليد الطاقة الكهربائية و الماء و غيرها وفقا لمواصفات محددة في العقد و تاريخ للاستلام و قيمة محددة يتم الاتفاق عليها[304].

د - طبيعة المعاملات في سوق الأوراق المالية الإسلامية :

تقسم الأسواق المالية بصفة عامة إلى أنواع عدة منها على سبيل المثال الأسواق العقارية، و الأسواق الزراعية، و الأسواق الصناعية، و أسواق التمويل، و أسواق الصرف، و أسواق النقد و أسواق الأوراق المالية و غير ذلك، و سمي السوق باسم موضوع التعامل فيه.

و سوق الأوراق المالية يطلق عليها بالبورصة تختص بإصدار و تداول الأوراق المالية مثل الأسهم و السندات، و الصكوك بمختلف أنواعها، و لكن أغلب الأوراق المتعامل فيها عالمي هي الأسهم و السندات ، و لقد أجاز الفقهاء التعامل في الأسهم اذا كانت الشركة المصدرة لها تعمل في مجال الحلال، أما السندات فهي تقوم على القرض بفائدة و الفائدة ربا محرم و من أهم مقاصد سوق الأوراق المالية هي تهيئة عرض و طلب الأوراق المالية لانجاز عمليات

---

[303] فقه المصارف الإسلامية ، **أهمية السوق المالية السلامية الدولية**، 08/04/2012 عن الموقع :

www.badlah.com/page-91html

[304] عبد الفتاح محمد فرح ، **أنواع الصكوك الإسلامية**، 08/04/2012 عن الموقع :

www.kamtakji.com/fiqh/files/Marlets/657.doc

الإصدار و الشراء و البيع و الوساطة وفق ضوابط معينة لتجنب الاحتكار و التدليس و المقامرة و لتحقيق الانسياب، و من أهم المعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية ما يلي : الأموال لتمويل المشروعات لتحقيق التنمية الاقتصادية، و هذا مشروع اذا كان يتم وفق الضوابط الشرعية للمعاملات[305].

المعاملات العاجلة: هي العقود التي تتم في أسواق البيوع العاجلة و فيها يتم تسليم الثمن (المال) و المثمن (الأسهم) حالا و دون تأجيل و لذلك سميت عاجلة[306].

المعاملات الآجلة : و هي العقود التي تتم في أسواق البيوع الآجلة، و فيها يتم الاتفاق بين طرفي العقد دون تسليم الثمن (المال)، و المثمن (الأسهم) حالا، و إنما في موعد مؤجل يسمى يوم التصفية و لذلك سميت أجلة. و بهذا يتبين الفرق الرئيسي بين العمليات العاجلة و الآجلة، المرتكز على (التسلم و التسليم في الثمن و المثمن)، ففي العمليات العاجلة يتم ذلك في موعد التعاقد و إبرام الصفقة بحسب القوانين، و في العمليات الآجلة يتم ذلك في موعد لاحق غير موعد التعاقد و يسمي موعد التصفية، و غالبا لا يتم التسلم و التسليم لمحل العقد و إنما يستعاض عنه بالتسوية النقدية، بحسب الاتفاق بين الطرفين[307] و على سبيل المثال نجد :

-**الشراء الجزئي** : و مؤداه أن يدفع المشتري جزءا من الثمن، و يعقد عقد قرض ببقية الثمن من السمسار، فهما عقدين في آن واحد عقد شراء قرض، و هذا غير جائز شرعا لأن **رسول الله صلى الله عليه وسلم** نهى عن اشتراط بيع و سلف.

-**البيع على الكشوف** : و مؤداه أن يتم على الورقة المالية عدة بيوعات و هي في ذمة صاحبها الأول دون أن يحوزها المشترين، فهذه بيوع وهمية ورقية بهدف الاستفادة من فروق الأسعار، وهذا من المقامرة التي نهى الشرع عنها حيث أن **رسول الله صلى الله عليه وسلم** نهى عن بيع ما ليس عندك.

---

[305] حسين حسين شحاتة ، **المنهج الإسلامي لتشخيص و معالجة الأزمات في سوق الأوراق المالية** ،07/04/2012 عن الموقع : www.darelmashora.com/download.ashx?docid

[306] محمد وجيه حنيني، **تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية (دراسة تطبيقية)**، دار النقاش للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص63.

[307] المرجع نفسه، ص76.

-**عقود الاختيارات** : و مؤداه أن تتم عمليات شراء أو بيع على ورقة مالية معينة في تاريخ لاحق بسعر معين يحدد وقت التعاقد، و هي غير جائزة لأنها تقوم على المقامرة، حيث ينتظر البائع أو المشتري حظه من تقلبات الأسعار، و لقد نهى **رسول الله صلى الله عليه وسلم** عن بيع العربون، و بيع الكالئ بالكالئ وبيع الدين بالدين.

-**عقود المستقبليات** : و مؤداه أن يتم على بيع و شراء ورقة معينة على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، بدون دفع ثمن أو تسليم البيع، و هذه البيوع غير جائزة لأنها تقوم على بيع ما ليس عندك و بيع الكالئ بالكالئ .

2-**تزايد الاهتمام بالاقتصاد الإسلامي** : و يبرر هذا الاهتمام من خلال جانبين هما :

2-1-**الجانب النظري** :

لقد برز الاهتمام بالاقتصاد الإسلامي من خلال تصريحات المفكرين المسلمين و غير المسلمين و خاصة المسؤولين، بأهمية و فائدة الاقتصاد الإسلامي و دعوتهم إلى تطبيقه عندهم، و فيما يلي نماذج من تصريحات بعض الخبراء و المفكرين الاقتصاديين الإسلاميين و الغربيين على حد سواء، و خلال المؤتمرات التي أجريت في العديد من الدول و التي يتضح من خلالها الاهتمام الكبير بأهمية و ضرورة تطبيق الاقتصاد الإسلامي :

جاء على هامش ندوة " الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي و تأثيرها على الاقتصاديات العربية " التي عقدت بمركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر، و شارك فيها عدد من الخبراء و المتخصصين من الجامعة و البورصة و المصارف، أن النظام الاقتصادي الإسلامي يطرح نفسه بقوة كحل لمواجهة براثن النظام الرأسمالي الذي يقف وراء الكارثة الاقتصادية التي هزت أسواق المال العالمية .

كما طالب الاقتصاديون بضرورة الإسراع نحو التعاون العربي و الإسلامي من أجل مواجهة الأزمة، و الاستفادة من الجهود الدولية بهذا الصدد لمواجهة أثارها السلبية عن طريق خطة جماعية واعية تعود على الدول الإسلامية بالنفع.

و خلال يوم دراسي دولي انعقد بتونس في شهر أفريل 2010 حول موضوع التمويل الإسلامي واقع و أفاق، بدأ التمويل الإسلامي كأنه لم يكن من قبل اذ أن الاهتمام به يزداد شيئا فشيئا من المجتمع العالمي، و حسب الخبراء فان هذا البديل هو مسؤول اجتماعيا و الأكثر اقترابا من الاقتصاد الحقيقي، اذ أكد بعض الخبراء اعتبار التمويل الإسلامي حل عالمي[308].

و في المغرب و خلال الدورة الثانية للمنتدى الذي انعقد بمدينة الدار البيضاء بالمغرب في يوم 06 إلى 08 أفريل 2010، أجاب السيد زبير بن ترديات (فرنسي الجنسية و مغربي الأصل) الرئيس التنفيذي لشركة الاستثمارات الفرنسية Isla-Invest consulting و هي شركة زائدة في مجال الاستثمارات الاستثمارية الفرنسية و العقارات وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، عن سؤال طرح له فيما يخص الكلام الكثير عن التمويل الإسلامي مند الأزمة المالية العالمية، فهل هي حقا بديل للنظام التقليدي ؟

فقال" لم يكن التمويل الإسلامي أبدا اذ عاد لأن يكون البديل، بل الأحرى هو إمدادات إضافية تطرحها المؤسسات المالية الراغبة في الامتثال لقواعد الشريعة الإسلامية، و مع ذلك بالنسبة للمسلمين، بل هو بديل حقيقي عندما نرغب في احترام المبادئ و التعاليم الدينية التي ينص عليها الإسلام، لأن الربا موجود في كل مكان "[309].

و في تركيا، جاء في تصريحات عدد كبير من المتخصصين في المال أثناء المنتدى العالمي للتمويل الإسلامي في أعمال دورته 15 في اسطنبول، حيث ركز الدكتور عبد الله الشامي من الإمارات في أطروحته أمام المنتدى على أهمية دور علماء الشريعة و الفقهاء في تقديم شروح و اجتهادات في مسألة الصكوك المالية الإسلامية، مطالبا بعدم إخضاع فريق الاستشارة

---

[308] selim slimi, Economie:" la finance islamique en débat en tunisie'',16/04/2010 le site :

http://infas.banks.over.blog.net/article.la.finance-islamique-en-débat.en.tunisie-52672690.html.publié

[309] - سليمان ناصر، **تنامي الاهتمام بالاقتصاد الإسلامي في المجتمعات غير الإسلامية كأثر معنوي للأزمة المالية العالمية (الأسباب و النتائج و الأفاق)**،12/04/2012 عن الموقع :

Doc.تنامي –الاهتمام –بالاقتصاد-الإسلامي /.../iefpedia.com

الإسلامي لدى الهيئات المالية الناشطة في برامج تمويل إسلامية لأي ضغوط في الفتاوى و الآراء التي يقدمها للإدارة التنفيذية، مذكرا بأن العنصر البشري و مدى صدقه و إخلاصه من عدمه له دور واضح على ما يبدوا في الأزمة المالية الأمريكية المعروفة في عالم اليوم الحاضر بأزمة العقارات، و أضاف الشامي أن النجاح و انتشار نظام الصكوك الإسلامية يمكن أن يتحقق في حال الالتزام بقواعد و أسس الشريعة الإسلامية و ما اتفق عليه الفقهاء[310]

2-2- على المستوى التطبيقي :

ففي الهند و باعتبارها مكانا محتملا للصرافة الإسلامية، بمقدوره اجتذاب مستثمرين من الهنود غير المقيمين بالبلاد، قد أطلقت بعض كبريات الشركات الهندية منتجات مالية إسلامية في البلاد، لذا فهي تحتاج إلى مهنيين ، و قد أوضحت أروى تابيا مسؤولة الربط الهندسية لدى معهد لندن للأوراق المالية و الاستثمارية بأنه " على الرغم من أنه لا يزال من المبكر إصدار حكم يمكننا رصد الكثير من الاهتمام بين المهنيين الهنود بفرصة اكتساب معرفته في المجال المالي الإسلامي، و يمكن خوض الامتحان عبر الحواسب الآلية من داخل مراكز في بنغالر و كولكتا و مومباي و نيودلهي، تستهدف الدورة التدريبية مهنيين استثماريين جدد و متمرسين متخصصين في مجالات التمويل، و النجارة و الاستثمار المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، و تتناول الدورة القضايا المالية الإسلامية من منظورين فني وشرعي[311] .

وفي فرنسا التمويل الإسلامي يثير الفضول و الحماس في جميع أرجاء الدولة، مما تطلب ذلك الدراسة و التعليم و لهذا ازدادت التدخلات الكبيرة من جانب ممثلي الجمعيات في هذا المجال، اذ أصبح الآن التمويل الإسلامي جزء من الاقتصاد الفرنسي، و منذ 07 يوليو 2010، أعلنت السيدة كريستين لاغارد وزيرة الاقتصاد بمناسبة لقاءات المالية في باريس، أن أربعة منتجات جديدة تميز المالية بداية عام 2010 خاصة بالتمويل الإسلامي فمنذ أن تم نشرها بتاريخ 24 أغسطس 2010

---

[310] مرجع نفسه.

[311] سليمان ناصر، عايدي عبير لعبيدي، **تنامي الاهتمام بالاقتصاد الإسلامي في المجتمعات غير الإسلامية كأثر معنوي للأزمة العالمية(الأسباب و النتائج و الأفاق)**، المؤتمر العلمي الحادي عشر لكلية الشريعة حول الأزمة الاقتصادية المعاصرة (أسبابها و تداعياتها و علاجها)، جامعة جرش ، الأردن، 14 و16 ديسمبر 2010، 2012/04/11 عن الموقع :

www.drnacer.net/fichier/23.pdf

في النشرة الرسمية للضرائب، و فرنسا لديها الآن نظام ضريبي مناسب لمثل هذه العمليات، الصكوك (قريبة من التزامات المعاهدة)، المرابحة (الشراء و البيع باستخدام هامش التمويل)، و الإجارة (ما يقرب من عقد الإيجار)، و الاستصناع، مما يؤكد طموحات فرنسا في مجال التمويل الإسلامي و قد اتجهت الإدارة في فرنسا إلى تصحيح الأخطاء التي اتسمت بها القوانين الضريبية الأولى في هذا المجال، اذ أن التعليمة الأولى و الثانية جاءت لإعادة النظر في النظام الضريبي المطبق على معاملات الصكوك و المرابحة، و تلغى أحكام تعليمات من 25 فبراير 2009 وفي هذا الإطار من القانون الفرنسي فالعمليات نسبيا متوافقة مع الشريعة الإسلامية، و لا تزال هناك حاجة و مرافقة من قبل الخبراء و العلماء و المختصين في هذا المجال[312] .

2-3– المنهج الإسلامي كعلاج للأزمات في سوق الأوراق المالية :

من المعالم الأساسية التي تسبب انهيار سوق الأوراق المالية هي المقامرات و المضاربات و التعامل بالربا و الاحتكار و التدخلات السياسية، و يمكن علاج الأزمات وفق للمنهج الأساسي على النحو التالي:

أ-الالتزام بالقيم و الأخلاق الإسلامية في كل المعاملات بالأسواق المالية:

و التي تعد هي الموجة لأفعال و تصرفات المسلمين في كل معاملاتهم و كافة شؤون حياتهم، و تمثل الإطار السلوكي الذي يمنع من حدوث عمليات التدليس أو الكذب أو خلق الإشاعات.

و هذه القيم تبدأ بالقيم الإيمانية التي تحث على استشعار الخوف من **الله** و عقابه و الطمع برضاه و جنته، ثم القيم الأخلاقية التي تحث على الصدق و الأمانة و والإخلاص و العفو و التسامح و الوسيطة و الوفاء، و كذلك القيم السلوكية كالتعاون و التضامن و الأخوة و الاستقامة و الحلم و الرفق، و هذه القيم تشكل مجتمعة المحفز الداخلي للمسلم للتطور و الإبداع[313].

---

[312] سعد بن حمدان اللحياني ، **اتجاه الغرب نحو اقتصاد إسلامي**،2012/04/09 عن الموقع :

islamiccenter.kau.edu.sa/arabic/.../S-Al-lihyani-25-pdf

[313] عمر يوسف عبد الله عبابنة، **الأزمة المالية المعاصرة (تقدير اقتصادي إسلامي)**، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع ، الأردن، 2011، ص174.

ب-تجنب مختلف المعاملات الربوية : سواء في مجال الديون (ربا النسيئة) أو في مجال البيوع (ربا البيوع)، باعتبار أن الفوائد الربوية هي المولد و المنشط للأزمات الاقتصادية بصفة عامة، و الأزمات في السوق المالي بصفة خاصة[314] .

ج-تجنب البيوع غير المشروعة : حيث منع بيع السلع قبل أن يحوزها المشتري، فحرم بيع مالا يملك الإنسان، و حرم تداول الأوراق المالية و السندات و الأسهم الناتجة عن العقود الباطلة، و حرم وسائل النصب و الاحتيال التي تبيحها الرأسمالية بدعوة حرية الملكية، و منع الأفراد و المؤسسات و الشركات من امتلاك ما هو داخل في الملكية العامة، كالبترول و المعادن و الطاقة و الكهرباء المستعملة في الوقود و جعل الدولة تتولاها وفق الأحكام الشرعية، و هكذا فقد عالج النظام الاقتصادي الإسلامي كل اضطراب و أزمة في اقتصاد تسبب شقاء الإنسان، فهو نظام فرضه رب العالمين الذي يعلم ما يصلح لمخلوقاته [315].

د-تطهير المعاملات من الاحتكار : سواء كان كان احتكار كبار المتعاملين أو احتكار المؤسسات المالية و النقدية العامة في تلك الأسواق، أو احتكار الدولة، و يجب أن تكون هناك منافسة حقيقية لا يشوبها غرر أو جهالة أو تدليس أو مقامرة و مضاربة أو أي صورة من صور أكل أموال الناس بالباطل .و من مساوئ الاحتكار و أخطاره الجسيمة أنه يضيق المنافسة، و يقضي على صغار المتعاملين و يؤدي إلى تركيز الثروة في يد فئة قليلة من المتعاملين تكون قادرة على السيطرة على المعاملات في هذه الأسواق .

ذ-ضبط و ترشيد الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية : و التي تحتاج إليها الناس جميعا و فيها منافع لحفظ الدين و العقل و النفس و العرض و المال، و تجنب توجيه الأموال نحو الإسراف و التدبير، و عدم إنفاق أي مال لا يقابله عائد مشروع.

3- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية(البحرين)

3-1- نظرة عن اقتصاد دولة البحرين :

---

[314] جمال لعمارة، رايس حدة، **تحديات السوق المالي الإسلامي**، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات (دراسة حالة الجزائر و الدول النامية)،جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21 و 22 نوفمبر،2012/04/07 عن الموقع :

iefpedia.com/.../ تحديات السوق المالي الإسلامي .Doc

[315] الهواري بن لحسن، **طبيعة الأزمة المالية الراهنة و إشكالية الفكر التنموي البديل (رؤية إسلامية)**، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، 2010.

تعد تركيبة الاقتصاد البحريني الأقل اعتمادا على النفط بين اقتصاديات دول الخليج، حيث عملت حكومة البحرين منذ وقت مبكر في تنويع موارد الاقتصاد الوطني بالاستثمار في صناعات أساسية كصهر الألمنيوم و الصناعات التكميلية و البتروكيمياويات و صيانة السفن . و تأتي أهمية مملكة البحرين التجارية و الاقتصادية كونها منطقة انطلاق بالنسبة للكثير من الشركات العاملة في المملكة العربية السعودية و دولة الكويت .

ونسبة لمحدودية النفط و الغاز في البحرين فقد اتجهت البلاد لتنويع مصادر اقتصادها، و قد بدأت هذه العملية في أواخر الستينيات من القرن الماضي بافتتاح مصهر ألمنيوم البحرين (ألبا) و لم يثبت المصهر أنه مشروع ناجح فقط بل جذب إليه الكثير من الصناعات ذات الصلة والتي تتغذى من منتجاته . كما يستفيد القطاع الصناعي في البحرين إلى أقصى حد من الموارد النفطية التي تستخدم في الكثير من الصناعات الكيماوية و البتروكيماوية، أما في مجال الغاز فقد أسست البحرين مصنعا ضخما لأمونيا و الميثانول و اليوريا و هو يعد واحد من أضخم المصانع في المنطقة، كما استفادت البحرين من ازدهار النفط عام 2001 و نجحت في جذب الاستثمار من الدول الخليجية الأخرى جزئيا ليسهم الاستثمار في تطوير البنى التحتية و مختلف الصناعات الأخرى .

و من جهة أخرى شجعت القوانين المصرفية البحرينية المرنة الكثير من العرب و الخليجيين على إيداع و استثمار مدخراتهم في المصارف البحرينية، مما جعلها أحد أهم المراكز العربية حيث شهدت خلال السنوات الماضية تطورا ملحوظا في عدد المصارف العاملة في البحرين و خصوصا المصارف الإسلامية[316]. و في ما يلي عرض لأهم المؤشرات الاقتصادية لمملكة البحرين [317]:

أ-النمو :

---

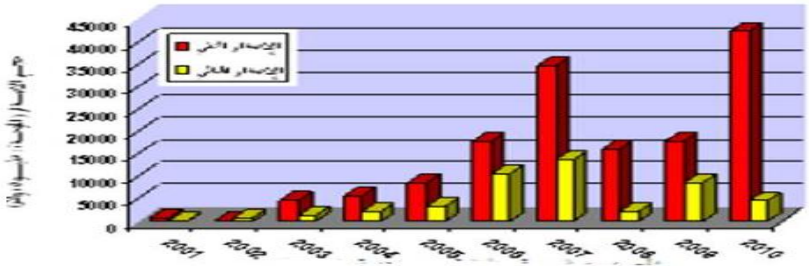
[316] صحيفة النبأ، **معلومات عن الاقتصاد البحريني**،18/04/2012 عن الموقع :

www.alnabanews.com/node/2243

[317] Gulfbase، **مملكة البحرين**،24/04/2012 عن الموقع :

www.gulfbase.com/AR/GCC/index/4- Arabie saoudite

شكل رقم (31) : الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار أمريكي)



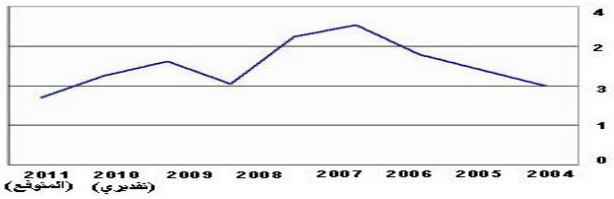
المصدر: مقال عن مملكة البحرين،2012/04/22 من الموقع :

www.gulfbase.com/AR/GCC/index/4 -Arabie saoudite

يسيطر النفط على النشاط الاقتصادي بصورة واضحة، كما أن مملكة البحرين تعمل أيضا على تطوير صناعات الألمنيوم، و أدى الارتفاع الحاد و المستمر في أسعار النفط خلال الخمسة أعوام و ارتفاع الطلب للتملك العقاري و الإنشاءات إلى نمو اقتصادي قوي، حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بنسبة 15.2 % ليصل إلى 21.2 مليار دولار أمريكي في عام 2008 مقارنة بعام 2007، حيث كان معدل النمو 16.3 % إلى 18.5 % مليار دولار أمريكي، انخفض الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بنسبة (-4.8 %) في عام 2009 بسبب الأزمة المالية العالمية و تراجع سوق النفط العالمي. و من المتوقع أن يرتفع بنسبة 10.3 % ليصل إلى 22.4 % مليار دولار أمريكي في عام 2011، كما ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 6.1 % في عام 2008 مقارنة بنسبة 8.1 % في عام 2007 و انخفضت نسبة النمو إلى 2.9 % في عام 2009، و من المتوقع أن ترتفع نسبة النمو الحقيقي إلى 3.5 % في عام 2010 و إلى نسبة 4 % في عام 2011 على خلفية تعافي الاقتصاد المتوقعة .

ب- التضخم :

شكل رقم (32) : مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي (%)



المصدر: مقال عن مملكة البحرين،2012/04/22 من الموقع :

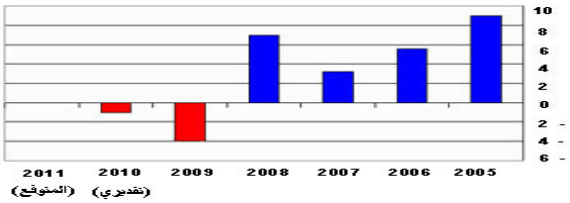
www.gulfbase.com/AR/GCC/index/4 -Arabie saoudite

تتمتع البحرين بدرجة عالية من استقرار العملة و الأسعار، و لقد تأثرت قليلا بالبيئة التضخمية الحالية مقارنة بدول المنطقة، و لقد حظيت الدولة بمعدل تضخم منخفض جدا لفترة طويلة، كما أن معدل التضخم كان يتراوح ما بين -1.2 % إلى 3.5 % خلال عام 2001 إلى 2008، كما أدت أسعار النفط القوية إلى زيادة الانفاق في البحرين من قبل المواطنين و الزوار و خاصة من المملكة العربية السعودية ، و أدى هذا التعامل إلى أن يسجل التضخم زيادة طفيفة في عامي 2007 و 2008 ، و مع ذلك فقد سجل مؤشر أسعار المستهلك زيادة بلغت 3.5% في عام 2008 مقارنة بعام 2007 حيث كانت الزيادة 3.3 % ، بينما انخفض مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية السنوي إلى 2.8 % في عام 2009 ، و معدل التضخم المرتفع نسبيا في عام 2008 يدل بصفة رئيسية إلى تدبدب الدينار البحريني المربوط بالدولار الأمريكي مقابل الين الياباني و اليورو و الإسترليني، إضافة إلى زيادة الطلب المحلي .

كما ارتفعت أسعار السلع المستوردة أيضا، و من المتوقع أن يبقى التضخم تحت السيطرة بنسبة 2.4 % في عام 2010 و 2 % عام 2011 .

ج-الوضع المالي :

شكل رقم (33) : (الفائض /العجز) الموازنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: مقال عن مملكة البحرين،2012/04/22 من الموقع :

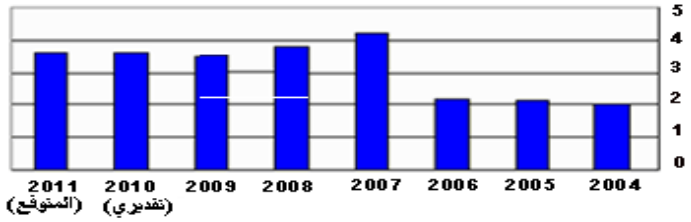
www.gulfbase.com/AR/GCC/index/4 -Arabie saoudite

عادة ما يعتمد التمويل الحكومي بدرجة كبيرة على تحركات الأسعار النفطية، حيث تمثل إيرادات النفط 70 % من إجمالي الإيرادات تقريبا . و تشكل رواتب القطاع العام ثلثي الإنفاق الحالي أي 82.2 % من إجمالي الإنفاق الحكومي و قد حققت البحرين فائض مالي مرتفع بلغت نسبته 7 %

من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008 مقارنة بنسبة 3.2 % في عام 2007، و قد تحول الفائض إلى عجز مالي بلغت نسبته العالمية (-4%) من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2009 بسبب الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية، و من المتوقع أن ينخفض العجز إلى (-1 %) من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2010 و إلى 0 % عام 2011 نظرا لانتعاش الاقتصاد العالمي المتوقع .

د-العملة:

شكل رقم (34) : الاحتياطات العالمية باستثناء الذهب (مليار دولار أمريكي)



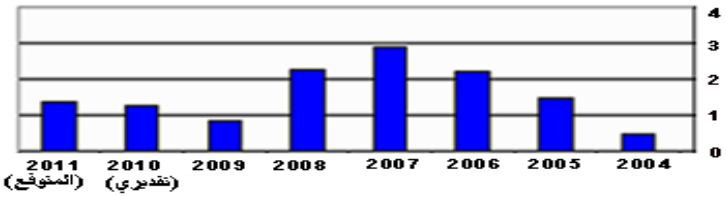
المصدر: مقال عن مملكة البحرين، 2012/04/22 من الموقع:

www.gulfbase.com/AR/GCC/index/4 -Arabie saoudite

إن دولة البحرين تعمل رسميا بنظام سعر صرف ثابت، حيث أن الدينار البحريني مربوط بحقوق السحب الخاصة و السعر يعادل 0.46 % دينار بحرينيا و يسمح بتقلبات حتى 7.25 % وعمليا فان الدينار البحريني مربوط بالدولار الأمريكي بسعر 0.376 % دينار بحريني مقابل الدولار الأمريكي مند عام 1981، و تشعر السلطات بأن الربط يوفر الثقة لدى المستثمرين و من المستبعد أن يستمر ذلك في الأمد المتوسط، كما بلغ إجمالي الاحتياطات ناقض الذهب 3.80 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2008 مقارنة بعام 2007 حيث كان 4.20 مليار دولار أمريكي و الذي انخفض إلى 3.5 مليار دولار أمريكي في عام 2009، و من المتوقع أن تصل هذه الاحتياطات إلى 3.6 مليار دولار أمريكي في نهاية عامي 2010 و 2011 .

ذ- الحساب الخارجي :

شكل رقم (35) : ميزان الحساب الجاري (مليار دولار أمريكي)



المصدر: مقال عن مملكة البحرين،2012/04/22 من الموقع :

www.gulfbase.com/AR/GCC/index/4 -Arabie saoudite

حققت البحرين أيضا فوائض تجارية كبيرة و فوائض في الحساب الجاري على خلفية الطلب القوي على الطاقة في العام خلال 2005 و 2008، كما أظهر الاقتصاد البحريني فائضا في الحساب الجاري خلال 2005 و 2008، كما أظهر الاقتصاد البحريني فائضا في الحساب الجاري بلغ 2.26 مليار دولار أمريكي (حوالي 10.6 % من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2008 مقارنة بعام 2007، حيث كان 2.91 مليار دولار أمريكي (حوالي 15.8 % من الناتج المحلي الإجمالي)، و قد انخفض فائض الحساب الجاري إلى 0.83 مليار دولار أمريكي (حوالي 15.8 % من الناتج المحلي الإجمالي)، و قد انخفض فائض الحساب الجاري إلى 0.83 مليار دولار أمريكي حوالي 4.1 % من الناتج الإجمالي في عام 2009 بسبب الأزمة المالية العالمية، و من المتوقع أن يرتفع فائض الحساب الجاري إلى 1.23 مليار دولار أمريكي (حوالي 5.5 % منت الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2010 و إلى 1.34 مليار دولار أمريكي (حوالي 5.7 % من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2011 .

3-2- نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين) :

تم ترخيص أول بنك إسلامي في البحرين عام 1979، و هو بنك البحرين الإسلامي و منذ ذلك الحين تطور القطاع الإسلامي تطورا معتبرا استجابة لرغبة العملاء في إجراء أنشطتهم المالية على نحو يتماشى مع الشريعة الإسلامية، و يوجد الآن بالبحرين 28 مؤسسة مالية إسلامية مرخصة مكونة من 5 بنوك تجارية ، و 16 بنك استثماريا و ثلاث وحدات مصرفية خارجية . و في عام 2002 تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين بموجب مرسوم ملكي رقم 22 لسنة 2002 و من الأعضاء المؤسسة لهذه السوق هم البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك اندونيسيا، ليوان افشور فانينشال سيرفس كممثل للبنك المركزي بماليزيا، بنك السودان، ووزارة المالية

بسلطنة بروناي، و انضمت إليها بعد ذلك عدة بنوك إسلامية و بعض الشركات و من لهم صلة بالمؤسسات المالية الإسلامية، و بلغ عدد الأعضاء حتى الآن 25 مؤسسة مثل بنك أبو ظبي الإسلامي و بيت التمويل الكويتي و البنك الإسلامي الأردني، و سوق الإمارات للأوراق المالية، و مكتب المحاسبية العالمي أرنست و يونج، و الباب مفتوح لقبول أعضاء جدد و الهدف المبدئي لهذه السوق هو تقديم إطار تعاوني لتأكيد النمو المستمر لسوق مالية إسلامية تركز على مبادئ و قواعد الشريعة الإسلامية، باعتبار هذه السوق بديلا حيويا للنظام المصرفي التقليدي [318].

3-3- الهيكل التنظيمي للسوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين):

يقوم مجلس إدارة السوق بصلاحيات و مسؤوليات واسعة تشمل التخطيط و التنظيم و الإشراف و الرقابة، و من أهم هذه الصلاحيات رسم السياسات و الاستراتيجيات العامة للسوق، ووضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول، و تحديد الإجراءات و النظم الخاصة بإصدار وإدارة الأوراق المالية، و اتخاذ القرارات بشأن تسجيل الوسطاء و تعيين مراقبي الحسابات و تحديد إيرادات السوق و إقرار الميزانية الختامية ، و إعداد مشاريع القوانين و الأنظمة ذات العلاقة بالسوق و أهدافه، و تحديد نسب العمولات و شروطها ، و فرض الغرامات و العقوبات على المخالفين ووقف العمل في تداول أوراق مالية لشركة أو أكثر مؤقتا أو نهائيا حسب المقتضيات، و تشكيل اللجان الاستشارية، و خاصة في مجالات بحث سبل تطوير السوق و تحديد الأنظمة و الإجراءات لمكافحة المخاطر الناجمة عن التلاعب و الغش و تحديد المعايير المناسبة للمحاسبة و التدقيق و الإفصاح، و يتمتع مدير السوق بالصلاحيات اللازمة لتطبيق القوانين و الأنظمة و للقيام بمهام الإدارة و الإشراف وفق قرارات المجلس كما يحق له تعيين الكوادر المختلفة على أن يخضع ذلك لموافقة المجلس، و يتبع المجلس أجهزة فنية إدارية متخصصة يقوم المجلس بإنشائها تحت إشراف مدير السوق و هي كالتالي:

-جهاز العمليات، و يتولى ثلاثة مهام هي تطبيق الأنظمة الخاصة بالتداول و المقاصة و التسوية، و متابعة حركة التعامل و رصد اتجاهات الأسعار و متابعة حركة البيع بالأجل.

---

[318] محمد عبد الحليم، **أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية**،13/04/2012 عن الموقع :

www.kamtakji.com/fiqh/files/Markets/30058.doc

-جهاز البحوث و الدراسات و التطوير، و يتولى جميع الأمور المتعلقة بالدراسات و البحوث و التحاليل المالية للشركات و نشر المعلومات و التقارير، و تقديم الاقتراحات الخاصة بتطوير الأنظمة المطبقة في السوق على اختلاف أنواعها و مجالاتها.

-جهاز المراقبة و التحقيقات، و يتولى إعداد مشروعات القرارات و اللوائح و القوانين المتصلة بالسوق و متابعة تنفيذ الأحكام، كما يتولى مهمة التفتيش على الأعضاء (شركات ووسطاء) و التأكد من صحة المعلومات و البيانات الصادرة، و التحقيق في المنازعات المعروضة على كل من لجنة التحكيم و مجلس التأديب .

أما لجنة التحكيم فهي لجنة تنشأ بقرار من مجلس الإدارة برئاسة أحد رجال القضاء يرشحه وزير العدل و عضوين اثنين أحدهما عضو في المجلس، و تكون مهمتهما الفصل و اتخاذ القرارات بشأن المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق، أما مجلس التأديب فيختص بالفصل فيما يتعلق بالمخالفات لأحكام قانون السوق و لائحته التنفيذية و بقية اللوائح و التعليمات المرتبطة به، و يتكون من ثلاثة أعضاء برئاسة مدير السوق و تتراوح صلاحيته بين التنبيه و الإنذار إلى التغريم المادي و الوقف و الشطب لأعضاء من شركات ووسطاء و صانعي السوق[319]، حيث تقوم السوق المالية الإسلامية الدولية بالمهام التالية:

-تحقيق رؤية السوق بتحفيز البنيتين التحتيتين التجاريتين الداخلية و الدولية .

-ابتكار منتجات و تدفق المعلومات بقوة بمعايير و محددات دقيقة و مضبوطة .

-تأمين القبول و التكامل المتوافق مع اتجاهات الأسواق[320].

ا-واقع إصدار و تداول الصكوك الإسلامية حسب نشرات السوق المالية الإسلامية الدولية [321]:

يتم إصدار الصكوك الإسلامية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية و التعامل بها تحت رقابة اللجنة الشرعية، و تختلف أحكامها تبعا لاختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك

---

[319] عبد القادر، رسمية غالب، **متطلبات الشريعة لأسواق المال في مملكة البحرين مقارنة مع دول الخليج**، عن الموقع: 13/04/2012

www.lawsofsudan.net/modules.php?...

[320] زكريا سلامة، عيسى شنطاوي، **الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي** ، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، 2007 ، ص211.

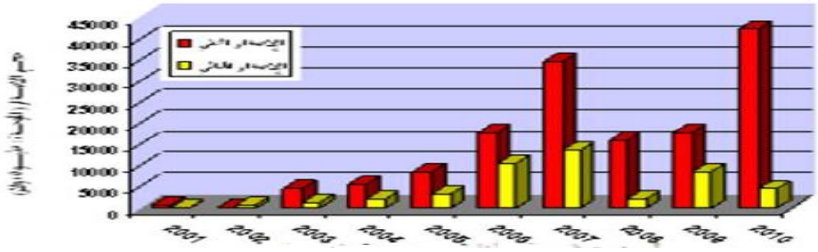
[321] نوال بن عمارة، **الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين)، ص ص**261-262، عن الموقع:

www.ouargla-univ.dz/page web/.../R0921.pdf

على أساسها، و يخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، و بحسب العائد على أساس نسب الربح المحقق .

-حجم إصدار الصكوك الإسلامية :

شكل رقم (36): تطور حجم الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001 -2010



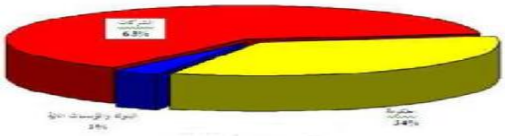
المصدر: نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية – البحرين –)، 2012/04/05 عن الموقع:
www.ouargla-univ.dz./page web/.../RO921.pdf.

حققت سوق الصكوك الإسلامية معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها و انتشارها بالرغم من التراجع الذي عرفته السوق المالية العالمية بسبب تداعيات الأزمة الأخيرة، و يتضح من الشكل السابق أن إصدار الصكوك الإسلامية عرف رواجا واسعا منذ انطلاقته لسنة 2001، حيث زاد حجم الإصدارات المحلية بمقدار ثلاث أضعاف من 5.645 مليار دولار لسنة 2004 إلى 17.897 لسنة 2006، أما حجم الإصدارات العالمية فبلغت قيمة 2.253 مليار دولار لسنة 2004 و 10.605 مليار دولار لسنة 2006، و لقد سجل الإصدار المحلي سنة 2007 بقيمة 34.997 مليار دولار أي بنسبة 32 % في حين بلغ الإصدار العالمي 13.811 مليار دولار بنسبة 31 % و ذلك لفائض السيولة الذي ظهر في المصارف الإسلامية نتيجة زيادة عائدات النفط خاصة لدى دول الخليج، حيث بلغ حجم الإصدار المحلي 16.252 مليار دولار، و بلغ حجم الإصدار العالمي 2.140 مليار دولار مسجلا انخفاضا كبيرا بنسبة 85 % ، و ذلك بسبب انعكاسات الأزمة المالية العالمية التي دفعت المستثمرين بالابتعاد عن الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت بما فيها الصكوك الإسلامية لأن هده الأداة مازالت حديثة، لتعرف بعدها الصكوك المحلية الإسلامية ارتفاعا سنة 2009 ليبلغ قيمة 17.885 مليار دولار، أما الإصدار العالمي لنفس السنة فبلغ 8.7 مليار دولار إلا أن حجم الإصدار

المحلي تضاعف لسنة 2010 ليبلغ 42.613 مليار دولار، في حين بلغ الإصدار العالمي 4.658 مليار دولار و ذلك بسبب زيادة المشاريع و البرامج الاتفاقية الضخمة التي أطلقتها الحكومات بالإضافة إلى التحسن الكبير الذي عرفته الصناديق السيادية، و عودة الحوكمة الاقتصادية لدى القطاع الخاص و التوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية .

- **إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب جهاز الإصدار :**

شكل رقم : (37) : الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية المصدرة خلال الفترة 2001 – 2010

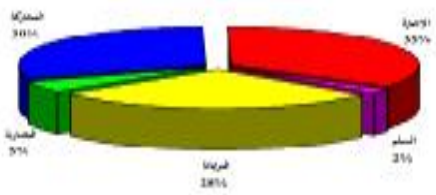


المصدر: نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية – البحرين –)، 2012/04/05 عن الموقع:
www.ouargla-univ.dz./page web/.../RO921.pdf.

يتبين من الشكل السابق أن الشركات تهيمن على عمليات إصدار الصكوك، حيث بلغت نسبتها 63% لسنة 2010، بنسبة 34 % من إجمالي السوق، أما المؤسسات المالية فبلغت نسبتها 3 %، حيث تزايد اهتمام الحكومات بإصدار الصكوك باعتبارها طريقة لتنويع مصادرها التمويلية، فمثلا قامت في نفس السنة كل من حكومة ألمانيا بإصدار 123 مليون دولار و تركيا بـ 100 مليون دولار، و اليابان بـ 100 مليون دولار .

- **إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب النوع :**

شكل رقم (38) : **توزيع الصكوك الاسلامية حسب نوعها خلال الفترة** 2001-2010

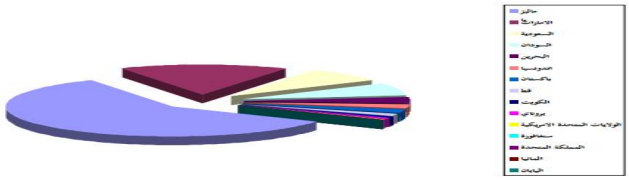


المصدر: نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية – البحرين –)، 2012/04/05 عن الموقع:
www.ouargla-univ.dz./page web/.../RO921.pdf.

تنوعت إصدارات الصكوك الإسلامية و الشكل السابق يوضح تشكيلتها خلال الفترة 2001 - 2010،حيث عرفت السوق نموا و تطورا من حيث أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة، فصكوك الإجارة احتلت المرتبة الأولى بنسبة 35 % لسنة 2010 و تأتي صكوك المشاركة في الرتبة الثانية بنسبة 30 % إلا أن أهم ارتفاع عرفته صكوك المرابحة إذ بلغت نسبتها 28 % سنة 2010، في حين بلغت نسبتها لسنة 2009 بـ 12 %، كما سجلت المضاربة و السلم خلال نفس السنة 5 % و 2 % على التوالي .

- إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول :

شكل رقم (39): توزيع الصكوك الإسلامية المصدرة في الدول لسنة 2010



المصدر: نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية – البحرين –)، 2012/04/05 عن الموقع:

www.ouargla-univ.dz./page web/.../RO921.pdf.

يتبين من خلال الشكل البياني السابق أن ماليزيا بقيت متربعة على سوق الصكوك الإسلامية سنة 2010، و دلك بنسبة 58.51 % متبوعة بكل من الإمارات و السعودية بنسبة 16.33 % و 7.78 % على التوالي تتبعها السودان بنسبة 6.62 % و البحرين بنسبة 3.19 % و أندونيسيا 2.36 % كما بلغت نسبة الإصدار في الباكستان و قطر 1.75 % و 1.27 % على التوالي، و لقد عرفت الصكوك الإسلامية دخول متعاملين جدد كالمملكة المتحدة بنسبة 0.14 % و ألمانيا بنسبة 0.06 % ، و اليابان بنسبة 0.05 % .

خاتمة الفصل:

لقد تبين أن الأزمات المالية التي تضرب الأنظمة المالية ثم تنتقل لتصبح أزمات إقتصادية تشل الإقتصاد الحقيقي، هي سلسلة غير متناهية من الاضطرابات المالية و الاقتصادية المختلفة الحجم و العمق، كما أنها أزمات من الصعب جدا و ربما من المستحيل التكهن بها، سواء من حيث التوقيت أو حجم الأضرار أو حتى المجال الجغرافي الذي ستتوقف عنده آثارها، فلقد أجاد المختصون من باحثين و مؤسسات في حشد النماذج و أنظمة الإنذار المبكر بغرض المعرفة المسبقة لتلك الأزمات لتفاديها و التصدي لها و الحد من آثارها و لكن دون جدوى، لهذا رأوا من الضروري تطبيق الحوكمة المحاسبية في مختلف الوحدات الاقتصادية كحل سريع و فعال لمختلف الأزمات إذن يمكن القول بأن تطبيق حوكمة الشركات لها تأثير إيجابي و فعال في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية في مفهومها الشامل، الذي يعتمد على معايير جديدة للجودة و التي تؤثر بدورها على سوق الأوراق المالية المعولمة. دون تجاهل أن هذه الأزمات المالية التي شهدتها دول العالم المتقدم كشفت عن عقم النظم الاقتصادية الغربية التي خرجت من عقول بشرية لا تهتدي بهدي الله تعالى، و هذا ما دعى كثيرا من الكتاب و المفكرين الغربيين بتطبيق الشريعة الإسلامية في المجال الاقتصادي و المالي حدا لهذه الأزمات التي تعصف بأسواق المال العالمية .

خاتمة

عامة

الخاتمة العامة:

ركزت هذه الدراسة على إبراز ظاهرة مهمة وهي ظاهرة عولمة أسواق المال، و توضيح العلاقة بينها و بين تصاعد مستوي المخاطر و تكرر الأزمات المالية، ثم حصر قنوات انتقال الأزمة لبعض الاقتصاديات المختارة و وضع مجموعة من الإجراءات و الآليات العلاجية و البدائل الوقائية لها بالتركيز على آخر أزمة مالية حدثت، أزمة الرهن العقاري باعتبارها إحدى الأزمات المالية الحادة التي كان لها بعد عالمي كبير و هددت استقرار النظام العالمي ككل. حيث تم معالجة الدراسة بشيء من الدقة و الموضوعية و النفاد إلى الآثار الحقيقية للظاهرة على الصعيدين الدولي وعلى مستوى الاقتصاديات النامية.

نتائج البحث و اختبار فرضياته

أسفرت هذه الدراسة عن مجموعة من النتائج يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية، وهذا ما مكننا من نفي أو إثبات كل فرضية تم وضعها في الدراسة، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج:

1- إن عولمة أسواق المال ظاهرة قديمة في مضمونها، جديدة في مظاهرها ارتكازا إلى نقطتين الأولى على اعتبارها مرحلة متطورة في سياق تطور الرأسمالية و الثانية على اعتبارها مدفوعة بقوى التكنولوجيا و المعلوماتية.و هو ليس رأيا جديدا نطرحه و انما طرح سابق ندعمه.

2- عولمة أسواق المال لها بعد زمني من خلال تدويل رأس المال، و لكن مرحلة السبعينات إلى الثمانينات من القرن الماضي مهدت لصعود قوي و غير مسبوق للأسواق المالية بعد انهيار النظام النقدي الدولي و الأزمة البترولية الأولى، إلى تنامي أزمة المديونية في دول العالم الثالث و بداية تفاقم العجز في موازين المدفوعات و العجز الأمريكي المزدوج، ثم عملت تلك الأسواق المتزايد حجمها و دورها على بعث مرحلة جديدة للرأسمالية هي مرحلة الرأسمالية المالية، و إطلاق العنان لتطلعات رأس المال المالي و الشركات متعددة الجنسيات.

3- بشكل متسارع دخل الاقتصاد محيط المالية الشاملة، بعيدا عن الصورة الاعتيادية للسوق الضخم، نحو سوق مالي عالمي ناتج عن و ضع الأسواق الوطنية في اتصال دائم، نحو تغيير عميق في العلاقات الدولية و مشهد جديد تبدو فيه السياسات أكثر تعقيدا، تغذيه تفاعلات الفكر الليبرالي المتجدد، ديناميكية الرأسمالية المالية، التحرير المالي و الخوصصة و تدعمه

تطورات المالية الشاملة، الاورو أسواق و التجديد المالي و التقدم التكنولوجي و التطور في الخدمات المالية و البنكية . إن هذه النتائج الثلاث تؤكد صحة الفرضية الأولى.

4- تمارس عولمة أسواق المال في خطابها إلى الدول النامية إغراءاتها حول دولة الرفاه غير الكينزية، دولة تتراجع فيها سيادة الدولة و إطارها القومي لصالح حاكميه السوق، هي دولة يراد للتحرير فيها أن يمارس دور محفز للنمو بدل مشروع الدولة التنموية، في إطار تنمية اقتصادية، سياسية، اجتماعية، ثقافية، يبرز مشروع المنطقة الحرة الموسعة أو بتعبير أخر الأسواق الناشئة أو الصاعدة، التي سرعان ما كبحت صعودها الأزمات المتعاقبة.

5- إن الاقتصاد العالمي عرف خلال جميع مراحل تطوره الكثير من الأزمات المالية التي سايرت مختلف مراحل تطور النظام النقدي و المالي الدوليين، لكن مع بداية ثمانينات القرن العشرين زاد عدد تلك الأزمات و توسع نطاقها و ازدادت مخاطرها، و ذلك في إطار عولمة أسواق المال و تكاملها، مما تطلب العمل أكثر من اجل إيجاد آليات للوقاية من هذه الأزمات و التخفيف من حدة الآثار المترتبة عنها.

6- إن عولمة أسواق المال يمكن أن توفر الكثير من المزايا، إلا أن هناك العديد من الخصائص و العوامل التي ساعدت على تطورها و انتشارها و التي يمكن اعتبارها في نفس الوقت عوامل مسببة للازمات المالية، حيث تزايدت حالات عدم الاستقرار و انتقلت من سمتها الاستثنائية قصيرة الأجل المعتادة، و باتت ظاهرة دورية طويلة المدى تضرب في العمق، وأصبح انتشار عدوى الأزمات أسرع مما كان عليه، بسبب العديد من قنوات الانتقال الداعمة لهذا الانتشار.

7- تتعدد الأسباب الكامنة وراء حالات عدم الاستقرار و تفاقم ظاهرة الأزمات التي أصبحت تميز الأسواق المالية العالمية، و تتمثل أهم تلك الأسباب في التحرير المالي المفرط، استفحال ظاهرة المضاربة، ضعف الرقابة و الإشراف على المؤسسات المالية و غياب الشفافية و الإفصاح عن المعلومات. و عموما لا تختلف الأزمات في جوهرها و أسباب حدوثها، في حين تختلف بالقطاع الذي نشأت فيه و كذلك حجم و فداحة الخسائر المترتبة عنها.

8- إن الأزمة المالية التي اندلعت وتفاقمت 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 بأن 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. لقد تطور سوق الرهن العقاري الأمريكي إلى درجة كبيرة، وقد ساعدت تطورات الهندسة المالية على تجميع أصول مالية ضخمة في مجال الرهن العقاري، حيث تم توريق القروض العقارية وتقسيمها إلى مشتقات وشرائح معقدة، تجهز بطرق رياضية غير مفهومة يصعب فهمها ورصد خطورتها، وسرعان ما انتشرت عبر مختلف أنحاء العالم، وذلك دون فهم واضح لمستوى المخاطر التي تحملها هذه المنتجات، حيث تم الاعتماد على أشهر وكالات التصنيف الائتماني العالمية مثل فيتش ، و موديس ، وستاندر اندبورز التي منحت تصنيفات عالية مضللة وغير صحيحة للسندات وبينتها بأنها منخفضة المخاطرة.

أدى نزول الأسعار إلى انفجار الفقاعة العقارية مما أدى إلى انهيار أسعار العقارات ولم يعد المقترضين قادرين على دفع أقساط القروض المستحقة عليهم، كما تضاعفت المخاوف في الأسواق المالية نتيجة تسرب أزمة الائتمان العقاري إليها، وحدثت انهيارات في وول ستريت، وتضررت نتيجة ذلك بنوك كبرى بعد انخفاض كبير في أسعار أسهمها، كما أدت الأزمة إلى انهيار بنك ليمان برادرز أحد أكبر البنوك الأمريكية، والذي عرف بصموده لأكثر من قرن ونصف في وجه العديد من الأزمات المالية التي واجهتها الولايات المتحدة الأمريكية.

9- انتقلت الأزمة المالية الأمريكية لتطال كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا 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.

قامت الحكومة الأمريكية والبريطانية ودول أخرى باتخاذ إجراءات استثنائية غير مسبوقة لاحتواء الأزمة من خلال التوسع في برامج توفير السيولة اللازمة لتحريك الأسواق، وحمايتها من الانهيار، وإنقاذ المؤسسات المالية المتضررة، غير أن تداعيات الأزمة تواصلت على المستويين الأمريكي والعالمي في ظل ضعف فاعلية السياسات وبرامج الإنقاذ التي

جوبهت بها الأزمة، وقد امتدت تداعياتها لتشمل الائتمان السيادي لبعض الدول، حيث أعلنت اليونان تعثرها عن سداد ديون متراكمة عليها وبمستويات مخيفة، وقد هزت هذه الأزمة منطقة اليورو، وهددت بدخول اقتصاديات كثيرة في منعطف خطير.

10- أصبحت الأزمات هي السمة المميزة لاقتصاديات العالم، وتعتبر أزمة الرهن العقاري من أعنف الأزمات المالية، حيث ساهم في نشوبها العديد من الأعوان والعوامل. وقد **تكبدت** أكبر مؤسسات المال والأعمال الأمريكية والأوروبية **خسائر** ضخمة، ترتب عنها **تراجع** في مؤشرات معظم البورصات المتقدمة (الأوروبية) منها والعربية، فالسبب الرئيسي لتراجع البورصات المتقدمة هو الخسائر المحققة من قبل المؤسسات المدرجة فيها جراء اقتناءها للأصول المسمومة. أما بالنسبة لمنطقة اليورو، فكان تأثير الأزمة عليها بشدة من خلال أزمة اليونان التي أسفرت عن الأزمة المالية فظهر التأثير السلبي بقوة في مختلف المتغيرات الاقتصادية للمنطقة، مثل: الانخفاض الهائل لمعدل النمو للمنطقة، ارتفاع الدين الحكومي و العجز في الميزانية، تمهل في أداء أسواق المال الأوروبية، تراجع حصة الدول الأوروبية من الاستثمارات الأجنبية، خضوع اليورو لضغوط شديدة، حيث سجل سعر صرفه تراجعا بسبب المخاوف من انتشار أزمة اليونان إلى دول أخرى. ومنه يمكن الوصول لحقيقة مفادها بان الأزمة المالية العالمية وما خلفته من آثار على الدول الأوروبية تعد أول اختبار حقيقي لهذا الاتحاد، حيث كشفت عن العديد من العيوب والمشاكل التي أخفتها سنوات النمو والازدهار، ورغم أن ردود الفعل القومية والإقليمية داخل الاتحاد غدت أكثر تنسيقا على مر الزمن، فإنها لا تزال أقل مما يجب ومتأخرة، وهذا ما أثبتته أزمة اليونان.

11- إذن يعتقد البعض أن أزمة اليونان هي أزمة أوروبية وعلى أوروبا أن تتحمل هذه المسؤولية وأن تبادر لحل أزمة اليونان. وهناك من يشكك في قدرة أوروبا على استيعاب أزمة اليونان، فصحيح أن أوروبا تكاملت اقتصاديا، لكن هذا التكامل كان أسرع من تكاملها السياسي، وهذا يعني أن أزمة اليونان ربما ستلحق الضرر بمنطقة اليورو وربما يصل هذا الضرر إلى حد المساس بقيمة اليورو ومكانته كعملة موحدة لأوروبا وكعملة عالمية مقابل العملات العالمية الأخرى. ولكن المسألة لم تعد محصورة في اليونان، فهناك توقعات بأن دولا أوروبية أخرى تعاني مشاكل اليونان نفسها وأنها في طريقها للوصول إلى ما وصلت إليه

اليونان، ومن هذه الدول إسبانيا والبرتغال وإيرلندا، وبالتالي فهناك فعلا أزمة اقتصادية حقيقية تعانيها أوروبا والعالم ينتظر من أوروبا مبادرات فاعلة لمواجهة هذه الأزمة قبل أن تمتد آثارها إلى دول أوروبية أخرى ويتأثر بتداعياتها الاقتصاد العالمي كله.

12- سيبقى العالم يراقب أزمة اليونان وستتكثف الضغوط على أوروبا وألمانيا بالذات لفعل كل ما في الإمكان لمحاصرة هذه الأزمة، فانهيار دول كبيرة مثل اليونان وإسبانيا سيكون له بالتأكيد تداعيات اقتصادية على العالم، ومخاوف العالم من أن تتسبب أزمة اليونان في أزمة اقتصادية عالمية هي مخاوف مشروعة وعلى أوروبا أن تتعاون مع بعضها لتثبت أنها قادرة على استيعاب هذه الأزمة ومعالجة آثارها السلبية.

13- امتدت آثار الأزمة المالية إلى الدول العربية وبدرجات متفاوتة، إذ أن دول مجلس التعاون الخليجي قد تأثرت بشكل أكبر بحكم الصلات والروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي العالمي، لقد اتضح أن سوق الأسهم السعودي قد تأثر بالمتغيرات الاقتصادية العالمية و يظهر ذلك من خلال المزايا الجيدة التي تميز بها السوق كالتداول عن طريق التسوية الفورية للصفقات والتنظيم الجيد و إدخال نظام التداول الآلي الذي يتمتع بخواص تمكن من إجراء التسويات في اليوم نفسه، إلا أن سوق الأسهم السعودي لا يعكس الإمكانات الهائلة المتاحة للاقتصاد و على الرغم من ذلك فهناك عدد من المؤشرات الايجابية التي تؤهل السوق السعودي ليكون احد الأسواق الرائدة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

14- أما بالنسبة لاقتصادنا، إن الجزائر في انتماءها الحضاري و بعدها الثقافي و موقعها السياسي و الجغرافي مؤهلة بإمكانياتها الطبيعية و البشرية لتخوض تجربة اندماج ناجحة ولكن في ظل الظروف الراهنة تختفي احتمالية النجاح في يقين الفشل، و يرجع هذا لمايلي:

-أوضاع داخلية متعلقة بالدهنيات المتصلبة، متأصلة لا تقبل التغيير في ظل الاستفادة من بقاء الحال على حاله، اقتصاد ريعي، يتم اقتسام الريوع في أعلى الهرم، لتضرب موجة الإفقار، و روتين ينتعش عشية الحملات الانتخابية. بسبب تلك الأوضاع ، تبدو الجزائر بعيدة عن تفاعلات عولمة رأس المال، لكن ذلك لا يمكن أن يستمر طويلا، ولذلك لا بد من إصلاحات حقيقية و مسؤولة. الإشكال الجديد و فق المعطيات المتغيرة، هو كيف يمكن

الخروج من الوضع الراهن بعيدا عن خطاب الرغبة و اقترابا من خطاب الممكن؟ كيف يمكن تفعيل سوق رأس المال و استقدام التكنولوجيا بغرض إحداث تنمية حقيقية؟

15- بسبب أزمة الرهن العقاري تكبدت أكبر مؤسسات المال والأعمال الأمريكية والأوروبية خسائر ضخمة، ترتب عنها تراجع في مؤشرات معظم البورصات المتقدمة(الأوروبية) منها والعربية(السعودية)، غير أن السبب في هذا التراجع يختلف فإذا كان السبب الرئيسي لتراجع البورصات المتقدمة هو الخسائر المحققة من قبل المؤسسات المدرجة فيها جراء اقتناءها للأصول المسمومة، نجد أن تراجع البورصات العربية يعود إلى سلوك القطيع وتخوف المستثمرين المحليين، الأمر الذي تطلب تدخل الدولة من خلال تخفيض معدلات الفائدة، ضمان الديون والودائع وتوفير السيولة عن طريق تدخل صناديق الثروة السيادية.أما فيما يخص اقتصادنا الجزائري فقد أظهرت الدراسة أن ضعف الاقتصاد الجزائري ذات طبيعة هيكلية ، النمو الاقتصادي لا يزال يشكل ظاهرة خارجية منذ اعتماده في الأساس على قطاع النفط الذي يتحسس بسرعة معروفة للصدمات الخارجية. فعدم وجود علاقة بين النظام الجزائري المالي والنظام العالمي هذا لا يحمي القطاع الحقيقي من التعرض للصدمات السلبية الناجمة عن الأزمة المالية. فانتقال العدوى ناتجة من أسعار النفط، ميزانية الدولة، الاستثمار العام والنمو الاقتصادي. هذا الاستخدام المتكرر للمواد الهيدروكربونية والمتغير الرئيسي للإصلاح يعني فشل الحكومة لإنتاج متغيرات أخرى في الإصلاحات للاقتصاد الوطني التي من شأنها الحد من التعرض للصدمات الخارجية. ا ن هاته النتائج الأخيرة تثبت صحة الفرضية الثانية .

16- يعتبر التنبؤ بالأزمات المالية أمرا مستعصيا، كما أن نظم الإنذار المبكر الموجودة تظهر نتائج متفاوتة من حيث دقة التنبؤ، و هي مهمة في غاية الصعوبة لانعدام الشفافية في عمل الأنظمة المالية، كما أن الأزمات غالبا ما تحدثها صدمات مفاجئة قد تتسبب أيضا في نسف جهود الوقاية منها و تغير الكثير من النتائج المتوقعة.

17- يظهر من خلال تتبع التطور التاريخي للازمات المالية أن التنظيم و الرقابة يأتيان دائما بعد حدوث الأزمة، و الملاحظ أيضا التراجع عن تلك الإجراءات التنظيمية و الوقائية بمجرد زوال الأزمة مما أدى إلى تكرار الأزمات و بالتالي عدم وجود وقاية حقيقية.

18- الحوكمة علاج جيد للازمات المالية و لكنها غير كفيلة للتخلص من الأزمات بشكل جذري، و أحسن دليل هو الأزمة المالية العالمية 2008.

19- قد يكون تبني نظام التمويل الإسلامي هو الحل و البديل لنظام التمويل التقليدي، الأمر الذي يضع النظام المالي الإسلامي بكل مؤسساته و كل القائمين عليه أمام تحد كبير، و يلزمهم بتطوير منتجاته و أدواته المالية و تكوين العنصر البشري المؤهل الذي يجمع بين الخبرات و المعارف النظرية و الفنية و المعارف الشرعية. إن النتائج من 15 حتى 19 تؤكد نسبية الفرضية الأخيرة مما جعلها بين الصحة والخطأ.

التوصيات و أفاق البحث

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

1- عولمة أسواق المال هي وجهان لعملة واحدة فجانب منها سلبي و الأخر ايجابي، لذا فعلى الدول معرفة كيفية مسايرتها من الجهة الايجابية للتقليل من خطورتها على التعاملات الاقتصادية بمختلف أشكالها.

2- ضرورة وضع القيود اللازمة على التدفقات الرأسمالية لتتماشى مع آليات السوق، كما يجب تشديد العقوبات للحد من أنشطة المضاربين، لكي لا تبتعد الأسواق المالية عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة.

3- ضرورة تعزيز الثقافة البورصية وتكثيف الندوات والمؤتمرات لتدعيم ثقة المستثمرين بأداء الأسواق المالية وضمان ثقافة استثمارية داعمة للسوق ومانعة لانهياره وقت الأزمات.

4- ضرورة تحسين مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات، وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع أداءها المالي ليطمئن حملة الأسهم والمستثمرين، بشكل ينعكس على استقرار السوق.

5- اعتماد الدول العربية على الاستثمار والبناء الداخلي.

6- تنويع الموارد ما عدا المحروقات.

7- وضع قوانين صارمة وقواعد جديدة عالمية تحكم التبادل في الأسواق المالية، وتضع المضاربة تحت المجهر.

8- التركيز على الاقتصاد الحقيقي الذي يصاحبه إنتاج وتبادل فعليين.

9- صلاح و تطوير أسواق المال العربية وفق المعايير المناسبة لتتمكن من مسايرة التطورات التي عاشتها مثيلاتها في الدول المتقدمة، وذلك بأن تستفيد من الاندماج في النظام المالي العالمي وان تؤدي وظيفتها على أكمل وجه بتخصيص رؤوس الأموال المتاحة تخصيصا كفؤا.

10- وضع آليات لتسهيل دخول المؤسسات إلى البورصة و الأسواق المالية للاستفادة من الادخار المحلي والعالمي.

11- الاعتماد على تدعيم التمويل المباشر لأنه يجعل الموئسسات أكثر استقرار والأسواق المالية أكثر سيولة، وهذا لإحداث التكامل مع أسواق المال الدولية.

12- وضع قواعد ثابتة تحكم المعاملات المالية الدولية بهدف تحقيق الاستثمار المالي.

13- تنشيط الاتصالات وتبادل المعلومات بين الأسواق المالية العربية وتبادل الخبرات والمعارف والتنسيق في المواقف المالية.

14- توحيد التشريعات القانونية والتنظيمية الحاكمة للأسواق المالية وإجراءات التداول وعمليات البيع والشراء وحدود الملكية المسموح بها.

15- عدم السماح لأي رأس مال أجنبي بالاستثمار إلا وفق شروط معينة واستثمار الفوائض المالية في الأسواق المالية العربية.

16- الاستفادة من التقنيات الحديثة لتطوير النشاط المالي .

17- إن تعرض النظام المالي و النقدي الدولي لازمات مالية و فشل الخطط المالية و الاقتصادية لاحتوائها، يؤكد ضرورة إجراء إصلاحات عميقة على النظام المالي العالمي و إعادة النظر في مؤسساته ، إذن من التهور ترك النظام المالي الدولي المعولم دون أن تصاحبه معايير ضبط دولية، و هنا تظهر حاجة ملحة إلى معمار مالي جديد أكثر انضباطا و عدالة يراعي مصالح البلدان المتقدمة و النامية على حد سواء و الحل يكمن في الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية لأن الإسلام دين نظم جميع نواحي الحياة الإنسانية بطريقة سليمة، علمية وإنسانية. لكن يبقى التساؤل المطروح هو ما مدى قدرة متخذي القرار على تجسيد هذه

الإصلاحات في ظل اختلاف الآراء و تضارب المصالح؟ لان الإنسان هو أساس كل تغيير و بعدها سيكون من اليسير إرساء نظام مالي و مصرفي قوي وعادل في آن واحد. وفي الأخير هذه الدراسة كغيرها من البحوث و الدراسات تحتاج لجهود إضافية و خاصة مع ما يشهده العالم من تطورات و أحداث سريعة في ظل اقتصاد يزداد تعولما على جميع الأصعدة، مالية، اقتصادية، اجتماعية، و احتمال تعرضه لازمة مالية أمرا وارد في أي لحظة، ضيف على ذلك هناك العديد من الأسئلة لازالت عالقة و تحتاج إلى إجابات وبحوث جادة و متعمقة كأفاق بحثية أخرى و لعل أهمها مايلي:

هل تصمد الدولة الجزائرية طويلا أمام ديناميكية التعولم المستمرة؟ و هل هناك تصور استراتيجي لما بعد البترول؟ و هل يمكن اعتبار النظام المالي الإسلامي كحل بديل و جوهري للحد من الأزمات؟ وخاصة العنصر البشري هو الأساس في هدا النظام لقوله تعالى في محكم تنزيله:(**إن الله لا يغير ما بقوم حتى يغيروا ما بأنفسهم**) -سورة الرعد الآية 11-

و في الختام نحمد الله عز وجل أولا و آخرا على نعمه و نسأله التوفيق و السداد .

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

I. الكتب

1. ابو شرار علي عبد الفتاح، **الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة**، دائرة المكتبة الوطنية، الطبعة الأولى، الأردن .2011-2012.
2. احمد بوراس، **أسواق رأس المال**، مطبوعات جامعة منتو ري قسنطينة، 2002-2003.
3. أحمد هني، **اقتصاد الجزائر المستقلة** ، الطبعة الثانية، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993.
4. الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق، المكتبة الوطنية 2001.
5. أمير السعد، **مبادئ في الاقتصاد الدولي**، مطبوعة بيداغوجية، 1999.
6. بيتر مارتين هانس و شومان هارالد، **فخ العولمة، الاعتداء على الديمقراطية و الرفاهية** – ترجمة عباس عدنان علي – سلسلة عالم المعرفة – الكويت 1998.
7. جابر محمد صالح ، **الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة 2005.
8. جابر محمد، **الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، بغداد، دار الرشيد للنشر، 1982.
9. جبار محفوظ، **البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية**، الجزء الأول- مطبعة دار هومة، الطبعة الأولى.2002.
10. حبار محفوظ، **الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية**، الجزء 2، الطبعة الأولى، مطبعة دارهومة 2002.
11. حسن السيسي صلاح الدين ، **بورصات الأوراق المالية**، القاهرة، عالم الكتب 2003..
12. حسن كريم حمزة، **العولمة المالية والنمو الاقتصادي**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
13. حماد طارق عبد العال ، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية 2000.
14. حماد طارق عبد العال، **التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

15. حنفي عبد الغفار، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار خيارات**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية 2003.
16. حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية**، الدار الجامعية 2004.
17. حنيني محمد وجيه، **تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية (دراسة تطبيقية)**، دار النقاش للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
18. خربوش حسني علي وعبد المعطي أرشيد ومحفوظ جودة، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، الطبعة الأولى، الأردن، 1995 .
19. الخضيري محسن أحمد، **العولمة الاجتياحية**، مجموعة النيل العربية القاهرة،2001.
20. خطيب شدا جمال، **العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال**، مؤسسة طابا، عابدين، الطبعة الاولى 2002.
21. خناق سناء عبد الكريم، **حوكمة الشركات المالية و دورها في التصدي للأزمات المالية- التجربة الماليزية -** ،2009، بدون صفحة.
22. راجع في ذلك ألبير مشيل ، **الرأسمالية ضد الرأسمالية** ، ترجمة حليم طوسون – مكتبة الشرق – القاهرة 1995.
23. رضوان سمير عبد الحميد، **المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر**، دار النشر للجامعات مصر 2005.
24. رمزي علي إبراهيم سلامة، **اقتصاديات التنمية**، جامعة الإسكندرية، 1991.
25. زكي رمزي، **العولمة المالية –الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي-** دار المستقبل العربي القاهرة1999.
26. سلامة زكريا، عيسى شنطاوي، **الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي** ، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، 2007 .
27. السيد احمد لطفي أمين، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة الإسكندرية**، الدار الجامعية 2005.
28. شمس الدين أشرف، **أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية**، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة سوق الأوراق المالية والسلع، بورصة أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005.
29. صقر عمر، **العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة**، الدار الجامعية مصر، 2001.
30. صقرعمر، **العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة**، الدار الجامعية، الإسكندرية،2003 .
31. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2001.

32. عبد الله الزرري عبد النافع وغازي توفيق فرح، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر ، عمان، الأردن.
33. عبد الله عبابنة عمر يوسف، **الأزمة المالية المعاصرة (تقدير اقتصادي إسلامي)**، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع ، الأردن، 2011 .
34. عبد المطلب عبد الحميد، **العولمة واقتصاديات البنوك**، طبع ونشر وتوزيع الدار الجامعية، سنة 2001 .
35. عرفان تقي الحسين، **التمويل الدولي**، دار مجدلاوي للنشر، عمان 2002.
36. عطا الله وارد خليل، محمد عبد الفتاح العشماوي ، **الحوكمة المؤسسية** ، مكتبة الخزينة للنشر و التوزيع، القاهرة، 2007 .
37. العظم صادق جلال و حنفي حسن، **ما العولمة؟**، دار الفكر، لبنان، 1999 .
38. عفيفي سامي، **التجارة الخارجية بين التنظيم و التنظير**، الجزء الثاني، الدار اللبنانية المصرية 1993.
39. عماد صالح سلام، **إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية و العالمية و التنمية المتواصلة**، ابوظبي، 2002.
40. عمرو محي الدين، **أزمة النمور الأسيوية، الجذور و الآليات و الدروس المستفادة**، دار الشروق القاهرة2000.
41. فؤاد مرسي، **الرأسمالية تجدد نفسها**، سلسلة عالم المعرفة الكويت 1990 – نقلا عن رمزي زكي ، مرجع سابق.
42. قرياقص رسمية، **أسواق المال**، الدار الجامعية، الإسكندرية 1999.
43. كوكب جميل السرمد، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، الحامد للنشر و التوزيع بغداد، 2001.
44. لعشب محفوظ، **سلسلة القانون الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1997.
45. محاضرات مقياس الشركات متعددة الجنسيات دراسات ما بعد التدرج ،سبتمبر **2003**، جامعة باجي مختار عنابه(ملخصات كتب) .
46. محمد إبراهيم منصور، **العولمة وتداعياتها على الوطن العربي**، سلسلة كتب المستقبل، بيروت، 2004.
47. محمد سعيد محمد الرملاوي، **الأزمة الاقتصادية العالمية (إنذار الرأسمالية و دعوة للشريعة الإسلامية)**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2001 .
48. محمد عساف عبد المعطي، **إدارة التنمية**، دراسة تحليلية مقارنة، الكويت، 1988.

49. محمد مصطفى سليمان، **حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري، دراسة مقارنة**، الدار الجامعية، مصر 2006.
50. محمد مصطفى سليمان، **دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري- دراسة مقارنة-** ، الدار الجامعية، القاهرة، 2009.
51. محي محمد سعيد، **ظاهرة العولمة- الأوهام والحقائق-**، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 2007.
52. مرياتي محمد، **التعاون الاقتصادي العربي و آفاق المستقبل**، الطبعة العربية الأول، دار الفارس للنشر و التوزيع، الأردن ،2001، ص 266.
53. مصطفى الشرقاوي عبد الحكيم، **العولمة المالية و إمكانات التحكم**، دار الفكر الجامعي الإسكندرية،
54. مطر محمد ، **إدارة الاستثمارات**، عمان، الأردن، 1993.
55. الموسوي حيدر يونس الموسوي ، **المصارف الإسلامية (أداءها المالي و أثرها على سوق الأوراق المالية)**، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن، 2011.
56. الموسوي ضياء مجيد، **البورصات**، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
57. الموسوي ضياء مجيد، **العولمة و اقتصاد السوق الحرة**، ديوان المطبوعات الجامعية،2003.
58. ناجي جمال، **إدارة محفظة الأوراق المالية**، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر والتوزيع، لبنان1998.
59. الناقة احمد ابوالفتوح، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية (مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية)**، نشر مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، سنة 1998.
60. هانس بيترمان و هارالدشومان، فخ العولمة – الاعتداء على الديمقراطية و الرفاهية،ترجمة عدنان عباس علي ، سلسلة عالم المعرفة، الكويت1998.
61. هندي منير إبراهيم، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، منشأة المعارف، الإسكندرية 1999.
62. هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات، الجزء الأول، التوريق، الإسكندرية منشاة المعارف للنشر و التوزيع 2003.
63. واثق حمد ابو عمر، **النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية و التداول في البورصات العالمية عولمة أم مفوضة مالية؟**، دار الرضا للنشر، سوريا الطبعة الأولى 2003 .
64. **يحي** اليحياوي، **العولمة أية عولمة**، إفريقيا الشرق – بيروت، 1999.

65. يوسف محمد رضا، **قاموس الكامل الوجيز**، فرنسي – عربي – لبنان، طبعة جديدة 1996.

II. **المجلات**

1. ادواردو بورنيشتاين و جاستون جيلوس، **هل المستثمرين الأجانب قطيع معرض للإصابة بالذعر في الأسواق الناشئة؟** مجلة التمويل و التنمية ديسمبر 2001.
2. بوراس احمد، **العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية**، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة قسنطينة ،العدد17، جوان 2002.
3. جاك غلين و برايان بينتو، **أسواق رأس المال و شركات البلدان النامية**، مجلة التمويل و التنمية، مارس 1996.
4. جيرمي كليفت، **فيما وراء توافق آراء واشنطن**، مجلة التمويل و التنمية سبتمبر 2003.
5. داني ليبنيجر، **البرنامج غير المكتمل لمكافحة الفقر**، مجلة التمويل و التنمية مارس2001.
6. دهال رياض ، **الأدوات المالية**، سلسلة جسر التنمية العدد الخامس عشر، الكويت،المعهد العربي للتخطيط 2003.
7. سعيد بن عياد، **وضعية مؤسسات بورصة الجزائر**، جريدة الشعب الاقتصادي، 2011.
8. سونيل شارما، **تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية**، مجلة التمويل و التنمية، جوان 1999.
9. شانتيان ديفاراجان ورتيفارانييكا، **جعل الخدمات تعمل لصالح الفقراء**، مجلة التمويل و التنمية سبتمبر 2003.
10. صالح مفتاح، **العولمة المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد02، جوان 2002.
11. صوفي عدنان عبد الفتاح ومدني غازي عبيد و الجفري ياسين عبد الرحمن، **إمكانية الاستفادة من التنويع الاستثماري في سوق الأسهم السعودي**، مجلة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الإدارة المجلد الثاني، جدة 1989.
12. ضياء قريشي، **العولمة فرص جديدة و تحديات صعبة**، مجلة التمويل و التنمية، مارس 1996.

13. عبد الحفيظ محمد كريم، **اختبار و تقييم العلاقة بين تكلفة رأس المال و العوائد السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية على شركات الصناعة المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة** 1994-2004 ، ورقة بحث منشورة في مجلة العلوم الإنسانية ،العدد 29 جويلية 2006.
14. عبد الحليم غربي، في ضوء الأزمة العالمية، مجلة العلم والإيمان، العدد27، نوفمبر 2008.
15. عبد الرحمان سليمان ، **ضبط معايير وتنظيم المعاملات**، مجلة تداول الأسهم السعودي، العدد الثالث، 2003.
16. عبد الله سليمان العزار، **تطبيق نموذج برمجة الأهداف الثنائية في احتيار المشروعات في دراسة ما قبل الجدوى**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد و الإدارة، المجلد التاسع، جدة 1996.
17. علي همال، فاطمة حفيظ ، **آفاق الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر في ظل اتفاق الشراكة الأورو متوسطية**، مجلة الاقتصاد والمناجمانت ، الجزائر ، العدد 04 ، مارس2005
18. كفين واتكنزن، **حتى تصبح العولمة في خدمة الفقراء**، مجلة التمويل و التنمية مارس 2002.
19. المجلة الدولية للعلوم الاجتماعية، **العولمة**، اليونسكو،عدد 60، جويلية 1999.
20. مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، **سوق الأسهم السعودي 20عام**، العدد الثاني عشر، ربيع 2005.
21. موسى السعد عبد الأمير، **إشكالية القطع و التقاطع في التجارة الدولية**، مجلة بحوث اقتصادية عربية، 1999.
22. موله عبد الله، **ديناميكية العولمة و آفاقها** ،مجلة الأمل،صادرة عن نادي الاقتصاد ،جامعة باجي مختار، عنابة ،عدد 07 افريل ،ماي 2001،.
23. ناجي بن حسين، **تحليل الاستثمار في الجزائر**، مجلة و تقييم مناخ العلوم الإنسانية، العدد،31، 2009.
24. يورري دادوشي و آخرون، **الديون قصيرة الأجل في الأزمة الأخيرة**، مجلة التمويل و التنمية ديسمبر 2000.

III. **الملتقيات و المؤتمرات**

1. تشام فاروق، **العولمة المالية وأثرها على القطاع المصرفي ونمو الاقتصادي، في بلدان العربية**، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير، جامعة وهران، 2003/5/14/12.
2. جبوري عبد القادر، **تحول الاقتصاد الكوني من العالمية إلى العولمة**، الملتقى الدولي الأول حول الجزائر و النظام العالمي الجديد للتجارة، جامعة باجي مختار عنابة، أفريل 2002.
3. جمال لعمارة، رايس حدة، **تحديات السوق المالي الإسلامي**، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات (دراسة حالة الجزائر و الدول النامية)،جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21 و 22 نوفمبر،2012/04/07 عن الموقع :

   Iefpedia.com/.../ تحديات السوق المالي الإسلامي .doc
4. دويدار أحمد، الملتقى الدولي الأول حول **الجزائر و النظام العالمي الجديد للتجارة** – عنابة – أفريل 2002.
5. سليمان ناصر، عايدي عبير لعبيدي، **تنامي الاهتمام بالاقتصاد الإسلامي في المجتمعات غير الإسلامية كأثر معنوي للأزمة العالمية(الأسباب و النتائج و الأفاق)**، المؤتمر العلمي الحادي fichierعشر لكلية الشريعة حول الأزمة الاقتصادية المعاصرة (أسبابها و تداعياتها و علاجها)، جامعة جرش ، الأردن، 14 و16 ديسمبر 2010، 04/11/ 2012 عن الموقع :

   www.drnacer.net/fichier/23.pdf
6. عبدالمجيد أونيس، **الاستثمار الأجنبي في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة**، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الجزائر، 2006.
7. عمري ريمة، **الحوكمة كمدخل حديث لتحسين و تطوير أداء المؤسسات البنكية**، الملتقى العلمي الدولي حول أداء و فعالية المنظمة في ظل التنمية المستدامة، جامعة محمد بوضياف، المسيلة،11/10 نوفمبر 2009.
8. كمال رزيق وحسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال: التحديات- الفرص- الآفاق،

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي: 10- 11 نوفمبر 2009.

9. مجدوب محمود سامي، **دور لجان المراجعة في حوكمة الشركات و أثرها على جودة القوائم المالية**، بحث مقدم في مؤتمر، أيام 8 و10 سبتمبر 2005.

10. مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية، **إرشادات بشان الممارسات الجيدة في الكشف عن البيانات في سياق إدارة الشركات**، نيويورك و جنيف، 2006.

11 .الهواري بن لحسن، **طبيعة الأزمة المالية الراهنة و إشكالية الفكر التنموي البديل (رؤية إسلامية)**، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، الأردن، 2010.

12. هوام جمعة و آخرون ، **الشفافية و الإفصاح في إطار الحوكمة** ، ملتقى دولي حول الحوكمة و أخلاقيات الأعمال في المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة باجي مختار ، عنابة ، يومي 18-19 نوفمبر 2009 .

IV. **الاطروحات و الرسائل**

1. اوكيل نسمة، **الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها (مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا)** أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2007-2008.

2. حريدي عبد الغاني، **اثر التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية-دراسة حالة الجزائر-** ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، 2006-2007.

3. رولا عبد العزيز إبراهيم نزال، **اثر الملكية الأجنبية على العائد والمخاطرة في بورصة عمان،** رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في التمويل، كلية الدراسات العليا الجامعة الأردنية، كانون الثاني 2000.

4. الصالح احمد علي، **بناء محافظ رأس المال الفكري من الأنماط المعرفية ومدى ملائمتها لحاكميه الشركات في القطاع الصناعي المختلط في بغداد**، أطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة و الاقتصاد بجامعة بغداد كجزء من المتطلبات شهادة الدكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال 2006.

5. عماني لمياء، **العولمة المالية آثار التحرير المالي على الاقتصاديات النامية ، إمكانيات الاقتصاد الجزائري في الاندماج**، 2004، مدكرة للحصول على شهادة الماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار عنابة.
6. عمر عبدة سامية، **ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة**، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2003-2004.
7. فارس فضيل، **أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر مع دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر والمملكة السعودية**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، فرع تحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، مارس، 2004.
8. محمد بن سعدو الجرف، **أثر التغيرات الاقتصادية العالمية (العولمة) على أسواق رأس المال الدولية**، اطروحة للحصول على شهادة الماجستير، قسم الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة ،2004 .
9. محمد سلطان محمد الرفاعي، **تحديد النموذج الأمثل لتقدير المخاطر المنتظمة (بيتا) في بورصة عمان للأوراق المالية** (1995-2000)، رسالة استكمال متطلبات الحصول غلى درجة الماجستير في التمويل و المصارف في كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية جامعة آل البيت2001.
10. محمد علي محمد علي، **إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية**، رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، سنة 2005.

محمد عنتر أحمد أحمد، **نموذج مقترح لمحددات أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار العاملة بسوق المال المصري**، بحث مقدم للحصول على درجة دكتور الفلسفة في إدارة الأعمال، سنة 2003.

11. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية، مذكرة ماجستير، جامعة غزة الإسلامية، 2007.

V. **التقارير و النشريات**

1. إبراهيم الكراسنة، **إرشادات في تقييم الأسهم و السندات**، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية 2005.

2. بحوث كامكو، **تقرير عن أداء أسواق الاسهم العربية و العالمية منذ بداية 2011 في ظل التطورات السياسية وأزمة الديون الأوروبية و تباطئ النمو الاقتصادي العالمي**، 2011/6/16 ،عن الموقع :

http://www.kamconline.com/newsdetails.aspx ?newsid=43982dlanguage=ar

3. تقارير اقتصادية ، **زلزال الأزمة المالية العالمية وسوق الأسهم السعودية**، 2011 ،عن الموقع:

www.alqtqt.com/ 2008/10/14/article

4.حوليات COSOB تقرير سنوي للجنة، منشور سنة 1997.

5. قانون النقد و القرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 16، المؤرخ في 1410هـ.

6. مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي –الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية و الأوروبية –،إصدار سنوي، العدد 19لعام 2011، جانفي2012، عن الموقع: www.riyadhchamber.com/report2011.doc

VI. المنشورات الالكترونية

1. احمد التميمي، معايير التصنيف الائتماني المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المستثمرين ، على الرابط الالكتروني:

http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=1434

2. احمد السيد كردي، **تنمية مبدأ الشفافية كأحد أهم أدوات الرقابة الذاتية في حوكمة المنظمات**، 04/04/2012 عن الموقع :

تنمية السلوك التنظيمي<...Kenanaonline.com>

3. أحمد محمد محمود نصار، **الأسواق المالية الإسلامية : مبادئها و أدواتها**، 29/03/2012عن الموقع :

www.gulfbase.com/ar/GCC/Index/1

4. أحمد منير، **الاستثمار الاجنبي المباشر في سوق الاسهم السعودي**، 21أفريل 2012، عن الموقع:

http://www.aleq.com/2012/4/21/article.html

5. الاقتصاد الجزائري و الأزمة الاقتصادية العالمية،من الموقع:

www.galam.com/_forums/showthread.php

6. اقتصاد و مال من الموقع:
AL-Quds AL-Arabi Volume 21 - Issue 6427 Saturday/Sunday 6/7 February 2010

7. البنك الدولي، الأزمة المالية: مدلولاتها بالنسبة للبلدان النامية، 2008،
http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/0,,contentMDK:21976256~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:469372,00.html

8. تقرير أداء السوق المالية السعودية، 2007، عن الموقع:
http://www.Tadawul.co.sa /static/pages/ar/publication/pd/ nonth report 2007-8. pdf.

9. جاسم المناعي، الأزمة المالية العالمية...وقفة مراجعة، صندوق النقد العربي، 16/ 11/ 2008.

www.amf.org.ae

10. جريدة الرياض، **توقع تأثير محدود للأزمة على السعودية**، 2008، عن الموقع:
www.elaph.com/web/economic/2008/10/37410/com

11. جريدة العرب الدولية- الشرق الأوسط- 2012، عن الموقع:
http://www.aawsat. Com./details.asp? section=6

12. جون سوليفان، **البقاء و الازدهار في ظل الاقتصاد العالمي**،2003 الموقع:
www.cip-egypt.org

13. حافظة أسهم رأس المال، **صافي التدفقات الوافدة:**
http://data.albankaldawli.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD

14. حسين حسين شحاتة ، **المنهج الإسلامي لتشخيص و معالجة الأزمات في سوق الأوراق المالية** ،07/04/2012 عن الموقع :

www.darelmashora.com/download.ashx?docid

15. رايس حدة، نوي فطيمة الزهرة، **أزمة اليونان هل تعيق فكرة توسيع الاتحاد الأوروبي و تعميقه؟** 2008،عن الموقع :

idamne.polasit.come

16. سريبان ذي سيلفا،هل العولمة هي السبب في المشاكل الاقتصادية و الاجتماعية الوطنية،2001،الموقع:

www.cip-egypt.org

17. سعد بن حمدان اللحياني ، **اتجاه الغرب نحو اقتصاد إسلامي**،09 /2012/04 عن الموقع :

islamiccenter.kau.edu.sa/arabic/.../S-Al-lihyani-25-pdf

18. سليمان ناصر، **تنامي الاهتمام بالاقتصاد الإسلامي في المجتمعات غير الإسلامية كأثر معنوي للأزمة المالية العالمية (الأسباب و النتائج و الأفاق)**، 12/04/2012 عن الموقع :

.Docتنامي –الاهتمام –بالاقتصاد-الإسلامي /.../iefpedia.com

19. سميحة فوزي، **حوكمة الشركات في مصر مقارنة بالأسواق المالية الناشئة الأخرى**، 05/04/2012 عن:

http:/www.mefhoum.com/press7/19E11.Pdf

20. شبكة صدفة، **الإفصاح عن المعلومات المحاسبية** ، 07/04/2012 عن الموقع :

www.aadd2.com/vb/t30468.html

21. صباح نعوش، خطورة الأزمة المالية الأمريكية على الاقتصاد العالمي، 2008/02/07،

http://www.aljazeera.net/NR/exeres/34BAECB7-FD94-434A-B9BF-F9B840271453.htm

22. صحيفة الحياة السعودية، **توقعات الاقتصاد السعودي خلال 2012: تباطؤ النمو ... وهبوط التضخم**،1 جانفي 2012،عن الموقع:

www.ksa.daralhayat.com/ksaarticle/345687

23. صحيفة النبأ، **معلومات عن الاقتصاد البحريني**،18/04/2012 عن الموقع :

www.alnabanews.com/node/2243

24. صندوق النقد العربي، أداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث 2008، العدد 55،

http://www.amf.org.ae/weblisher/storage/uploads/docs/ECONOMIC%20DEPT/Arab%20Capital%20Markets%20Bulletin/3rd%20quarter%202008.pdf

25. صندوق النقد العربي، **قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية**، النشرة الفصلية، العدد 52، الربع الرابع 2007، عن الموقع:

http://www.amF.org.ae/sites/defaut/ eco/amdb/bulletin /ar/4th % quatre % 2007pdf

26. عبد الحفيظ محبوب، لماذا اقتفت الأسواق الخليجية أثر الأسواق الدولية؟، 2008/10/20،

http://www.alaswaq.net/views/2008/10/20/19087.html

27. عبد الفتاح محمد فرح ، **أنواع الصكوك الإسلامية** ،08/04/2012 عن الموقع :
www.kamtakji.com/fiqh/files/Marlets/657.doc

28. عبد القادر، رسمية غالب، **متطلبات الشريعة لأسواق المال في مملكة البحرين مقارنة مع دول الخليج**، عن 13/04/2012 الموقع:
www.lawsofsudan.net/modules.php?...

29. عبد الكريم حمودي، **الاستثمارات الأجنبية ترفض قوانين الحرب**،2004 الموقع:
www.islamonline.net

30. عبد الله جناحي، **الجيل الثالث من أساليب اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر**، 2002 الموقع:
www.aldemokrati.com

31. عبد النبى إسماعيل الطوخى، **التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة**، كلية التجارة جامعة أسيوط جمهورية مصر العربية، من الموقع:
www.kantakji.com/media/1110/104.doc

32. عبدو جميل المخلافي، انعكاسات سلبية للأزمة المالية العالمية على جهود مكافحة الفقر، 2008/10/16،
http://www.dw-world.de/dw/article/0,2144,3718752,00.html

33. علاء الدين زعتري، **العولمة و تأثيرها على العمل المصرفي الإسلامي** ، 19 أيار 2002، الموقع:
www.kantakji.org

34. عبد النبى إسماعيل الطوخى، **التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة**، كلية التجارة جامعة أسيوط جمهورية مصر العربية، من الموقع:
www.kantakji.com/media/1110/104.doc

35. فقه المصارف الإسلامية، **أهمية السوق المالية السلامية الدولية** ،08/04/2012 عن الموقع
www.badlah.com/page-91html

36. فهد القرقاوي، **الاستثمار الأجنبي**، 2012، عن الموقع:
www.bensawww.am. einfo. Com/ar-2261130html

37. كمال توفيق حطاب، **نحو أسواق مالية إسلامية** ،07/04/2012 عن الموقع :
Kamalhattab. info/blog/wp-content/.../sook.pdf

38. محمد الهلالي، **توقع ارتفاع حجم الاستثمارات الاجنبية** ، 2000، عن الموقع:
http://www.aleq.com/2009/09/19/article267700.html

39. محمد سيدمو، من الموقع الآتي:
www.elkhabar.com/ar/economie/363542.htm

40. محمد عبد الحليم، **أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية**،13/04/2012 عن الموقع :
www.kamtakji.com/fiqh/files/Markets/30058.doc

41. مركز بخيث للاستثمارات المالية، **إعطاء القطاع الخاص دوره في تطوير أسواق المال في دول الخليج العربي: أحد الحلول الأساسية لمشكلة الاعتماد على النفط** ، 1999، عن الموقع:
saudi.com/year.1999.pvst sectrole.aspshttp://www.bf

42. المصطفى ولد سيدي محمد، **تأثير منظمة التجارة العالمية على الاقتصاد العالمي**، سنة2001، الموقع :
www.aljazeera.net

43. **مملكة البحرين**، Gulfbase ، 24/04/2012 عن الموقع :
www.gulfbase.com/AR/GCC/index/4- Arabie saoudite

44. المملكة العربية السعودية-**نبدة اقتصادية** - ،14 أفريل 2012، عن الموقع:
www.gulfbase.com/AR/GCC/index/1-

45. من الانترنت حسب عدة مواقع تالية:
www.el-massa.com/ar/content/view/82440/41/
ww.ennaharonline.com/ar/algeria_news/185869.html
www.elkhabar.com/ar/economie/363542.htm

46. المنتدى الاقتصادي ،**الاتجاهات الحديثة للاستثمار الأجنبي**، 2010 ،عن الموقع :
http://www.alikdisadya.fr.httsi.cool.pr.d3385/6

47. ميمون الرحماني، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها والانعكاسات المحتملة على الاقتصاد المغربي، 2008/12/18،
http://maroc.attac.org/jooomla/index.php?option=com_content&task=view&id=745&Itemid=125

48. النشرة الاقتصادية، بنك الإسكندرية، المجلد34، 2002، الموقع:
www.alex bank.com.

49. نقودي كوم ، **هبوط البورصات الأوروبية للأسبوع السادس على التوالي**،2011/06/14، عن الموقع:
http://www.Mugudy.com

50. نوال بن عمارة، **الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين)**، عن الموقع:
www.ouargla-univ.dz/page web/.../R0921.p

51. نورة عبد الرحمن اليوسف، أسباب الأزمة المالية العالمية، 2008/10/13
www.banquecentrale.gov.sy/Archive/archive-ar/archive2008/news10-13/news-ar/news32-ar.htm

52. هيثم فارس، الأزمة المالية العالمية...الأسباب والتداعيات، 2008/10/19،
http://www.masrawy.com/News/Economy/General/October/19/crises.aspx

ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية

I. Les ouvrages

1. Belletante, B., La Bourse : son fonctionnement, son rôle dans la vie économique, Hatier, 1992.
2. Bourguinat Henri, Finance internationale, paris : PUF (presse universitaire de France) 1997.
3. Bourguinat, finance international, PUF, paris1995.
4. Bouzidi A bdelmadjid, Les annés 90 de l'economie algerienne, edition ENAG, alger1999.
5. Brunhoff (De) Suzanne , l'instabilité monétaire internationale – in – Chesnais François (éditeur) ,Mondialisation financière , Genèse, coûts et enjeux , Syros , Paris 1996.
6. Charl P, Jones, investment analysis and management, edit John and Sons, New York,1995.
7. Chesnais François et alii-la mondialisation financière genèse ,coût et enjeux-syros,paris,1996.
8. Combes jean-Louis et alli, Ouverture sur l'exterieure et instabilité des taux de criossance, CERDI, CNRS et université d'auvrage, France,16 décember 1999.
9. Coussergues (De) Sylvie , Gestion de la banque , Paris ,1996.
10. Esposito Marie Claude, Azuelos Martine , Mondialisation et domination économique , Economica , Paris, 1997.

11. EugeneF brighan and louisc capenski , intermidiate financial management, 5th, édit the dryden press, newyork 1996.
12. Francis J.C, investment:analysis and management, fourth edition, new York:megraw-hill ine1976.
13. Fred R.Kean, corporate finance, basil black tnc, cambridge, USA ,1995.
14. Gobry, P., Les Indices Boursiers, PUF, 1990.
15. Guid de la bourse et des opération de bourse.
16. Jean-Marc siroën, l'économie mondiale, 02 contrainte et perspectives, Armond colin, éditeur paris, 1994.
17. Mebtoul Abderrahmene, L'algerie face aux défis de la mondialisation, tome I, mondialisation et nouvelle culture économique, OPU Alger, 2002.
18. Michel aglietta Anton broder, virgine couder, globalisation financier: l'aventure obligée, ED. Économie, 1990,169
19. Pallois christian ,l'internationalisation du capital, élément critique, paris1975.
20. Patrice fontaine , arbitrage et évaluation internationale des actifs Financiers, economica, Paris, 2002.
21. Pierre lagayette , les etats unis comteemporaines, ed.bréal 2002.
22. Senarclens (De) Pierre , la mondialisation, théorie, enjeux et débats – Dalloz – Paris , 2002.
23. Y. benabdallah. « Le développement des infrastructures en Algérie : quels effets sur la croissance économique et l'environnement de l'investissement ? » À paraître dans «Attractivité et conditions de l'émergence en Méditerranée », ouvrage coordonné par Hakim Ben Hamouda, Nassim Oulmane et René Sandretto.
24. Yves Simon , éd , encyclopédie des marchés financières ,economica , Edition 1997.

II. Les thèses

1. Chettab Nadia, Doctorat d'état **- mondialisation économique -le nouvelle Instrument de l'hégémonie, Euro-américaine le cas d'Algérie**, Avril 2002 .

III. Revues et périodiques

1. Ajit singh, Bruse A. weisse, **emerging stock market portfolio capital flows and long –tearn economic growth**, world development conference, Vol .26, N° 4, UK, 1998.
2. ALGÉRIE 2009; DOSSIER RISQUES ET OPPORTUNITÉS OPPORTUNITÉS, 15 JUIN 2009, REVUE N°122.
3. andrew berg, catherine pattilo, **l'art difficile de prévoire les crises économique** , dossiers economiques fond monétaire international ,juillet 2000.
4. Elory Dimsson , massoud mussavian, **A brief history of market effeciency**, WP published in european financial managemant , london busines sckool , vol4,N°01 march1998.
5. Eugene fama, **Efficient capital markets II**, journal of finance, vol46, issue 5,décembre 1991.

6. graciela L, kaminsky, carmen M reinhart, The twin crises : **The causes of banking and balance of payment problems**, the american economic review, vol 89, N°3, june1999.
7. Grou pierre, mondialisation financière ; stade, suprême du capitalisme ou révolution technologique mondialisante ininterrompue, université de Versailles, pol, article sur internet.

8. Victor dragot , Mihai caruntu, Andreca stoian,, **Market informanoral efficieny and investors rationality some evidences on romanian capital markete** WP published by university (academy) of economic studies, romania.-Eugene fama, **Efficient capital markets II**, journal of finance, vol46, issue 5,décembre 1991.
9. Y. Benabdallah, CREAD / K. Oukaci, université de Bejaia / N. Chettab, université de Annaba; structurelle ou vulnérabilité De la conjoncture/ L'économie algérienne face à la crise: effets . (communication)

IV. Documents de travail

1. Bassam I.Azab, **the perfermance of the egyptian stock market** , working paper , the university of birmungham, the birmungham business school, september2002.
2. Serge zancanell, **les fonds de placement définitions etmesures de la performance des fonds de placement sur le marché suisse**, document de travail, cahier de finance.

V. Rapports

1. Banque d'Algérie, Rapport 2008.
2. FMI (2009), Rapport Algérie
3. IMF (2005), Annual report.

VI. Séminaires

1. Mahfoud djebbar, predicting financial crises : myth and reality, recueil de communications du colloque internationale sur : **la crise financière et economique et gouvernance mondiale**, (algérie, sétif, université farhat abbas, du 20 au 21 octobre 2009), p14.
2. Michel lelart, **les aspects internationaux de la désintermédiation Financières,** séminaire, 2001.

VII. Les ouvrages électroniques

1. Franklin, Allen, **Financial Crises** : historical and recent crises, Bendheim Center for Finance, Princeton Univercity (unpublished manuscript), 2003, p. 5. Available at : http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/
2. Henri bogaert, **la crise financière et ses effets sur l'economie belge : promiers constats et perspectives**, le 19/03/2009, Available at : http://www.plan.be/admin/uploaded/200901151649150.2661_final .pdf.

3. **Les investissements directs étrangers en Algérie en 2011**
https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378778

4. **Situation économique de l'Algérie à fin 2012 et perspectives 2013**
http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/378369

5. selim slimi, Economie:" **la finance islamique en débat en tunisie''**,16/04/2010 le site :
http://infas.banks.over.blog.net/article.la.finance-islamique-en-débat.en.tunisie-52672690.html.publié

6. World Investement Report 2012 *unctad*.Org / .
7. zouari zeineb et hammami samir, **crises financières et contagion: cas de subprime,** IHEC Sousse – Maitrise en Actuariat et Finance, www.memoireonline.com/07/08/1344/m_crises-financieres-et-contagion-cas-des-subprime0.h