

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشاذلي بن جديد - الطارف -

UNIVERSITE CHADLI BENJEDID - EL TARF -

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

Faculte des Sciences Economique, Commercial Et Sciences Des Gestion

السنة الجامعية: 2022/2021

الرقم التسلسلي:

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة في إطار متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت عنوان:

# دراسة تحليلية في وقائع حدوث الصدمات المالية

تخصص إقتصاد نقدي وبنكي

تحت إشراف

د / بونعاس

من إعداد الطالب:

حليمي عبد الرؤوف

الله أكبر

## ملخص البحث

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل واقع حدوث الأزمات العالمية حيث تميزت هذه الدراسة بتناول الإطار النظري للأسواق المالية من خلال إبراز أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية و استقرارها ليتم بعد ذلك التطرق إلى أهم الأزمات المالية من بينها أزمة الرهن العقاري 2008 و في الأخير دراسة تأثير فيروس كورونا على أبرز مؤشرات البورصات العالمية.

أشتملت الدراسة على الجانب النظري، وإعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي.

وقد خلصت الدراسة إلى أن الأسواق المالية لا تتميز بالاستقرار الدائم وأنها معرضة للازمات بشكل دوري

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية – الاستقرار المالي – عدم الاستقرار - الأزمات المالية.

**Abstrac:**

This study aims to analyze the reality of the occurrence of global crises, as this study was characterized by addressing the theoretical framework of financial markets by highlighting the most important basic concepts related to financial markets and their stability, to be then addressed to the most important financial crises, including the mortgage crisis 2008 and in the last study the impact of the Corona virus. On the main global stock market indices.

The study included the theoretical aspect, and this study relied on the descriptive approach.

The study concluded that financial markets are not characterized by permanent stability and are periodically exposed to crises

**Keywords:** financial markets - financial stability - instability - financial crises.

## الاهـداء

أهدي هذا العمل إلى :

- من قال فيهما الله سبحانه وتعالى " واخفض لهما جناح الذل من الرحمة  
وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا " .

- والدي الكريمين -

كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشجعة في  
إنجاز هذا البحث

# شكر وتقدير

الحمد لله كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه، وأحمد الله تعالى  
وأشكره وأستعينه على

توفيقه لي في إعداد هذه المذكرة، فلولا فضله لما وصلت إلى هذا  
العمل، فالحمد لله رب

العالمين.

شكري في المقام الاول لمن كان لهم الفضل في تربيتي وتعليمي، من  
رسم لي دروب العلم،

إلى من أعتز بهما وأفتخر، والدي الذين أتمنى من الله أن يحفظهما  
ويطيل بعمرهما.

وأنتقدم بجزيل الشكر والامتنان والتقدير إلى كل من ساهم في إنجاز هذا  
العمل سواء من

قريب أو بعيد.

# فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
-	الملخص
-	الاهداء
-	الشكر والعرفان
-	فهرس الجداول
-	فهرس الاشكال
أ - ب - ج	مقدمة عمه
(2 - 36)	<b>الفصل الاول : النظام المالي واستقرار الاسواق</b>
2	تمهيد الفصل
3	المبحث الاول : ما هية النظام المالي
3	المطلب الاول : مفاهيم أساسية حول النظام المالي
7	المطلب الثاني : مكونات النظام المالي والوظائف الأساسية
10	المطلب الثالث : المتعاملون في الاسواق المالية
13	المبحث الثاني : كفاءة السوق المالي
13	المطلب الاول : تعريف و متطلبات كفاءة السوق المالي
17	المطلب الثاني : أهمية السوق المالي الكفاء وشروط تحقيقها لسوق المال
19	المطلب الثالث : المستويات المتعلقة بكفاءة السوق المالي والعلاقة بين المستويات
21	المبحث الثالث : الاطار النظري والفكري للاستقرار المالي
21	المطلب الاول : تعريف الاستقرار المالي
26	المطلب الثاني : أسباب عدم الاستقرار المالي
29	المطلب الثالث : رهانات الاستقرار المالي
36	خلاصة الفصل
(38 - 78)	<b>الفصل الثاني : الازمات المالية العالمية</b>
38	تمهيد الفصل
39	المبحث الاول : الاطار المفاهيمي للازمات المالية
39	المطلب الاول : مفاهيم أساسية حول الازمات المالية
43	المطلب الثاني : أنواع الازمات المالية
45	المطلب الثالث : مؤشرات الازمات المالية والمخاطر التي تنجم عنها
47	المبحث الثاني : تاريخ أهم الازمات المالية والمخاطر التي تنجم عنها
47	المطلب الاول : أزمة بورصة نيويورك (wall street) 1929
50	المطلب الثاني : أزمة المكسيك 1994 و أزمة دول جنوب شرق آسيا
54	المطلب الثالث : أزمة الأرجنتين 1998
56	المبحث الثالث : الازمة المالية 2008
56	المطلب الاول : الازمة المالية العالمية (التعريف، النشأة)
59	المطلب الثاني : أسباب وآثار الازمة المالية العالمية
66	المطلب الثالث : الآليات المطبقة للخروج من الازمة المالية العالمية
78	خلاصة الفصل
(80 - 104)	<b>الفصل الثالث : تداعيات أزمة كورونا على استقرار أسواق المال</b>
80	تمهيد الفصل

81	المبحث الأول : لمحة عن فيروس كورونا
81	المطلب الأول : التعريف بفيروس كورونا
81	المطلب الثاني : تقرير صندوق النقد الدولي على تأثير الاسواق المالية
84	المطلب الثالث : أثر جائحة كورونا على الاسواق
86	المبحث الثاني : تأثير فيروس كورونا على الاسواق المالية العالمية
86	المطلب الأول : تأثير فيروس كورونا على الاسواق المالية الاوروبية
88	المطلب الثاني : أثر جائحة فيروس كوفيد- 19 على الاسواق المالية الاسيوية
92	المطلب الثالث : الاسواق المالية العربية
97	المبحث الثالث : تأثير السوق المالية الجزائرية بالجائحة كوفيد- 19
98	المطلب الأول : تعريف بورصة الجزائر
99	المطلب الثاني : وضعية مؤشر دزاير أندكس خلال 2019 – 2021
101	المطلب الثالث : انعدام السوق الاجلة في بورصة الجزائر جعلها في منأى عن الازمة المالية الناتجة عن الازمة الصحية كورونا
104	خلاصة الفصل
105	خاتمة عامة
109	قائمة المراجع

## فهرس الاشكال

الصفحة	العنوان	رقم الاشكال
89	تطور قيم مؤشر NIKKEI225	1
90	تطور سلسلة عائد المؤشر NIKKEI225	2
91	تغير مؤشر شنغهاي خلال فترة 20 جانفي 2020 إلى غاية 15 ماي 2020	3
93	التغيرات لسلسلة القيم مؤشر EGX30 خلال فترة (2019-2020)	4
96	معدلات الفائدة الفعلية والمتوقعة في الاقتصاديات المتقدمة	5
100	تطور مؤشر دزاير أندكس	6

## فهرس الجـداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
87	قيم أبرز المؤشرات في البورصات الدولية خلال ذروة أزمة كورونا	1
89	حركة المؤشرات الرئيسية للأسواق المالية الكورية واليابانية لغاية ماي 202	2
99	الصفقات المبرمة في بورصة الجزائر	3
100	المقاييس الاحصائية لمؤشر دزائر أندكس	4

# المقدمة

## المقدمة:

لقد عرف النظام الاقتصادي والمالي العالمي منذ نشأته عدة أزمات إقتصادية ومالية عالمية كبيرة، أودت بالعديد من إقتصاديات دول العالم وخاصة المتقدمة منها إلى خسائر مالية كبيرة وأثار إقتصادية إستمرت لعدة سنوات، ولعل أبرز تلك الازمات الإقتصادية وأشدها خطورة أزمة الكساد العالمي عام 1929 وما تبعها من أزمات مالية أخرى كالازمة المالية الآسيوية عام 1997 وصولا إلى الازمة المالية الحالية، والتي كانت شرارتها الأولى قضية الرهون العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية، مسببة بذلك خسائر فادحة بالمؤسسات المالية وانهيار وافلاس العديد منها، وانتقالها إلى مختلف القطاعات الإقتصادية مما أدى إلى حصول ركود عالمي لا زالت معظم دول العالم تعاني من تداعياته.

وتعتبر الاسواق المالية إحدى المجالات الإستثمارية التي تأثرت بهذه الصدمات فهي الأكثر استقطابا وجذبا للمستثمرين بمختلف أصنافهم، سواء كانوا مستثمرين في الأجل الطويل، أو مضاربين في الأجل المتوسط والقصير، أو متاجرين يومية، ويعود تزايد اهتمام الأفراد والمؤسسات بتوظيف أموالهم ومدخراتهم في الأصول المالية، أو ما يعرف بالإستثمار المالي، إلى المزايا العديدة التي يتيحها هذا الحقل من حقول الإستثمار، فعلاوة عن السهولة واليسر والتنوع وقابلية تسهيل الإستثمارات عند الحاجة، يتيح الإستثمار المالي فرصا كبيرة للربح والثراء فقد كانت ومازالت الاسواق المالية مصدر ثراء العديد من الأغنياء في العالم. أما بالنسبة للدول فتمثل هذه الاسواق الوجه الحضاري لاقتصاد الدولة، فهي تعكس مدى نشاط مؤسساتها وتطورها.

إن تكرار الازمات المالية في القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين، يشكل تهديدا مستمرا لإستقرار أسواقنا المالية، التي تعتبر مرآة الاقتصاد التي تتواجد به، وذلك لما لهذه الاسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية، وتوجيهها في قنوات إستثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي، وتزيد من معدلات الرفاهية لأفراده، بما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره.

فلو قوع الازمات المالية وقع وأثر كبير على اقتصاديات البلدان، غالبا ما تتسبب في تدهور حاد في الاسواق المالية، ومن هنا نطرح إشكالية بحثنا والمتمثلة في:

- ما هي الازمات المالية وأثرها على الاسواق المالية العالمية؟

### الاسئلة الفرعية

بغية الاجابة عن الاشكالية المطروحة ولإثراء الموضوع قد ارتأينا إلى طرح مجموعة من الاسئلة الفرعية التالية:

- ماهي الاسواق المالية؟
- ما هو الاستقرار المالي وما هي وظائفه؟
- كيف كان التحليل الفني للمؤشرات الاسواق المالية خلال جائحة كوفيد- 19؟

### فرضيات البحث

- الأسواق المالية دائمة الاستقرار ما يجعلها ملاذ آمن للإستثمار.
- الأزمات المالية ذات طابع دوري تزداد حدتها بارتفاع إختلال التوازن في الأسواق المالية.
- أزمة كورونا أزمة صحية كان من المتوقع أن تحدث عدم إستقرار في الأسواق المالية.

## أهداف الدراسة

- التعرف على أهم مؤشرات الاسواق المالية العالمية.
- تسليط الضوء على الازمات المالية وما أفرزته من تأثيرات كبيرة على الاسواق المالية.
- تحديد تداعيات أزمة فيروس كورونا على الاسواق المالية الدولية.

## أهمية البحث

نظرا للاهتمام المتزايد بما يجري في النظام المالي الدولي من اضطرابات وأزمات إقتصادية، خاصة المالية منها فإن أهمية البحث تظهر في دراسة وتحليل الازمات المالية العالمية وزعزعت النظام المالي الدولي بأكمله، كما أن أهميته تظهر كذلك في التحليل الفني لمؤشرات الاسواق المالية وتأثير فيروس كورونا عليها.

## أسباب اختيار الموضوع

إن موضوع الدراسة يندرج ضمن اختصاصنا، وخاصة وأنه يتناول الحديث عن واحد من أحدث المواضيع في مجال الاقتصاد ألا وهو الازمات المالية الدولية، كما أنه يناقش الازمة المالية العالمية و تأثير فيروس كورونا على الاسواق المالية، والذي يعد من المواضيع التي يطمح الباحث إلى التعمق في دراستها وتحليلها.

- قلة الدراسات والبحوث الاكاديمية التي تناولت تأثير الجائحة على الاسواق المالية بسبب حدائته.
- اعتبار الاسواق المالية معيار أساسي للتطور الاقتصادي.
- التعرف على التذبذبات التي حدثت في أهم المؤشرات الاقتصادية خلال عام 2020.

## منهج الدراسة

من أجل التطرق إلى جميع نواحي الموضوع اخترنا المنهج الوصفي و التحليلي، حيث يركز هذا المنهج بشكل واسع في الفصول النظرية عند وصفنا للعناصر المرتبطة بالموضوع. وتم تحليل مؤشرات الاسواق المالية بإستخدام أدوات التحليل الفني كوسيلة أساسية في الدراسة لاطهار مدى تأثر الاسواق المالية بفيروس كورونا.

## الدراسات السابقة

- أطروحة دكتوراه، ذهبي ريمة، (2012 – 2013)، الاستقرار المالي النظامي، بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2011/2003) ركزت في هذه المذكرة على بناء مؤشر تجميعي لقياس الاستقرار المالي الجزائري

- أطروحة دكتوراه روابح عبد الرحمان، 2018، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الاوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، قام بالتركيز على الازمة المالية العالمية وما أفرزته من تأثيرات كبيرة على حركة التجارة الخارجية.
- **حميل نواره، 2021،** تداعيات الجائحة الصحية كوفيد 19 على الاسواق المالية، قامت بتحليل مؤشرات الاسواق المالية تحت تأثير جائحة كوفيد-19.

## هيكل الدراسة

لمعالجة الموضوع و الاحاطة بكل جوانبه جاء البحث متضمنا مقدمة عامة وثلاثة فصول، خاتمة عامة وذلك على النحو التالي:

- ✓ الفصل الاول تحت عنوان النظام المالي وإستقرار الاسواق وهو منقسم إلى ثلاث مباحث الاول حول ماهية النظام المالي، والثاني كفاءة السوق المالي، أما الثالث الاطار النظري والفكري للاستقرار المالي.
- ✓ في حين تم التطرق في الفصل الثاني، الذي كان تحت عنوان الازمات المالية العالمية المقسم كذلك إلى ثلاث مباحث الاول الاطار المفاهيمي للازمات المالية، والثاني تاريخ أهم الازمات المالية، والثالث الازمة العالمية 2008.
- ✓ بينما خصص الفصل الثالث، لدراسة تداعيات أزمة فيروس كورونا عن استقرار أسواق المال، ومقسم كذلك إلى ثلاث مباحث الاول لمحة عن فيروس كورونا، والثاني تأثير فيروس كورونا على الاسواق العالمية، أما الثالث يتمحور حول تأثير السوق الجزائرية بالجائحة

## الفصل الأول:

# النظام المالي و إستقرار الأسواق

## تمهيد:

يحتل النظام المالي مركزا حيويا في الهيكل الاقتصادي للدول، من خلال ما ينتجه من خدمات متنوعة، تستخدمها العائلات ودوائر الأعمال و الحكومات من خلال محفظة متنوعة من الادوات المالية تتراوح بين النقود وأصول مالية مختلفة تستعمل كأوعية للادخار و الاستثمار ومؤسسات مالية تتراوح بين بنوك تجارية، بنوك استثمارية، شركات تأمين و أسواق مالية.

كما أن وجود نظام مالي يتسم بقدر من الكفاءة من شأنه أن يخفض من تكلفة الاقتراض و الاقتراض و المخاطرة، ويشجع الادخار ويضمن التخصيص الجيد للموارد المالية، وكلما كان النظام المالي أكثر تطورا ومثانة زادت مساهمته في تعزيز النمو الاقتصادي.

أما فيما يتعلق بالدول النامية، وسعيا منها لتحقيق تنمية إقتصادية شاملة خاصة بعد حصول العديد منها على إستقلاله فإنها اتبعت المنهج التدخلّي، وفرضت الكثير من الضوابط والقيود على أنظمتها المالية إعتقادا منها أن نظاما ماليا مقيدا تحت سيطرة الحكومة بإمكانه توفير تمويل بأقل تكلفة يكون له الاثر الايجابي على النمو الاقتصادي، وسوف نتطرق في هذا الفصل إلى:

- **المبحث الاول:** ماهية النظام المالي.
- **المبحث الثاني:** كفاءة السوق المالي.
- **المبحث الثالث:** الاطار النظري والفكري للاستقرار المالي.

## المبحث الاول: ماهية النظام المالي

يمثل النظام المالي مركزا حيويا في الهيكل الاقتصادي للدول، من خلال ما ينتجه من خدمات متنوعة. تستخدمها العائلات و دوائر الاعمال و الحكومات من خلال محفظة متنوعة من الادوات المالية تتراوح بين النقود و أصول مالية مختلفة تستعمل كأوعية للادخار و الاستثمار و مؤسسات مالية تتراوح بين بنوك تجارية بنوك استثمارية شركات تأمين و أسواق مالية.

كما أن وجود نظام مالي يتسم بقدر من الكفاءة من شأنه أن يخفف من تكلفة الاقتراض و المخاطرة، و يشجع الادخار و يضمن التخصيص الجيد للموارد المالية، و كلما كان النظام المالي أكثر تطورا و متانة زادت مساهمته في تعزيز النمو الاقتصادي.

## المطلب الاول: مفاهيم أساسية حول النظام المالي

### اولا: تعريف النظام المالي

يمثل النظام المالي جزءا هاما من مكونات النظام الاقتصادي، و احد المؤشرات الرئيسية في مستوى النشاط من خلال الوظائف التي تؤديها مؤسساته و أسواقه المتنوعة، حيث يعبر النظام المالي عن مجموعة الهيئات و الاليات التي تسمح لبعض الاعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد للتمويل و الاخرين باستخدام و توظيف مدخراتهم، فهو يشمل شبكة المؤسسات المالية و الاسواق التي تتوفر على كافة الظروف و الاليات المتحكمة في انتاج و حيازة و تبادل الاصول و الادوات المالية المختلفة، وياخذ التمويل في الاقتصاد اما شكلا مباشرا بين اصحاب الفائض و العجز (من خلال وسطاء السوق المالي خصوصا)، او غير مباشر خلال تدخل مؤسسات السلطة المالية.<sup>1</sup>

### ثانيا: تطور النظام المالي:

يتم التفريق بين إقتصاديات أسواق رؤوس الاموال و إقتصاديات المديونية بهدف التفريق بين الانظمة المالية بها، إذ أنه في النوع الاول يكون التمويل مباشرا على عكس النوع الثاني، حيث أن التمويل المباشر يعتمد على العلاقات التبادلية بين الاعوان غير الماليين بناء على معطيات السوق، بينما يعتمد التمويل غير المباشر على علاقات ثنائية بين الاعوان غير الماليين و الوسطاء الماليين بناء على معلومات خاصة تصدر عن هؤلاء الوسطاء، و من ثم يكون بإمكان مختلف الاعوان الذين يمتلكون القدرة و الذين هم في حاجة إلى التمويل أن يلتقوا بعضهم بصفة غير مباشرة من خلال هؤلاء الوسطاء.

إن هذه التفرقة بين إقتصاديات رؤوس الاموال و إقتصاديات المديونية توحى بإستقلال العلاقة بين الوسطاء و الاسواق المالية.

بعد ذلك جاء الاصلاح الجديد المستعمل في الدراسات الحديثة ليقول من هذه الهوة، ففرقت هذه الدراسات بين الأنظمة المالية المتجهة نحو الأسواق و المتجهة نحو البنوك، لكن لا ينفى تواجد الاسواق و البنوك في إقتصاد واحد.

<sup>1</sup> عبد الباسط وفاء محمد حسن، بورصة الاوراق المالية و دورها في تحقيق اهداف تحول مشروعات القطاع العام الى

الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996، ص25

حدثت تغييرات هائلة في صناعة الخدمات المالية و إعادة هيكلتها إذ كان التحرير المالي عاملا محفزا للاسراع من وتيرة العولمة في هذا السياق هناك ثلاث سمات تجعلنا نحكم على مدى تطور النظام المالي هي:

أ – توسعت البنوك في نطاق أعمالها البنكية على الصعيد المحلي و الدولي فأصبحت تقوم بأعمال لم تكن تقوم بها من قبل في ضوء التحرير المالي التي إقتضت تخفيف و في بعض الحالات إلغاء القيود التي كانت تحد من نشاطها، و هو الامر الذي يترتب عليه تنوع مصادر رؤوس أموال البنوك و طرق إستخدامها، و بالتالي تطوير بنود ميزانيات البنوك في أكثر من خمسين بنكا في العالم.

و بذلك تنوعت مصادر أموال البنوك، و تنوعت طرق إستخدامها و كانت أهم معالم هذا التطور في البلدان الصناعية المتقدمة حيث تمثلت فيما يلي:<sup>1</sup>

- إن المصدر الرئيسي لأرباح البنوك لم يعد مورده عمليات الاقراض البنكي للمشروعات الصغيرة و المتوسطة، بل الاصول الاخرى المدرة للدخل و بالذات من السندات و من عمليات إدارة الأصول.
- إن نصيب الودائع من إجمالي الخصوم في البنوك بدأ في الانخفاض بينما نجد الخصوم القابلة للمتاجرة قد زاد نصيبها النسبي إلى إجمالي خصوم البنوك نتيجة تزايد نشاط البنوك في مجال إصدار السندات.
- إتجاه نصيب القروض يتناقص من إجمالي أصول البنوك نتيجة لتزايد النصيب النسبي للاصول الأخرى المتمثلة في السندات.
- إن لهذه التغييرات إنعكاسا في ميزانيات البنوك التجارية الكبرى، و تبدو بشكل واضح في حالة البنوك دولية النشاط.

ب – دخلت المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشاة كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية.

ج – إندماج بعض البنوك فيما بينها لتقوية موقفها إتجاه المنافسة من قبل المؤسسات غير البنكية في مجال الخدمات التمويلية، إذ أزلت إعادة الهيكلة التي حدثت في صناعة الخدمات المالية الكثير من الفروق التي كانت موجودة بين المؤسسات البنكية و غير البنكية، كما أنها جعلت من صناعة الخدمات المالية أكثر تجانسا و تكاملا و إرتباطا و أكثر قوة على الصعيد العالمي.<sup>2</sup>

### ثالثا: أساليب تدفق الاموال داخل النظام المالي

#### 1: نظام التمويل المباشر

و يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض و المقترض دون تدخل الوسطاء الماليين، و تتمثل هذه الطريقة في قيام الوحدات ذات العجز (المقترضين) باصدار حقوق مالية في شكل أسهم أو سندات... (أصول مالية) و بيعها الى الوحدات ذات الفائض (المدخرين).

<sup>2</sup> جمال الخطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، ار مجداوي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص24، 25

إذا فأساس نظام التمويل المباشر هي الاسواق المالية التي تمثل ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام المالي الاقتصادي.

## 1-1- تعريف سوق الاوراق المالية

**التعريف الاول:** " سوق الاوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون و البائعون للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الاجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الاموال المراد الاستثمار فيها"<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** " سوق الاوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالاوراق المالية من أسهم و سندات، و الاسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الاول تتم صفقات بيع و شراء الاوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يتكون من عدد من التجار يعرف بـ " البورصة "، أما السوق غير المنظم فالسماسة يباشر كل منهم نشاطه في مقره و يتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الاسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الاول تتداول الاوراق المالية للمنشآت و الهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الاجانب، و تداول أوراق مالية لمنشآت و هيئات من دول أجنبية.

**التعريف الثالث:** "هي المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الاموال و طالبيها من أجل تلبية احدهما لاحتياجات الاخر بمراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية"

إذن فالسوق المالي يظهر كألية هامة لتجميع الموارد المتاحة في الاقتصاد و توظيفها في مشاريع إستثمارية، من خلال اقتناء الافراد و المؤسسات لما تصدره هذه السوق من أوراق مالية مختلفة، يتكون السوق المالي من:

**أ - السوق الأولية (سوق الاصدار):** يتم فيها تداول الأوراق المالية التي يتم إصدارها لأول مرة عن طريق عملية الاكتتاب، و تخلق هذه السوق مؤسسات متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت باصدارها لحساب منشآت الأعمال أو جهة حكومية.

**ب - السوق الثانوية (البورصة):** و يجري فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولى بعد استكمال إجراءات الاكتتاب فيها، و تحدد الاسعار في هذا السوق بالتقاء العروض و الطلب على الورقة المالية، كما أنه يوفر السيولة للمستثمرين في الاوراق المالية.<sup>2</sup>

## 2: نظام التمويل غير المباشر

يتم التمويل غير المباشر عن طريق الوسطاء الماليين، حيث تحول الاموال من المقرضين الى المقترضين من خلال وسطاء ماليين، الذين يقومون باقتراض الاموال من أصحاب الفائض المالي و اقراضها الى أصحاب العجز المالي.

<sup>1</sup> عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية و دورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996، ص25

<sup>2</sup> عامر عبد الرحيم، أهمية النظام المالي و الاستثمار الاجنبي المباشر في التوجه الاقتصادي الجديد في سياسات التنمية، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه تخصص علوم اقتصادية، جامعة بلعباس، 2017/2016، ص75.

**2-1- تعريف الوساطة المالية:** الوساطة المالية هي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين و المقترضين المحتملة الى علاقة غير مباشرة. فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الاموال من أصحاب الفائض المالي الى أصحاب العجز المالي، و تقوم هذه الهيئات بتعبئة الادخارات الخاصة بالافراد و المؤسسات، و القيام بمنح قروض لاطراف اخرى.

ان ما يبرز الوساطة المالية هو وجود طرفين أساسيين وهما من جهة أصحاب الفوائض المالية و من جهة أخرى أصحاب العجز المالي، و الوساطة المالية تمثل تلك الهيئات التي تربط بينهما، و هي تجمع الفوائض المالية في شكل ادخارات، و تقدمها في شكل قروض ائتمانية لأصحاب الحاجة المالية.

**2-2- انواع الوساطة المالية:** يوجد عدد كبير من المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوسيط المالي في حدود خصائصها التنظيمية و طبيعة وظيفتها، و بالرغم من قيام كل الوسطاء الماليين بنفس الوظيفة الأساسية، و التي تتمثل في قبول الاوراق المالية الاولية التي تصدرها المؤسسات التي هي بحاجة الى التمويل و اصدار أوراق مالية ثانوية (مثل بوالص التأمين على الحياة و شهادات الادخار و الايداع و شهادات الاستثمار لدى البنوك التجارية) لفائدة من لديهم أموال أو مدخرات، الا أنه يوجد اختلاف بينهم، و اجمالاً يمكن تصنيف هذه المؤسسات المالية الى ثلاث أنواع رئيسية:

- **وسطاء الودائع (المؤسسات الايداعية):** و تعتبر البنوك وخاصة البنوك التجارية المثال التقليدي لهذا النوع من الوسطاء حيث يلجأ العملاء الى البنوك لفتح حسابات جارية أو الايداع لاجل، أو الحصول على خدمات مصرفية متنوعة، نظرا لوجود عاملي الامان و السيولة في التعامل مع البنك.

- **وسطاء التعاقد:** تقوم هذه المؤسسات المالية الوسيطة بتجميع مواردها المالية على فترات دورية و على أساس تعاقد بين الوسيط المالي و العملاء لحماية الممتلكات او للتأمين على الحياة مثلا، كما انها تقوم باستثمار هذه الاموال في أسهم و سندات في السوق المالي أو قروض عقارية. و من بين وسطاء التعاقد نجد شركات التأمين على الحياة و الممتلكات، صناديق التعاقد (الخاصة و العامة).

- **وسطاء الاستثمار:** تقوم هذه المؤسسات بتقديم للجمهور أوراق مالية، يمكنهم الاحتفاظ بها و الحصول على عائد، أو القيام ببيعها اذا رغب العميل في ذلك، كما تتيح مؤسسات الاستثمار الجماعي للمدخرين الصغار النصح و المشورة و الاداة الكفوة و تنويع المخاطر، هذا ما يشجعهم على الادخار في مختلف الاوراق المالية، و يضم هذا النوع من الوسطاء الماليين شركات التمويل، بنوك الاستثمار و الصناديق التعاونية.<sup>1</sup>

و بناء على ما سبق فان الوساطة المالية تمارس مهامها أساسية في الاقتصاد الوطني، و قد ازدادت أهميتها حديثا، و أصبحت تشكل فيما بينهما اجهزة فعالة يعتمد عليها في تنمية و تطوير القطاعات الاقتصادية المحلية، من خلال قيامها بوظيفتها الرئيسية المتمثلة في قبول الودائع و منح القروض و بالتالي توفر التمويل للاقتصاد.

<sup>1</sup> عامر عبد الرحيم، مرجع سابق، ص 75 ص 76.

## المطلب الثاني: مكونات النظام المالي و الوظائف الاساسية

### أولاً: مكونات النظام المالي

#### 1: المؤسسات المالية

تعرف المؤسسات المالية على انها مكان التقاء العرض و الطلب على الاموال، سواء كان هذا المكان بنكا او شركات تامين او سوقا مالية، فهي بعبارة اخرى مكان تدخله النقود او تخرج منه، اي ان محور التعامل فيه ليس سلعة و انما نقدية.<sup>1</sup>

و تعرف أيضا: انها شركات أعمال تعمل في سوق المال و تملك اوراق مالية كالاسهم و السندات و الاصول المالية بدلا من الاصول الثابتة مثل المعدات، المواد الخام و المباني حيث تقوم هذه المؤسسات باقراض زبائنها سواء كانوا مستهلكين او مستثمرين لشراء السلع و الخدمات، أو شراء السندات المالية من سوق النقد أو سوق راس المال كما تقدم انواع مختلفة من الخدمات المالية مثل خدمات التامين و حفظ الودائع و تحويل المبالغ.<sup>2</sup>

#### 2: الاسواق المالية

تلعب الاسواق المالية دورا بالغ الاهمية في النظم الاقتصادية و المالية الحديثة، لارتباطها بكفاءة الاداء الاقتصادي للبلد من خلال استقطاب رؤوس الاموال و توظيفها، وتوفر مختلف الاحتياجات التمويلية.

و تعرف الاسواق المالية على انها: مجموعة من المؤسسات و القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الافراد و المؤسسات و المجتمع وفقا لسياسة معينة الى من هم في حاجة لهذه الاموال الى فترة من الوقت.

و تضم رؤوس الاموال العديد من الاسواق تتعدد التصنيفات التي تتخذها حسب عدة معايير من بينها: معيار نوع الاداة الذي يميز بين سوق أدوات الدين مثل السندات، و سوق أدوات الملكية مثل الاسهم، و معيار اجل الاستحقاق الذي يميز بين السوق المالي و سوق النقد، حيث ان المؤسسات يمكن ان تمويل نشاطها في اكثر من سوق و في نفس الوقت، كما ان الادوات المالية المتداولة حديثا و الاساسية في ظل التحولات الاقتصادية جعلت من الصعب وضع حدود فاصلة بين ما هو سوق مالي و سوق نقدي، أو ما بين سوق وطني و سوق اجنبي، فبدلا من فصل هذه الاسواق يفضل الحديث عن سوق تمويلية واحدة الهدف الاساسي منها هو تجمع و استخدام الاصول الممولة للقوة الشرائية لتحقيق تراكم رؤوس الاموال.

و تصنف الاسواق المالية الى:

#### 1- السوق النقدي

<sup>1</sup> شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 2000، ص9  
<sup>2</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل و ادارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، الاردن، 2008، ص128 ص129

هو السوق الذي يتم فيه تداول الاوراق المالية قصيرة الاجل، و التي لايزيد أجلها عن عام، و مجرد ان يتم اصدار هذه الاوراق يتم تداولها في السوق الثانوي و يحصل المستثمرين على احتياجاتهم من السيولة من خلال هذه الاسواق.<sup>1</sup>

كما يعرف على انه السوق الذي يتم فيه تداول الاوراق المالية قصيرة الاجل، و ذلك من خلال السماسرة و البنوك التجارية و بعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الاوراق، و تعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق ان قرضه لطرف اخر، و عادة ما لاتزيد مدة هذه الاوراق عن سنة، غير انه يمكن التخلص منها في أي وقت و بحد ادنى من الخسائر، او دون خسائر على الاطلاق وذلك لضمان عملية السداد.<sup>2</sup>

## 2- اسواق راس المال:

تتمثل سوق راس المال في السوق الاولية و الثانوية، و تهتم هذه الاسواق بالادخارات شبه السائلة، و في الاستثمار طويل الاجل، و يتوقف نجاح و كفاءة هذه السوق على مدى توفير المدخرين بالاضافة الى توافر المناخ الاستثماري الصالح من حيث كفاءة البيئة الاساسية في الاقتصاد وملائمة تشريعات الاستثمار، و يمتاز سوق راس المال بحسن التنظيم و في تعدد أنواع الاوراق المالية المطروحة للاستثمار و ايضا ارتفاع العائد فيهما ليتناسب و ارتفاع درجات المخاطر.<sup>3</sup>

## 3- الادوات المالية

تصنف الاسواق المالية على اساس الخصائص الاقتصادية التي تركز أساسا على معيار السيولة (مدى قابلية الاداة الى التحويل الى النقود دون تحمل التكلفة) باعتبار مفهوم السيولة مؤشر هام في رسم السياسات النقدية الى:

### - المفهوم الضيق m1

و يعرف بمجموع وسائل الدفع و يشتمل على النقود الورقية و الالزامية و النقود المساعدة و الودائع التجارية الخاصة، و هي كلها اصول نقدية تتمتع بسيولة عالية جدا.

### - المفهوم الواسع m2

تعرف بالسيولة المحلية الخاصة، و تشتمل على m1 مضافا اليها الودائع لاجل وودائع الادخار قصيرة الاجل بالبنوك وودائع التوفير لدى صناديق التوفير، وهي اقل سيولة من m1.

### - اجمالي السيولة المحلية m3

<sup>1</sup>نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح اسماعيل، الاسواق و المؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007،

ص53

<sup>2</sup>عبد الغفار حنفي رسيمة قرباقص، اسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص8

<sup>3</sup>حمزة محمود الزبيدو، الاستثمار في الاوراق النقدية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الاردن، 2004، ص116

و تشمل على m2 السيولة المحلية الخاصة زائد الودائع الحكومية لدى البنوك التجارية كالسندات و ادونات الخزانة و بواليص التأمين المختلفة، كذلك الودائع غير الجارية لدى مختلف المؤسسات المالية في المجتمع غير البنوك التجارية و هي اقل سيولة من  $m2^1$

### ثانيا: الوظائف الاساسية للنظام المالي

يمكن التطرق الى اهم وظائف ومهام النظام المالي فيما يلي:<sup>2</sup>

#### 1/ تجميع المدخرات:

يوفر النظام المالي منافذ لتعبئة الادخار سواء من جانب الافراد او المؤسسات، ما يؤدي الى ارجاء الاستهلاك في الوقت الحاضر و الاتجاه نحو الاستثمار حيث يمكن للمدخرين في ظل وجود هذا النظام اقراض فائض أموالهم الى المقترضين و الحصول على عائد مقابل ذلك سواء في شكل فوائد و ارباح راسمالية، و يعتمد النظام المالي في ادائه لهذه الوظيفة على توفير عائدات مغرية من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة أو تقديم ضمانات حول الاوراق المالية المصدرة.

#### 2/ اجراء معاملات التسوية و الدفع:

حيث يزود النظام المالي الاقتصاد بالوسائل اللازمة لاداء الالتزامات في شكل عملة نقدية و شيكات ووسائل الدفع الاخرى، و قد ساهم التطور الذي عرفته مؤسسات النظام المالي في الوقت الحاضر الى ظهور وسائل دفع جديدة، كالنقود و الشيكات الالكترونية.

#### 3/ تجميع المعلومات المالية وتحليلها:

يقدم النظام المالي خدمة رئيسية من خلال تجميع و تحليل المعلومات المالية، و هو بذلك ساهم في تخفيض التكاليف التي يمكن ان يتحملها المقرضون في حال قيامهم بهذه العملية، و يؤدي النظام المالي هذا الدور من خلال الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي، حيث تكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء منخفضة جدا لانها توزع على حجم كبير من العمليات، و هو ما يمكن المقرضين من اتخاذ قراراتهم بدقة.

#### 4/ تسهيل ادارة المخاطر المالية:

تعمل الوساطة المالية على التقليل من المخاطر من خلال توزيع وتقاسم المخاطر و التنوع في اختيار الاستثمارات التي تمولها من خلال توزيع الودائع المتاحة للاقراض على مختلف المشروعات الاقتصادية وذلك وفقا لمحددات الاستثمار و اعتبارات العائد و المخاطر و السيولة المرتبطة بهذا الامر الذي يؤدي الى تخفيض تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي اليه مخاطر اخفاق مشروع واحد على مستثمر واحد، بالاضافة الى قدرتها على اختيار الاستثمارات ذات المردود الاعلى و المخاطر الاقل، أي انها تقلل من المخاطر المالية من خلال ما توفره من فرص امام المستثمرين لتنويع محافظهم المالية.

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي، محاضرات في النظرية النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص49

<sup>2</sup> ساعد ابنتسام، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري و دوره في تمويل الاقتصاد، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، 2009،

## 5/ ممارسة الرقابة على الشركات الممولة:

بمجرد حصول المؤسسات الاقتصادية على القروض التي تحتاجها تصبح خاضعة لرقابة أجهزة الوساطة المالية، وذلك بهدف تقييم ادائها و التأكد من أن التسيير الممارس في هذه المؤسسات يصب في مصلحة المقرضين (أصحاب الودائع)، تعتبر هذه الوظيفة جد مهمة خاصة بالنسبة للدول النامية التي تتميز بعدم كفاءة الاسواق أي وجود مشكلة عدم تناظر المعلومات التي تقوم في ظلها المؤسسات.

### المطلب الثالث: المتعاملون في الاسواق المالية

لا شك انه يوجد متعاملون في الاسواق المالية فبدون المتعاملون سواء أشخاص أو مؤسسات فلا معنى للسوق المالي، فهؤلاء المتعاملون يؤدون دورا أساسيا في السوق و منه يمكن النظر الى أهم المشاركين في السوق.

### أولا: القطاع البنكي

#### 1/ البنوك المركزية:

ان من اهم وظائف البنوك المركزية هي اصدار النقد اللازم للاسواق النقدية، و التدخل في هذا السوق النقدي سواء كان بطريقة مباشرة او غير مباشرة او عن طريق ما يسمى بالسياسة النقدية، و يتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي و النقدي من خلال:<sup>1</sup>

- توجيه السياسة النقدية.
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- مراقبة عملية بيع و شراء العملات الاجنبية.
- ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالاشراف على أدوات السوق النقدي من بيع و شراء بالسندات و اذونات الخزينة....
- اصدار النقد و عرضه في السوق مع مراقبة و ضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

#### 2/ البنوك التجارية:

ان بروز دور البنوك التجارية كأحد المشاركين في الاسواق المالية و النقدية يظهر من خلال التركيز و النظر في الميزانية العمومية للبنك التجاري و بالاخص التركيز على بنود الموجودات و المطلوبات للبنوك، فتقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين في سوق الخصم:<sup>2</sup>

- توفير بنوك الخصم من خلال الاقتراض المباشر الارصدة النقدية اللازمة لشراء المييلات.
- تقوم البنوك بشراء الكمبيالات و الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

<sup>1</sup> زياد رمضان، مروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريد، القاهرة، مصر، 2007، ص49

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص48.

و تتمثل أهداف البنوك التجارية داخل السوق النقدي في:<sup>1</sup>

- المحافظة على درجة عالية من السيولة.
- القدرة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير.
- الحصول على أعلى مردود ممكن مع عدم التفريط بدرجة السيولة الملائمة و المقدرة على الوفاء و السداد.

و اصبحت البنوك بذلك تعمل على تنمية الادخارات و توجيهها نحو الاستثمارات، فأخذت تعمل في السوق المالية و النقدية من خلال توظيفها للاموال و منح القروض و اصدار شهادات ايداع و القبولات المصرفية و تقديم الخدمات الاستشارية للعملاء و تحصيل الاوراق التجارية اضافة لشراء و بيع العملات الاجنبية و العربية على حد سواء.

### ثانيا: المؤسسات و الشركات المالية غير البنكية

و هي مؤسسات تعمل داخل السوق النقدي لانها تقوم بالمحاولة للوصول الى درجة عالية من السيولة، و ذلك لتأمين نفسها لتسديد التزاماتها مع مراعات الحصول على أعلى مردود ممكن لمجموع استثماراتها، و عليه فهي المؤسسات التي تقوم بالوساطة المالية و تقوم ببعض الاعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد و التغطية، و لهذه الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الايداع لاجل و كذلك رأس المال المدفوع و الاحتياطات و العمولات التي تحققها و يلخص دورها في:<sup>2</sup>

- تعبئة المدخرات المالية و توجيهها.
- خلق الفرص الاستثمارية.
- التقارب بين العرض و الطلب في عمليات السوق المالي.

و من أهم هذه الشركات :

### - شركات التأمين

و هي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالا ضخمة، تقوم بتوزيع الخطر على أكبر عدد من الافراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين.

### - صناديق التقاعد

تقوم هذه المؤسسات بجمع المبالغ عن مساهمات المستخدمين و أرباب العمل، على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات عند الشيخوخة.

### - صناديق الاستثمار المشتركة

<sup>1</sup>وليد صافي، أنس البكري، الاسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الاردن، 2009، ص43.  
<sup>2</sup>زياد رمضان، مروان الشموط، مرجع سابق، ص49 ص50.

مؤسسات تتمتع بشخصية اعتبارية، تعمل على تشجيع الادخارات، و لاسيما ادخارات صغار المدخرين بهدف استثمارها بالطريقة المثلى، و أحيانا تعمل هذه الصناديق تحت إشراف الدولة و رقابتها.<sup>1</sup>

### - المؤسسات الاقتصادية المختلفة

تمثل المؤسسات الصناعية و الزراعية و السياحية... و غيرها، أحد أهم المؤسسات الاقتصادية المتعاملة في سوق الاوراق المالية، إذ تلجأ هذه المؤسسات إلى سوق الاوراق المالية لغرض تمويل استثماراتها الجديدة أو لتطوير مشاريعها القائمة و توسيعها.

### ثالثا: الافراد

تعتبر الحسابات الجارية للافراد هي من أكبر الامثلة على تعامل الافراد داخل السوق المالي و بعض الحسابات الاخرى مثل حساب تحت الطلب و الودائع الاجلة و بعض أدوات الاستثمار قصير الاجل داخل السوق المالي.

و الاسباب التي تدفع الافراد للتعامل مع الاسواق المالية هي:<sup>2</sup>

- اسباب تنفيذية: و تعني التعامل باجزاء اية مدفوعات التزامات تظهر دون تحمل تكاليف اضافية.
- اسباب اضطرارية: أي التعامل لاجل مواجهة أي طوارئ و أحداث غير متوقعة.
- أسباب استثمارية: أي لتحقيق أعلى مردود يمكن الحصول عليه من خلال تغير أسعار الفوائد في الاسواق المالية.

و من أهم هذه الفئات:

### - المضاربون المحترفون

تهدف هذه المجموعة إلى الافادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار في السوق المالية بصفة دائمة، هذا فضلا على التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الاحصائي و الاقتصادي، كاستخدام نموذج دورة السوق و تشخيص الاتجاه الرئيس، و الذي يمثل نمودجا لتتبع الاتجاهات السلوكية و النمطية لأسعار السوق

### - المضاربون الهواة

تهدف هذه المجموعة إلى الافادة من فروق الاسعار، إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة في السوق و لا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، إذ تقوم هذه الفئة بشراء الأوراق المالية و بيعها في الوقت ذاته سواء في السوق نفسه، أو إعادة بيعها في أسواق أخرى، للاستفادة من فروقات الاسعار، و عادة ما تختفي هذه الفئة من سوق الأوراق المالية نتيجة تحقيق الخسائر المتتابة.

<sup>1</sup>ناظم محمد الشمري و آخرون، أساسيات الاستثمار العيني و المالي، دار وائل للطباعة و النشر، عمان، 1999، ص198.

<sup>2</sup>وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص44.

## - المتآمرون

تعمل هذه المجموعة على التحكم بأسعار الأوراق المالية و توجيه السوق صعودا و هبوطا بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل، الناتج عن قوى العرض و الطلب العادية، وتتميز هذه الفئة بتوافر الموارد المالية الضخمة لديها و التي تمكنها من تحقيق أهدافها.<sup>1</sup>

## - المستثمرون

يمثل المستثمرون الافراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخل مستمر منها، و هناك نوعان من المستثمرين: المستثمر الداخلي و المستثمر العادي، فالمستثمر الداخلي يهدف إلى السيطرة على الشركة و أدائها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم الخاصة بها، فيما يهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أعلى الارباح من خلال بيع و شراء الأوراق المالية.

## - المحتاطون

تحتفظ فئة المحتاطين بالاوراق المالية من أجل الحيطة و تقليل المخاطر التي قد تتعرض لها مواقفهم المالية، و ذلك من خلال الاحتفاظ بعدد متنوع من الاوراق المالية على أمل أن تغطي العوائد المحصلة منها المخاطر التي قد يتعرضون إليها نظير انخفاض أسعار بعضها أو التغيير في العوائد المرتقبة منها.<sup>2</sup>

و على الرغم من هذا التصنيف، فإن واقع الاسواق المالية يجعل من الصعب في كثير من الاحيان التمييز و بشكل دقيق بين هذه الفئات، فقد يكون المتعامل في سوق الأوراق المالية مستثمرا في حالات و مواقف معينة، و محتاطا في مواقف أخرى، أو يكون متاجرا في اوراق المالية معينة و مضاربا في أخرى.

## المبحث ثاني: كفاءة السوق المالي

إن مفهوم الكفاءة العام مفهوم واسع، لكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو ايجاد العمل بأقل ما يمكن من الجهد و الوقت و التكاليف و لذلك سوف نتطرق إلى السوق المالي الكفؤ

يمكن اعتبار كفاءة السوق المالي عالية و ذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصادي الوطني حيث تقوم نظرية السوق الكفؤ على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.

## المطلب الاول: تعريف و متطلبات كفاءة السوق المالي

### أولا تعريف كفاءة السوق المالي

<sup>1</sup>أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، مصر، 1998، ص33.

<sup>2</sup>سيف سعيد سويدي، النقود و البنوك، طبعة3، دار الكتب القطرية، 2002، ص54.

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط و متداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفعالية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف و الوصول الى نتائج التي يتم تحديدها مسبقا و ان الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول اليها في وقت محدد.

فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة الوقت و الربحية.

و من هنا نشير الى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول اليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها البلوغ هذه النقطة.

ان السوق المالي هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الاوراق المالية المصدرة و المتداولة لكافة المعلومات المتاحة على المؤسسة، اذ يقتضي ذلك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة و النتائج المرتبطة بأسعار الاوراق المالية، ان السوق المالي الكفاء هو الذي يحقق لنا:

- التخصيص الامثل للموارد
- التقييم الدقيق للمبادلات
- تخفيض تكاليف الخدمة الى أقل ما يمكن

و من تعاريف السوق الكفاء ما يلي:

**التعريف الاول:** تتسم السوق الكفاء بالتنافسية، أي تحدد فيها أسعار الاصول و عوائدها وفقا لقوى العرض و الطلب، و تتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين، و تتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات.

**التعريف الثاني:** أن تعكس أسعار الاوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة و بدقة.

**تعريف اخر:** أن سوق الاوراق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات اذا كانت أسعار الاوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة.<sup>1</sup>

**و تعرف:** وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الاسهم في سوق الاوراق المالية و على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد الى المتعاملين فيه يكون من شأنهم تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم و تتجه أسعار الاسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الانباء ، اذا كانت ايجابية أم لا.

و في سوق يمتاز بكفاءة يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها و سائل الاعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات و تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لاداء المنشأة و الذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسمة الارباح، و رقم الاعمال و غيرها و يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية و بشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد" تحليل و تقييم الاوراق المالية"، دار الجامعة الاسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002، ص154.

المكاسب، و لكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق الا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية و المخاطر المحيطة بها تماما.<sup>1</sup>

و يتميز السوق الكفاء بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكاليف منخفضة أو بدون تكلفة.
- وجود انتشار واسع لهذه المعلومات اذ لا يمكن أن تنحصر في يد مستثمر واحد أو مجموعة معينة دون الاخرين.
- وجود عدد كبير من المستثمرين الذين يقومون بتحليل هذه المعلومات ومن ثم اتخاذ قرارات البيع أو الشراء بناء على نتائج التحليل.
- عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومة و الوصول الى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للورقة المالية مع ضرورة وصول ذلك لكافة المستثمرين.

### ثانياً: متطلبات كفاءة السوق المالي

عندما نتحدث عن كفاءة السوق المالي يجب ان نميز بين الكفاءة الاقتصادية و الكفاءة الكاملة.

**1/ الكفاءة الكاملة:** تقتضي بأن لا يكون هنالك فاصل زمني بين صدور المعلومة و انعكاسها على سعر الورقة المالية مع عدم وجود تكاليف للحصول على هذه المعلومة، هذا النوع من الكفاءة يكاد يكون شبه مستحيل في الواقع و مع ذلك يرى بعض المختصين أن الكفاءة الكاملة لكي تتحقق لابد من توفر الشروط التالية:<sup>2</sup>

- كثرة المعلومات ووفرته و سهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر، الامر الذي يجعل توقعات المستثمرين تكون متشابهة لانها مبنية على نفس المعلومات.
- حرية الدخول و الخروج من و الى السوق المالي دون قيود.
- عدم وجود تكاليف للمعاملات و عدم وجود قيود على الكميات المشتراة أو المباعة، و يدخل في ذلك الاطار عدم وجود ضرائب مفروضة على تلك المعاملات.
- عدم وجود تأثير لقرارات الاستثمار من طرف مجموعة من المستثمرين على حركة الاسعار.
- وجوب اتصاف المستثمرين بالرشادة و العقلانية.

أما عن الاسباب التي تجعل الكفاءة الكاملة شبه مستحيلة تتمثل في:

- إن حصول المستثمرين على المعلومة و تحليلها لا يكون بدون تكلفة و حتى و إن كان الحصول عليها مجاناً فإن عملية تحليلها تكون في الغالب عن طريق مكاتب الاستشارة و هي مكاتب تعمل مقابل عمولة.
- إن بعض المستثمرين لهم ميزات تمكنهم من الحصول على المعلومة و قد يرجع ذلك لقربهم من المديرين أو كبار العاملين في الشركات المدرجة في البورصة.

<sup>1</sup>حسان حضر، تحليل الاسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الاقطار العربية، العدد 27، مارس 2004، ص8 ص9.

<sup>2</sup>محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، المرجع السابق، ص162.

- إن كل الاسواق المالية توجد بها تكاليف و عمولات على التعامل و التنظيم كما أن الضرائب موجودة في الكثير من التشريعات و لا يتم الاعفاء عن المعاملات من الضرائب في كل الدول.

**2/الكفاءة الاقتصادية:** و التي بمقتضاها يتوقع أن يمضي بعض الوقت على وصول المعلومات و انعكاسها على أسعار الاوراق المالية و تتحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.

**1-2- كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل الى المتعاملين في السوق بالسرعة بما يجعل أسعار الاسهم مرآة تعكس كفاءة المعلومات المتاحة ليس كذلك فقط بل ان المعلومات تصل الى المتعاملين بدون أن تكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرص لتحقيق الارباح الا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

و إذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل و كسل المستثمر ذاته.
- قد يستطيع عدد محدود من الافراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم و استخدامها في تحقيق أرباح غير عادية أن هذا ما يحدث لعدد قليل من المستثمرين و لمرات معدودة.

هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات و يحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

**2-2- كفاءة التشغيل:** يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، و يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب و العرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، و دون ان يتاح للتجار و المتخصصين الى صناع السوق فرصة الى تحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه، كما يبدو فان كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لاتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يدفعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة و تحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة، و بالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا و الا يكفي لتغطية تلك التكاليف<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>وليد أحمد صافي، "الاسواق المالية العربية، الواقع و الافاق"، اطروحة دكتوراء، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر، 2003/2002، ص58.

و توفر الخاصيتان السابقتان لاسواق الاوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي:

- أن تسود سوق الاوراق المالية المنافسة الكاملة و هذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من الباعة و المشترين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية و ذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
- و بتحقيق هذا الشرط لسوق الاوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق و الاتساع، حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة، التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الاوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض و الطلب.
- أن يوفر هذا السوق خاصة سيولة الاوراق المالية المتداولة فيه، و هذا الشرط هو في حقيقة الامر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، و بتوافر خاصية السيولة في سوق الاوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع و شراء الاوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب و في الوقت المناسب و بالسرعة المناسبة، كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الاوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف باستمرارية الاسعار السائدة فيه، و التي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة و غير مبررة في أسعار الاوراق المالية و بالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.
- أن يتوفر لسوق الاوراق المالية وسائل و قنوات اتصال فعالة توفر للمعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر و حجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالاضافة الى مؤشرات عن العرض و الطلب في الحاضر و المستقبل، و تتخذ هذه المؤشرات صور متعددة و تقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الاسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية: جعل المعلومات عن أسعار الاوراق المالية المتداولة فيه و ما يتم على هذه الاوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة و بشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات، و في السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة بالافصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج كما يطلب من الشركات المدرجة أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.
- توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول و عرض أوامر و تنفيذ الصفقات، و ذلك بالاضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النصح و الاستشارة للمتعاملين في السوق و مساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع و الشراء.

كما يشترط أن تكون سوق الاوراق المالية و المتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة إدارة السوق و لكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولاً، و مكونة من أفراد ذوي خبرة ثانيا و يعاونهم في أداء مهامهم مجموعة إستشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم و اللوائح و القوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار و الامان للمستثمرين و ما يزيد من فعالية سوق الاوراق المالية.

**المطلب الثاني: أهمية السوق المالي الكفاء و شروط تحقيقها لسوق المال**

في هذا المطلب سنبرز أهمية السوق المالي الكفاء، اضافة الى شروط تحقيقها بالنسبة للسوق المالي.

### أولاً: أهمية السوق المالي الكفاء:

ان وجود سوق مالي كفاء له دلالات اقتصادية و استثمارية أهمها:

- السوق الكفاء دالة على أن الاسعار المعروفة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، و ترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجيات الاستثمار و التخصيص الكفاء للموارد.
- ينتفع جميع المتعاملين في السوق من المعلومات و بالتالي ليس هناك هدر للمعلومات باعتبارها تعكس السعر العادل.
- يكون في ظل كفاءة السوق تحقيق اليعر العادل و المقبول للبائع و المشتري دون غبن أو تضليل.
- السوق الكفاء دالة على حالة التوازن لان جميع المتعاملين يحصلون على معلومات متماثلة و تكون بالتالي توقعاتهم متمثلة في المستقبل.
- تتدفق أوامر البيع و الشراء بشكل مستمر و متوازن و باتجاه الاستثمارات المنتجة.
- يحقق السوق الكفاء تماثل للمعلومات مما يضمن الاستجابة العادلة للمعلومات.
- في ظل السوق الكفاء تتدفق رؤوس الاموال بكل حرية و انسيابية عالية مما يحقق التخصيص الكفاء للموارد.<sup>1</sup>

### ثانياً: شروط تحقق الكفاءة في السوق:

من شروط تحقق الكفاءة في السوق المالي ما يلي:

- وجود منافسة كاملة من خلال توفر عدد كبير من المشترين و البائعين الذين تتوفر لهم جدية الدخول في العمليات السوقية بعيدا عن الاحتكار.
- توفر خاصية السيولة للاوراق المالية المتداولة و ذلك من خلال توفر عنصر الاستمرارية في الاسعار بعيدا عن حدوث التحركات المفاجئة و غير المبررة.
- وجود قنوات اتصال فعالة تعطي معلومات دقيقة عن الاسعار و حجم عمليات التبادل و مؤشرات العرض و الطلب من خلال نشره حركة الاسعار اليومية.
- توفر عنصر الشفافية بمعنى أن تتوفر كافة المعلومات لكافة المتعاملين على درجة متساوية بما يمنع احتكار المعلومات.
- توفر التقنيات الحديثة لحركة التداول و عرض أوامر تنفيذ الصفقات بالإضافة الى توفر مجموعة متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النصح و الاستشارة للمتعاملين و مساعدتهم على تنفيذ الصفقات بيعا و شراء.
- أن يتوفر في حصة ادارة السوق صفة الحياد و الخبرة و مجموعة من النظم و القواعد التي تدفع الى توفير الاستقرار و المان للمستثمرين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>عبد الغفار حنفي، " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم،سندات، وثائق استثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص189.

إذا فكفاءة أسواق الأوراق المالية تتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين، مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، و المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت و مستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الانباء السارة و هبوطاً مع الانباء غير السارة التي تصل بسرعة و بدون سابق انذار.

### المطلب الثالث: المستويات المتعلقة بكفاءة السوق المالي و العلاقة بين المستويات

#### أولاً: المستويات المتعلقة بكفاءة السوق المالي

من الأمور التي يجب ادراكها أن كفاءة أسواق المالية هي مفهوم نسبي و ليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة و بين المعلومات و البيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى.

و بعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفاءة أن تعكس الأسعار و بسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية التداولية فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة للكفاءة للأسواق المالية.

و الجدير بالذكر أن هذا التقسيم للمستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية ناتج عن الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث فاما عام 1965 حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم المستخدمة في حساب متوسط ، داو جونز حيث راقب فاما الحركية اليومية للأسعار خلال 5 سنوات و قد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، و قد بينت أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر في الأسهم و بشكل مفاجئ قادرة أن تغير من نظرة المستثمر المستقبلية و بما أن المعلومة التي تصل إلى المستثمر مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن أسعار الأسهم أي القيمة السوقية سوف تنقلب عشوائياً صعوداً و نزولاً وفقاً لنوع المعلومة التي ترد إلى السوق.<sup>2</sup>

لذلك سوف نتناول في هذا الجانب المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية و هي:<sup>3</sup>

- مستوى الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق يفترض بأن المعلومات التاريخية سوف تعكس الأسعار السوقية للسهم.
- مستوى الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق، يفترض أن كل المعلومات العامة سوف تعكس بالأسعار السوقية للأسهم.
- مستوى الصيغة القوية لكفاءة السوق يفترض أن المعلومات سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم.

#### 1/الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:

محمد صالح الحفناوي، إبراهيم سلطان، جلال العيد<sup>1</sup> " تحليل و تقييم الأوراق المالية" ، مرجع سبق ذكره، ص14

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق و النشر و التوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الأولى، 2001، ص124.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص155.

تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الاسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم و على حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي، و هو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الايام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، و هذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

## 2/ الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق:

و تطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، و تقتضي بأن أسعار الاسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الاسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية و غيرها من التقارير و التحليلات التي تتاح للجمهور.

و في ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الاسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لانها تكون مبينة على وجهة نظر أولية شأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الاسهم.

## 3/ الصيغة القوية لكفاءة السوق:

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة و الخاصة، أي المعلومات المنشورة العامة اضافة الى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الاسهم، و هذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الاخرين و قد ثبتت صحة هذا الفرض.

و من الملاحظة من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الاوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الاسواق اقرب الى الواقع نظرا لان حركة الاسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل الى السوق في شكل نمط عشوائي و غير منتظم.

## ثانيا: العلاقة بين أشكال كفاءة أسواق الاوراق المالية

تحضى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الاوراق المالية و جمهور المتعاملين في السوق، و يشتد الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل شبه القوي و القوي للكفاءة، و يعود السبب في ذلك الى طبيعة التداخل الخاص بالمعلومات المتعلقة بكل شكل منها.

و يتبين من ذلك أن سعر السهم سيكون انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات و هي: " معلومات الكفاءة الضعيفة، الكفاءة شبه القوية، و الكفاءة القوية "، و عليه اذا كان السوق كفاء بالشكل القوي فلا بد أن يمر بمرحلة الكفاءة الضعيفة و الكفاءة شبه القوية.

أما في حالة كون السوق بالكفاءة الضعيفة يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادية.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: الأطار النظري و الفكري للاستقرار المالي

نظرا للبروز المستمر لوضعيات عدم الاستقرار المالي، أصبحت توصف كظاهرة ملازمة للنظام المالي الدولي حيث صنفت على أنها (الظاهرة) أحد أهم المخرجات التي شهدتها توجّهات المالية الحديثة، من خلال ما تم رصده من اختلالات في الدورة المالية منذ نشأتها، وبالرغم من أن الاضطرابات المالية تحدث ومنذ زمن، إلا أن تطورها و ارتفاع حدتها و امتداد أبعادها، جعلها تضعف من كفاءة آليات عمل النظام المالي الدولي بشكل يعجز فيه عن استيعابها، و هو المبرر الذي ألقى الضوء على تحليل مثل هذه الظاهرة.

### المطلب الاول: تعريف الاستقرار المالي

أدى ارتفاع عدم الاستقرار المالي، الذي كان يتصف بان حدوثه استثنائي و قصير الاجل، الى بروزه كظاهرة نمطية دورية و طويلة الاجل في الاقتصاديات الرأسمالية خاصة، ما عمل على تركيز الأزمات في الدول الصناعية الكبرى وتحويلها من خلال قنوات التدويل الى باقي الاقتصاديات العالمية

### أولاً: تعريف الاستقرار المالي

لا يزال تحليل الاستقرار المالي حديث العهد مقارنة بتحليل الاستقرار النقدي و الاقتصادي الكلي، و يدرك كل من يحاول تعريف الاستقرار المالي أنه ما من نموذج أو إطار تحليلي مقبول على نطاق واسع لتقييم الاستقرار المالي أو قياسه.

### 1: الميزات مرغوبة الوجود في تعريف الاستقرار المالي

تم اقتراح ميزات يجب أن تتوفر لبناننا له هي:

- 1- إن تعريف الاستقرار المالي يجب أن يكون مرتبط بالرفاهية العامة بصيغة أخرى، الاستقرار المالي هو عبارة عن سلعة عامة.
- 2- يجب أن يكون الاستقرار المالي قابل للملاحظة من قبل صناع القرار، أو أولئك المسؤولين عن تحقيق و حفظ هذا الاستقرار، لمساعدتهم لمعرفة مدى نجاحهم في هذا.
- 3- يجب أن يكون الاستقرار المالي خاضع للرقابة و يتأثر بقرارات السلطات العامة، و إن كان العكس فلا يوجد مبرر لكي يكون الاستقرار المالي هدفا لهذه السياسات.
- 4- الاستقرار المالي يجب أن يكون له تعريف سياسي واضح.
- 5- في تعريفنا للاستقرار المالي يجب علينا الاعتراف بوجود التدخل ليس فقط في حالة انهيار مؤسسة مالية بل أيضا من أجل المؤسسات غير المالية .
- 6- لايعتبر أي تغيير على أنه دليل على عدم استقرار فالصرامة يجب أن تكون معتدلة فالهياكل المالية و الاقتصادية تحتاج إلى التغيير و التطوير لمواكبة النمو الاقتصادي، و محاولة تتبع كل تغيير كمصدر لعدم الاستقرار سيكون عقيما و حتى مخربا في بعض الاحيان.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص88.

## 2: مبادئ تعريف الاستقرار المالي

بعد تناول الميزات مرغوبة الوجود في تعريف الاستقرار المالي، يجربنا هذا للحديث عن مبادئ تعريف هذا الاستقرار وهو ما قام به scginasi garry سنة 2005، ضمن محاولته لوضع تعريف عملي للاستقرار المالي باقتراح المفاتيح الأساسية و التي يمكنها أن تساعدنا في تعريف الاستقرار المالي:

### المبدأ الأول: الاستقرار المالي كمفهوم واسع

أن يشمل مختلف مكونات النظام المالي: البنية التحتية، المؤسسات، و الأسواق، فتعثر أي مكون واحد سيؤدي إلى زعزعت استقرار النظام ككل، و هذا ما يستدعي إتباع رؤيا نظامية.

### المبدأ الثاني: عدم نسيان فعالية أنظمة الدفع

الاستقرار المالي لا يعني فقط أن يحقق التمويل الكافي دوره في تخصيص الموارد و المخاطر، و تعبئة الادخار، و تسهيل تراكم الثروة و التنمية و النمو، و لكن يجب أن يعني أيضا كفاءة أنظمة الدفع.

### المبدأ الثالث: دور انضباط السوق المحلية

مفهوم الاستقرار المالي لا يعني فقط غياب أو عدم حدوث الأزمة المالية الفعلية و لكن أيضا يعني أن يكون النظام المالي قادر على احتواء مثل هذه الاضطرابات، قبل أن تشكل هذه الاخيرة تهديدا للنظام المالي في حد ذاته أو تنتقل لتمس العمليات الاقتصادية، من خلال التصحيح الذاتي للسوق.

### المبدأ الرابع: التأثير على الاقتصاد الحقيقي

يجب تحليل الاستقرار المالي تبعا للخسائر المحتملة على الاقتصاد الحقيقي.

### المبدأ الخامس: يجب أن يكون ديناميكي

إن تحليل الاستقرار المالي يمثل ظاهرة مستمرة لذا لا يجب ربط الاستقرار بالسكون أو الجمود.<sup>2</sup>

### ثانيا: التفسير النظري للاستقرار المالي وعدم الاستقرار المالي

صحيح أنه ما من نموذج أو إطار تحليلي مقبول على نطاق واسع لتعريف الاستقرار المالي أو قياسه، إلا أنه يوجد تباين نظريين يمكن الاعتماد عليهما، فهناك باحثين فضلوا تعريف عدم الاستقرار المالي، و آخرون حاولوا تعريف الاستقرار المالي.

### 1: مدرسة الاستقرار المالي

في هذه المدرسة تم التركيز على تعريف الاستقرار المالي من خلال وظائف هذا الأخير.

---

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، الاستقرار المالي النظامي بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003- 2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2012، 2013، ص16، ص17

<sup>2</sup>ذهبي ريمة، مرجع سابق، ص17.

- يفترض Lager (1999)، أن الهدف هو استقرار النظام المالي و بالتالي يمكن تعريف هذا الاستقرار، بعبارات عامة، على أنه تجنب تعطل النظام المالي الذي من المحتمل أن يتسبب بتكاليف كبيرة على الناتج الحقيقي.
- وفقاً لFoot (2003)، نتحصل على الاستقرار المالي عند توفر:
  - أ. الاستقرار النقدي.
  - ب. تقارب معدلات التوظيف و المعدل الاقتصادي الطبيعي.
  - ت. الثقة في عمل المؤسسات المالية و الاسواق المالية في الاقتصاد.
  - ث. عدم وجود تحركات الاسعار النسبية للأصول الحقيقية أو المالية في الاقتصاد.
- أما schinasi (2004)، فيجزم بأن استقرار نظام مالي عندما يكون له القدرة على تيسير أداء الاقتصاد، و تشتيت الاختلالات المالية التي تنشأ من التطور الطبيعي أو تلك الناتجة عن أحداث سلبية كبيرة غير متوقعة. بتعبير آخر، إن الاستقرار المالي هو عبارة عن حالة تكون فيها آليات الاقتصاد لـ: "تسعير، و تخصيص، و ادارة المخاطر المالية (الائتمان و السيولة و الطرف المقابل، السوق، الخ)" تعمل جيداً بما يكفل المساهمة في تفعيل أداء الاقتصاد، بالإضافة إلى الحفاظ على عمل أنظمة الدفع، و ضمان عدم توقفها في حالة الصدمات، و كذا أثناء التغيرات هياكل هامة.

من خلال ما سبق و أياً ما كان العريف فان الاستقرار المالي يرتبط بالنظام المالي و مكوناته و الأنشطة المرتبطة به، و على رأس ما يولى له الأهمية و العناية، أسواق المال و البنوك التجارية، و من أهم الجهات المسؤولة عن تحقيق ذلك البنوك المركزية من خلال السياسات النقدية و المالية التي تنتهجها.

و المغزى من الاستقرار المالي يتجاوز المفهوم البسيط لعدم وقوع الازمات. فتحليلياً، "من المفيد بين حالة عدم الاستقرار المالي عن الازمات المالية، حيث تعرف الأخيرة على أنها حدث يسبب خسائر كبيرة للمؤسسات المالية، حيث تعرف الأخيرة على أنها حدث يسبب خسائر كبيرة لمؤسسات المالية أو التسبب بتعثرهم، كما يمكن تسجيل اختلالات في الاقتصاد الحقيقي، بينما يعرف عدم الاستقرار المالي على أنه الحالة أين يكون للصدمات العادية الأثر الكبير على النظام المالي مما يتسبب بأزمة مالية، بتعبير آخر عدم الاستقرار المالي يعبر عن هشاشة النظام المالي.

فالنظام المالي يكون مستقراً إذا اتسم بالامكانات التالية:

- أ. تسيير كفاءة توزيع الموارد الاقتصادية، حسب المناطق الجغرافية و مع مرور الوقت، إلى جانب العمليات المالية الأخرى (كالاادخار و الاستثمار، الاقتراض و الاقتراض، خلق السيولة و توزيعها، تحديد أسعار الأصول، و أخيراً تراكم الثروة و نمو الناتج).
- ب. تقييم المخاطر المالية و تسعيرها و تحديدها و ادارتها.<sup>1</sup>
- ت. استمرار القدرة على أداء هذه الوظيفة الأساسية حتى التعرض للصدمات الخارجية أو في حالة تراكم الاختلالات.

وفقاً لنظرية التبعية، و نظراً لان النظام المالي يتألف من عناصر مختلفة مترابطة في نفس الوقت، هي

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، مرجع سبق ذكره، ص19، 20.

- البنية التحتية (النظم القانونية، نظم المدفوعات، نظم التسوية، و النظم المحاسبية).
- المؤسسات (البنوك و شركات الأوراق المالية، و المستثمرون و المؤسساتيون).
- الأسواق ( أسواق الأسهم، أسواق السندات، أسواق النقد، أسواق الممشتقات....).

فإن حدوث اضطراب في أحد هذه العناصر من شأنه أن يضعف الاستقرار في النظام بأكمله، غير أنه في حالة كفاءة النظام على نحو يسمح له بأداء وظائفه التسييرية الأساسية، فإن أي مشكل يصيب احد عناصره أن تؤثر بالضرورة على الاستقرار الكلي، فالاستقرار المالي لا يقتضي أن تعمل عناصر النظام المالي في كل الاوقات بأقصى طاقاتها أو أقل قليلا، و إنما النظام المالي المستقر هو "النظام القادر على الحد من الاختلالات وتسويتها، بعدة سبل منها آليات التصحيح الذاتي، قبل أن تسفر عن وقوع أزمة .

و في الوقت ذاته، فإن جهود منع الازمات تقتضي اعتماد منهج واقعي لحدود السيطرة على التطورات في الاستقرار المالي، فمعظم أدوات السياسات المالية المنشأة بالفعل للحفاظ على الاستقرار المالي لها أهداف رئيسية أخرى مثل:

- توفير الحماية لمصالح أصحاب الودائع (أدوات احترازية).
- دعم استقرار الأسعار (السياسة النقدية).
- تشجيع التسوية العاجلة للمعاملات المالية (لإسياسات التي تحكم نظم الدفع و التسوية).

غالبًا ما يكون تأثير هذه الأدوات غير مباشرة على الاستقرار المالي و لا يظهر عادة إلا بعد فترة طويلة و في بعض الحالات يتم تسجيل تعارض بين النتيجة المحصل عليها و الهدف الرئيسي من استعمال الاداة.<sup>1</sup>

## 2: مدرسة عدم الاستقرار المالي

حسب هذه المدرسة، فإن الطريقة المثلى لتعريف الاستقرار المالي تكون من خلال تعريف آثار غيابه.

- حسب f. mishkin (1992) فإن عدم الاستقرار المالي يحدث عندما تتسبب صدمات النظام المالي إلى وقف تدفق المعلومات، و هذا ما يؤدي إلى عدم بلوغ النظام المالي لهدفه المتمثل في التخصيص و التوجيه الامثل للمخدرات نحو الاستثمار.

وفقا لفكرة mishkin، إن ارتباط الأزمات المالية بالانكماش الاقتصادي يعود إلى صفات مؤسسات الوساطة المالية، في الواقع، تنبع أهمية البنوك من خلال حصولها على المعلومات بشكل تفضيلي، و التي تحصل عليها من أجل المتعامل الاقتصادي، ضمن هذا الاتجاه، يمكننا النظام المصرفي الحد من المخاطر انتقائية و المخاطر المعنوية، غير أنه عندما تكون الظروف غير مواتية فإن أثر هذه المهمة الرئيسية يصبح سلبيًا، و غالبًا ما يتعرض النظام المالي لسلسلة من حالات الذعر المصرفي و تضيق منح الائتمان، مما يتسبب بتشوّه وظيفتي الاستثمار و الاستهلاك، مما يؤدي إلى أزمة اقتصادية.

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، مرجع سابق، ص21.

- كما عرف a.crockett (1997) عدم الاستقرار المالي على أنه الحالة التي يتم فيها تدهور الأداء الاقتصادي إثر التقلبات في أسعار الائتمان المالي أو عدم قدرة المؤسسات المالية على الوفاء بتعهداتها التعاقدية.
- يرى p.ferguson (2002)، أنه تكون هناك حالة من عدم الاستقرار المالي، عندما تبرز العوامل الخارجية السلبية للسوق و تؤثر سلبا على الاقتصاد الحقيقي، العوامل الخارجية السلبية هي القرارات التي اتخذت من قبل المتعاملين الماليين و الاقتصاديين التي تؤثر سلبا على أنشطة باقي المتعاملين.

و حسب تقديراته فعدم الاستقرار المالي هو عبارة عن حالة تتميز بثلاثة معايير رئيسية هي :

- ارتفاع أسعار الاعتمادات المالية بصورة مفاجئة عن قيمها الاساسية (فقاعة مضاربة).
- تشوه كل من تشغيل الأسواق المالية و كذا توفير الائتمان ( الداخلي أو الخارجي).
- وجود انحراف كبير بين مجموع النفقات، التي أنشئت على مستويات أعلى (أو أقل) و الطاقات الانتاجية.

- بينما عرف كل من allen و wood (2006)، عدم الاستقرار المالي بـ: "فترات يمر فيها عدد كبير من الاطراف، سواء كانوا شركات (أو أفراد) أو حكومات، بأزمات مالية. كما أن تصرفاتهم السابقة لا تبرر حدوث هذه الازمات، حيث تسبب هذه الازمات آثار اقتصادية كلية سلبية.

و الملاحظ في هذا التعريف أنه لم يخص المؤسسات المالية دون غيرها، فالتجربة تفر أن آثار الازمة المالية تمس أيضا المؤسسات غير المالية.

- بالنسبة ل plihon (2006)، يجمع بين عدم الاستقرار و غياب الأمن و يعتبر حدوثهما مقدمة لخطر نظامي، يحدث هذا الاخير بسبب التفاعلات بين المتعاملين الفرديين و الاسواق التي تؤدي إلى حالة من انعدام الأمن و عدم الاستقرار العام، و التي بدورها تؤثر على النظام المالي بالكامل و انتشار للاقتصاد كله.<sup>1</sup>

### ثالثا: أهمية ضبط الاستقرار المالي

للاستقرار المالي عدة مهام مختلفة ومهمة يمكن إدراكها من خلال ما يلي:

- إن اضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تعهد استقرار الاقتصاد العالمي، فقد أشار تقرير منتدى الاقتصاد العالمي الذي صدر مطلع عام 2008 و حمل عنوان المخاطر العالمية 2008 إن النظم المالية المضطربة و خاصة أزمة الرهن العقاري التي تفاقمت في أمريكا في منتصف و أواخر عام 2007 تمثل تحديا كبيرا يؤثر على استقرار الاقتصاد العالمي، لهذا فقط طالب التقرير بزيادة التدخل في أسواق الكمال لتقليل حدة المخاطر و تحسين حكومة النظام المالي العالمي من خلال شبكة مسؤولين في إدارة المخاطر و أكد التقرير على أن التركيز المتزايد على الاسواق المالية المضطربة و التوترات السياسية المتفاقمة في عام 2008 يدفعان الحكومات و الشركات إلى تجاهل المخاطر الاقل إلحاح مثل

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، مرجع سبق ذكره، ص18.

التغيرات المناخية و هذا من شأنه أن يزيد في صعوبة التعامل مستقبلا مع هذه القضايا الحرجة بعيدة المدى.

- غياب الاستقرار المالي يؤثر على النمو الاقتصادي ففي ظل تداعيات أزمة الرهن العقاري التي إنطلقت شرارتها من أمريكا و امتدت الي غيرها اعد صندوق النقد الدولي النظر في توقعاته بشأن النمو الاقتصادي، ففي مراجعته التي أصدرها في أبريل من نفس العام (2008) ذكر الصندوق أنه كلما زادت حدة الأزمات المالية و طالت فترة بقائها كما قلت معدلات النمو الاقتصادي.

- نتائج اضطرابات المالية كارثية على جميع الاصعدة الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية و ممتدة لسنوات بعد حدوثها، وما الازمة الاسيوية و أزمة مصارف اليابان في نهاية الثمانينات و مطلع التسعينات، ثم الأزمة المالية التي أصابت تركيا عامي 2001، 2002 ثم أزمة الرهن العقاري سنة 2008 و أزمة الديون السيادية التي عاشها الاتحاد الاوروبي تحديدا اليونان، إلا نماذج من أمثلة كثيرة ممتدة عبر تاريخ طويل لم تعدى فيه دورة حدوثها الواحدة تلو الأخرى أكثر من عشر سنوات كما يذكر المؤرخ و محلل الازمات المالية "كيند لبرجر"، و غيره مثل الاقتصادي الامريكي الشهير "هيمن مينسكي" الذي توصل إلى نتيجة مفادها أننا نحاول تحقيق الاستقرار النظام هش بطبيعته و غير مستقر و معرض للازمات نتيجة لما سبق ذكره و غيره من آثار للاضطرابات المالية، فقد أصبح أمر تحقيق الاستقرار المالي يحتل مركز الصدارة ضمن الاهتمامات الرئيسية التي تشغل بال و اعمال و اجتماعات الجهات المعنية من أفراد و مؤسسات على المستوى العالمي.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: أسباب عدم الاستقرار المالي

دراسة أسباب عدم الاستقرار المالي، من خلال: محددات الاستقرار المالي، ثم مصادر عدم الاستقرار المالي و في الاخير سنخص الدراسة بتفسير مينسكي من خلال نظرية الهشاشة المالية.

#### 1 - محددات الاستقلال المالي

تصنف محددات الاستقرار المالي تحت ثلاث مجموعات، هي:

##### • شروط ماكرو اقتصاديا

إن المحافظة على الاستقرار المالي تتطلب تعزيز سياسات الاقتصاد الكلي و السياسات الهيكلية الملائمة، حيث تتأثر مؤسسات الائتمان بالتغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية الكلية التي تنشط بها.

##### • الجهاز الداخلي لتسيير المخاطر في المؤسسات المالية و الاسواق

من أجل الحفاظ على الاستقرار النظام المالي لا بد من توفير، الاطار المؤسستي و التنظيمي الملائم، لتأطير كل من مستويات، طبيعة و ادارة المخاطر في المؤسسات التي يتكون منها.

##### • فعالية جهاز التنظيمي و الرقابي للمؤسسات المالية و لنظم الدفع

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، مرجع سابق، ص21، 22.

إن فعالية و كفاءة الاطار المؤسساتي و قدرة النظام على التكيف مع الابتكارات و التغييرات في البيئة المالية، تعتبر أيضا من الشروط اللازمة للحفاظ على الاستقرار المالي.<sup>1</sup>

## 2 - مصادر عدم الاستقرار المالي

قد تنشأ المخاطر و مواطن الضعف إما داخليا، من داخل النظام المالي، أو خارجيا، في الاقتصاد الحقيقي، على سبيل المثال، و تختلف الاجراءات المتخذة على صعيد السياسات باختلاف طبيعة هذه المخاطر، فالسلطات المالية عادة قادرة على التأثير في حجم الاختلالات الداخلية و في احتمالات و قوعها من خلال القيام بعمليات التنظيم أو الرقابة أو إدارة الأزمات، و على العكس، يصعب التحكم في الاضطرابات الخارجية، إلا من خلال تطبيق سياسات الاقتصاد الكلي على فترات زمنية طويلة و غير محددة، و ينحصر دور السياسات غالبا عند وقوع اضطراب خارجي في الحد من تأثيره على النظام المالي، و ذلك بعدة سبل منها على سبيل المثال، المحافظة على قدرة النظام على استيعاب الصدمات و تشغيل النظم البديلة لحماية المعلومات الحيوية.

### أ - المخاطر الداخلية

قد تنشأ هذه المخاطر في أي من عناصر النظام المالي الأساسية الثلاثة و هي المؤسسات، الاسواق و البنية التحتية، حيث:

#### • المؤسسات

قد تنشأ المشاكل في مؤسسة مالية معينة و تنتشر لاحقا إلى قطاعات أخرى من النظام المالي، أو تتأثر بها عدة مؤسسات أخرى على نحو متزامن نظرا لتعرضها لمخاطر مماثلة.

#### • الأسواق

عادة ما تكون الأسواق معرضة لمخاطر الطرف المقابل، عدم اتساق أسعار الاصول، موجات السحب، و العدوى.

#### • البنية التحتية

قد يترتب على المشاكل الناشئة في المؤسسات المالية (مثل حالات توقف النظم التشغيلية، تركيز المخاطر و سلسلة الآثار التعاقبية) حدوث مشاكل في البنية التحتية المالية في نظام المقاصة و التسوية، على سبيل المثال و ينجم عنها مضاعفات أكبر على النظام المالي، و في المقابل، فإن مواطن الضعف الناشئة في البنية التحتية في الجهازين القانوني و المحاسبي، مثلا قد يترتب عليها حالات من التوقف عن العمل.

### ب - المخاطر الخارجية

تتبع المخاطر الخارجية من مشاكل خارج النظام المالي ، فالاستقرار المالي يتصف بالحساسية إزاء الصدمات الخارجية مثل الكوارث الطبيعية، أو التغييرات في ميزان التبادل التجاري لبلد ما، أو

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، مرجع سابق، ص22، 23.

الأحداث السياسية، أو تقلبات أسعار النفط، أو الابتكارات التكنولوجية، أو التحولات المفاجئة في مشاعر السوق، أو توقف بلد مجاور عن سداد دين سيادي، و قد تؤدي الأحداث المتعلقة بالاقتصاد الكلي، مثل انهيار شركة كبرى، إلى إضعاف ثقة السوق وخلق اختلالات تؤثر في النظام المالي بأكمله.<sup>1</sup>

### 2.3. نظرية الهشاشة المالية: تحليل هايمن منسكي

لتفسير أسباب عدم الاستقرار المالي يمكن الرجوع إلى عدة نظريات، نذكر منها: الهشاشة المالية، النقدية، عدم اليقين، قصور النظر، عدم تماثل المعلومة و تكلفة الوكالة، سلوك القطيع، الصناعية المالية، نظرية المباريات و أخيرا فشل التنظيم.

سيتم تناول أول و أهم نظرية و هي نظرية الهشاشة المالية لمينسكي، و الذي قدم طرحا مغايرا للطرح السائد في الادبيات المالية الذي ينطلق من كفاءة الاسواق، و فرضية عقلانية التوقعات في ظل النظام الاقتصادي الرأسمالي، لينطلق هو في المقابل من فرضية عدم الاستقرار في النظام المالي الذي ينعكس سلبا على أدا الاقتصاد بسبب الأزمات العنيفة، و الكوارث التي يحدثها بين الفينة و الأخرى.

فوفقا لنظرية مينسكي فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة و تختلف درجة هشاشته باختلاف المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، و من ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل. و قد عرف مينسكس عدم الاستقرار على أنه:

"عملية التغيرات السعرية و المفاجئة في أسعار الأصول نسبة إلى سعر الانتاج الحالي".<sup>2</sup>

#### 1.3.2. فرضية عدم الاستقرار المالي لمينسكي

توصل مينسكي إلى فرضية عن عدم الاستقرار قام بصياغتها على أن تكون من شقين:

- الشق الأول يتمثل في أن الاقتصاد الرأسمالي عبارة عن أنظمة تمويل تساهم في استقراره و أخرى تعمل على عكس ذلك، أي في عدم استقراره.
- أما الشق الثاني فانه يتمثل في أن طول فترة الرخاء و الازدهار يؤدي بالاقتصاد إلى أن ينتقل من العلاقات الاقتصادية المستقرة إلى العلاقات المالية غير المستقرة.

وهي مرتبطة بشكل رئيس بتركيبة الديون و تطورها إلى مستويات تعجز الوحدات الاقتصادية عن الوفاء بها، مما يربك حالة الاقتصاد فيحولها من الاستقرار إلى عدمه، يقول مينسكي في هذا الصدد: "فرضية عدم لاستقرار تمثل نظرية أثر الدين على سلوك الاقتصاد، كما أنها تأخذ في الحسبان الكيفية التي تسوى بها هذه الديون".

و لشرح الفرضية ميز مينسكي بين ثلاث علاقات للوحدات الاقتصادية فيما يتعلق بدخلها و الديون المترتبة عليها:

النوع الاول: هوالوحدات القادرة على سداد جميع (أصول المبلغ المقترض و الفوائد المترتبة عليه) ما عليها من التزامات من التدفقات النقدية التي تحققها من عملياتها المختلفة و سماها ب "وحدات التحوط".

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، مرجع سابق، 23، 24.

<sup>2</sup>مرجع سابق، ص 26، 27.

النوع الثاني: هو الوحدات التي تستطيع دفع الفوائد من العوائد التي تجنيها لكنها تبقى على أصل الدين إما بتأخير موعد السداد أو بمزيد من الاقتراض، و أطلق عليها إسم وحدات المجازفة.

النوع الثالث: و هو الأخير يتمثل في الوحدات التي لا تملك الدخل الكافي المحصل من التدفقات النقدية لعملياتها المختلفة لسداد ما عليها من التزامات مما يدفعها إلى مزيد من الاستدانة أو بيع ما لديها من أصول أو أن تعجز عن السداد و نعتها بـ"وحدات بونزي" و يمكن وصفها بوحداث الملاءة المنخفضة.

يخلص مينسكي من هذا الشرح إلى أن الاقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات التحوط هو الأكثر استقراراً، و إن الذي يغلب على تركيبته وحدات "المجازفة" و "البونزية" هو الاقتصاد الهش الذي يكون معرضاً لأزمة مالية في أي لحظة نتيجة سياسة نقدية متشددة كرفع معدلات الفوائد أو غيرها مما يدفع بوحداث "المجازفة" إلى أن تتحول إلى "بونزية" بإقدامها على بيع أصول كانت محل مجازفتها، مما يؤدي إلى إهيار كبير في قيم الأصول محل الاشكال، فنتساقط الوحدات الواحدة تلو الأخرى "البونزية" ف"المجازفة" ثم "المتحولة".

في ثنايا التحليل للفرضية و لهذه التركيبة من العلاقات المالية يصل مينسكي إلى أن الوحدات التي يكون غالب التزاماتها أو تمويلاتها مبني على التمويل القائم على المشاركة كلما أمكن وصفها بـ"الوحدات التمويلية المتحولة"، و العكس صحيح. و من جهة أخرى فإن طول فترة الرخاء يدفع بالاقتصاد إلى أن يطغى على عمليات وحداته الاقتصادية جانب "المجازفة" و "البونزية" أو التمويلات الهشة، بمعنى أن نشوء الرخاء، و الآمال التي يعلقها الفاعلون الاقتصاديون على تطور الاقتصاد، أو تطور قيم أصل كقيم الأسهم أو العقار مع وجود سياسات نقدية رخوة متمثلة في معدلات فوائد منخفضة يدفع بالفاعلين، و خاصة مؤسسات الوساطة المالية التي تعتقد أن الابتكار يضمن مزيداً من الأرباح بتصميم منتجات غاية في التعقيد تسمح لها بإنشاء مزيد من الديون مع القيام بتسويقها و المتاجرة فيها، إلى الإقبال على الديون بشكل قياسي مما يؤثر على "مزاج" التوجه العام للاقتصاد بانقلابه من وضعية قوية إلى وضعية هشة مرادفة للافراط في المديونية.

هذا التحول في "المزاج" بات يعرف بـ "لحظة مينسكي"، أو ما يعرف بأن الاستقرار في ظل العلاقات المالية المعقدة للنظام الرأسمالي القائم يقود إلى عدم الاستقرار. و الأمر الآخر التي تظهره الفرضية أو نظرية مينسكي في تفسير الأزمات هو أن السبب الرئيسي داخلي و ليس خارجي، أي أنه مرتبط ببنية النظام التي تتسم بالتطور و الديناميكية و الذي يؤدي إلى تغلغل عوامل الهشاشة فيه مما يتطلب التدخل والتقنين لكي يعمل هذا النظام في الحدود المعقولة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: رهانات الاستقرار المالي

بالإضافة لصعوبة وضع إطار نظري موحد لتعريف الاستقرار المالي و كذا صعوبة نمذجة هذا الأخير، يوجد رهانات أخرى هي:

#### 1: الاستقرار المالي سلعة عامة

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، مرجع سابق، ص27، 29.

غالبا ما ينظر إلى أنشطة التمويل الحديثة باعتبارها أنشطة خاصة محضة، يجني ثمارها أساسا، إن لم يكن بصفة حصرية، الأفراد و المؤسسات من القطاع الخاص، غير أن هناك روابط بالغة الأهمية تربط بين الأسواق المالية في أي بلد بنقود الثقة و الاقتصاد الحقيقي فيه.

قامت العديد من الدراسات النظرية بإثبات أن الاستقرار المالي الدولي هو عبارة عن سلعة عامة دولية، و هو ما استوجب تنسيق العمل الجماعي على المستوى العالمي من أجل ضمان هذا الاستقرار، في حين أن هذا الطرح اصطدم بعدة اعتراضات، و لكن لاشك ، من أن عواقب وردود الاستقرار المالي الدولي على الاقتصاد العالمي و النمو كفيلة بدعم هذا الرأي

## 2: الاستقرار لا يعني الجمود

يجب التأكيد على أن الاستقرار ليس مرادفا للجمود، يجب على المؤسسات المالية أن تتطور وأن يواكب أداءها الضغوط التنافسية كما يجب عليها أن تتكيف و التغييرات المفاجئة في بيئة الاقتصادية الكلية.

التحدي هو بالضبط السماح لآلية السوق لعب دورها مع منع ظهور أي خلل في النظام المالي الذي من شأنه أن يؤثر على الاقتصاد ككل.

## 3: الاستقرار المالي و النمو الاقتصادي

إن الاستقرار المالي هو شرط ضروري للنمو الاقتصادي، وذلك ضمن علاقات متبادلة مع الاستقرار النقدي، الواقع، أن فعالية السياسة النقدية تتطلب نظام مالي قوي و مستقر لضمان انتقال آثارها على الاقتصاد الحقيقي، كما أن، سياسات الاقتصاد الكلي تساعد على ضمان استقرار النظام المالي.

غير أن مسألة تحديد المستوى الكفء للاستقرار المالي لا تزال قائمة، كان الجواب إيجابيا للذين آمنو بإمكانية المفاضلة بين الاستقرار المالي و النمو الاقتصادي، لا سيما في الأسواق الناشئة، على هذا المستوى، ينبغي للبلدان الناشئة الاختيار بين تعزيز الاستقرار المالي و تطوري كفاءة النظام المالي.

## 4: الاستقرار المالي و الخطر النظامي

نظرا لان النظام المالي يتسم بحالة من المد و الجزر التي لا تنته، فان مفهوم الاستقرار المالي لا يشير إلى موقف أو مسار زمني واحد و ثابت يمكن للنظام المالي العودة إليه بعد صدمة ما، و إنما يشير إلى نطاق ممتد أو سلسلة متصلة من الاحداث. و تتصف هذه المشكلة بأنها متعددة الابعاد، فهي تحدث عبر العديد من المتغيرات التي يمكن مشاهدتها و قياسها، والتي يمكن استخدامها في التحديد الكمي (إن كان غير دقيق) لمدى كفاءة النظام المالي في أداء وظائفه التسييرية.<sup>1</sup>

بحيث تعددت محددات الاستقرار حاليا لتشمل إضافة للسلامة محددات أخرى، متمثلة في الاستقرار الاقتصادي الكلي، الصدمات الخارجية، و حتى البيئة السياسية و الأمنية، و بالتالي فإن تقييم الاستقرار المالي يستلزم اعتماد مفهوم نظمي شامل. بتعبير آخر، حاليا لا يكف تتبع الاستقرار المالي فقط بل تلح الضرورة إلى تتبع "الاستقرار المالي النظامي".

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، المرجع السابق، ص29 ص30.

و هذا يجرنا إلى الحديث عن المفهوم الجديد للمخاطر المالية التي أصبحت تأتي على شكل خطر نظامي في العنصر الموالي.

## ثانياً: الخطر النظامي

يبقى مفهوم الخطر النظامي غامضاً فهناك عدة محاولات لتقديم تعريف موحد له، فقد عرف على أنه "مخاطر متراكمة تتسبب في خسائر متعاقبة على طول سلسلة المؤسسات المالية"، وهناك من قال أن الخطر النظامي هو عبارة عن: "إمكانية تسبب صدمة إقتصادية كلية بتقلبات في أسعار الأصول، انخفاض في نسبة السيولة و ارتفاع نسبة الافلاس"، كما أنه عرف بـ: "احتمال تسبب تعثر متعامل مالي بآثار سلبية على باقي المتعاملين الماليين، و ذلك نتيجة لترابط و تشابك الأسواق المالية".

### 1: تعريف الخطر المالي

المخاطر المالية هي تلك الاحداث غير المرتبة و غير مرغوبة الحدوث في المستقبل، فالخطر يتعلق عموماً بالأشياء غير المحظوظة<sup>1</sup>. عموماً يمكن تعريف الخطر من عدة جهات:

**التعريف الغوي:** إن مصطلح الخطر يعني "الجرأة، المجازفة و المغامرة"<sup>2</sup>.

**التعريف القانوني:** احتمالية وقوع حادث مستقبلاً، أو حلول أجل غير معير خارج إرادة المتعاقدين قد يهلك الشيء بسببه، أو يحدث ضرراً منه<sup>3</sup>.

**التعريف الرياضي:** هو عبارة عن مقدار الانحراف عن العائد أو المعدل المتوقع.

**التعريف الاقتصادي:** نتحدث عن خطر مالي إذا تعلق الأمر بوقوع خسائر مالية.

عموماً يرتبط الخطر بفكرة إمكانية الوقوع في الخسائر غير المرغوب فيها من عدمه، فهو مرتبط بالشك، الاحتمال، التغيير، و التحول و إمكانية الخسارة.

و قد عرفته اجنة التنظيم المصرفي و إدارة المخاطر المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية بأنها: احتمالية حصول خسائر في نتائج الاعمال، أو خسائر في رأس المال، أو بشكل غير مباشر من خلال وجود قيود تحد من قدرة المصرف على الاستمرار في تقديم أعماله وممارسة نشاطاته من جهة، و تحد من قدرته على استغلال الفرص المتاحة في بيئة العمل المصرفي من جهة أخرى<sup>4</sup>.

<sup>1</sup>الراوي خالد رهيبي، إدارة المخاطر المالية، دار المسرة للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص 8 ص 9.

<sup>2</sup>عياش زبير، فعالية رقابة بنك الجزائر على البنوك التجارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، المركز الجامع العرب بن مهدي، أم البواقي، 2007/2006، ص 35.

<sup>3</sup>أبومحيمد موسى عمر مبارك، مخاطر صيغ التمويل الاسلامي و علاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الاسلامية من خلال معيار بازل 2، أطروحة للحصول على شهادة الدكتوراء الفلسفة في تخصص المصارف الاسلامية، الاكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، 2008، ص 18.

<sup>4</sup>ذهبي ريمة، مرجع سابق، ص 31 ص 32.

و عرفه معهد المدققين الداخليين الأمريكي على أنه<sup>1</sup>: "مفهوم يستخدم لقياس حالات عدم التأكد في عمليات التشغيل و التي تؤثر على قدرة المؤسسة في تحقيق أهدافها، و يمكن أن يكون الأثر سلبيا فيطلق عليه خطر/تهديد، أما إذا كان ايجابيا فيطلق عليه فرص".

مما سبق يتضح أن القاسم المشترك لمصطلح الخطر هو :

حالة عدم التأكد و العشوائية (وهي مصدر الخطر).

الخسائر المستقبلية (وهي النتيجة النهائية).

## 2: أنواع المخاطر

لقد تم تقسيم المخاطر التي يتعرض لها النظام المالي نتيجة لقيامها بالاعمال البنكية و المالية لعدة تصنيفات و ذلك حسب المعيار المتخذ أثناء التصنيف، فهناك معيار الشمولية الذي يفرق بين المخاطر الفردية و المخاطر الضمنية، بخلاف معيار الغاية، الذي من خلاله تم تقسيم المخاطر إلى مخاطر مالية بحتة و مخاطر مضاربة.

و من هذه المخاطر و أشهرها التي تواجهها البنوك و المؤسسات المالية و هي كالاتي:

### أ. مخاطر الائتمان

هناك عدة تسميات لهذا الخطر نذكر منها: خطر الامضاء، خطر المتعاقد معه، خطر المقابل أو خطر العميل، و هو أول و أهم خطركونه يرتبط ارتباطا وثيقا بأهم عملية و هي عملية الاقراض، فهو خطر طبيعي و متوقع لأن تسليف النقود التي هي أصلا ملك للغير (للمودعين) فيه احتمال تنفيذ العقد من عدمه، مما يعرض مصلحة البنك و حتى المودعين للخطر.

و تعرف مخاطر الائتمان بأنها الخسائر المالية المحتملة الناتجة عن عدم قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته في المواعيد المحددة.<sup>2</sup>

### ب - مخاطر السيولة

إن مهمة المصرف الاساسية هي تحويل الخصوم (الديون قصيرة الاجل، الودائع) إلى أصول (موجودات) طويلة الاجل (القروض)، بحيث أنه يمول الاستخدامات طويلة الاجل بواسطة موارد و مصادر قصيرة الاجل، وأثناء ذلك قد يخطئ في تسيير هذه الأجال و يجد نفسه في حالة عدم توفر السيولة الكافية لمواجهة طلبات السحب المستمرة من قبل المودعين، و هذا هو خطر عدم السيولة، أي عدم توفر البنك على السيولة اللازمة لتلبية طلبات مودعه غير المتوقعة. و يتحقق هذا الخطر بمجرد نقص السيولة، و لا يشترط أن يكون البنك في حالة انعدام تام لها (لأن نقص السيولة يكفي لعدم تلبية طلبات السحب كلها).

### ت : خطر عدم الملاءة

أبو محييد، مرجع سابق، ص18. <sup>1</sup>

<sup>2</sup>حشاد نبيل، دليلك إلى إدارة المخاطر المصرفية، الجزء الثاني لموسوعة بازل 2 ، بيروت، لبنان، 2005، ص22.

كما يسمى خطر عدم القدرة على الوفاء، حيث يكون البنك في حالة يسر و ملاءة عندما تفوق أصوله خصومه، و يكون في حالة عسر في الحالة العكسية و يمكن تعريف خطر عدم الملاءة على أنه: تلك الحالة التي يسجل فيها البنك عجز في أمواله الخاصة و ذمته المالية بنقصها لدرجة يستحيل فيها تغطية المخاطر و الخسائر المحتملة الوقوع، بحيث لا يتوافر لا على السيولة و لا على أصول أخرى يواجه بها خصومه.

و عليه فإن خطر عدم الملاءة أوسع من خطر السيولة، و الاختلاف يظهر في كون عدم الملاءة يستلزم عدم السيولة، أما عدم السيولة فلا يستلزم بالضرورة عدم ملاءة البنك، و بصفة عامة فإن عدم امتلاك الاموال الخاصة اللازمة و الكافية لتغطية الخسائر الممكنة الوقوع، يجعل البنك في حالة عدم الملاءة.

### ث - مخاطر السوق

تعتبر الأدوات و الاصول التي يمكن تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية أو نتيجة تغير أحوال المنشآت الاقتصادية، فمخاطر السوق العامة تكون نتيجة التغير العام في الاسعار و في السياسات على مستوى الاقتصاد ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار الاصول أو الأدوات المتداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها.<sup>1</sup>

و يمكن تعريفها على أنها تلك المخاطر المتعلقة بالايادات نتيجة التغيرات في أسعار الفائدة و التقلبات في أسعار الصرف و أسعار الأوراق المالية أسعار السلع.<sup>2</sup>

### ج - مخاطر سعر الصرف

إن مهنة المصرفي تقتضي منه أن يلعب دور المقايض و المبدل للعملات الأجنبية لتلبية طلبات زبائنه فيما يخص عمليات الصرف، وكذلك مختلف العمليات الأخرى التي تتم على العملة الصعبة، و هو بذلك يحتمل الربح و الخسارة بسبب التغير الذي يحصل على سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، و بالتالي فيمكننا تعريف خطر الصرف على أنه امكانية الوقوع في خسائر بسبب تغيرات معدل الصرف، فيتأثر البنك بسبب امتلاكه حقوقا و ديونا بالعملات الصعبة.

### د - مخاطر أسعار الفائدة

يمكن تعريف خطر الفائدة على أنه خطر الحصول على نتائج متأثرة سلبا بتغيرات و تقلبات معدلات الفائدة. أو هو خطر عدم تحقق الأرباح الموجودة أو الوقوع في خسائر بسبب تغير معدلات الفائدة، و هذه الأخيرة إذا تغيرت فهي تؤثر مباشرة على النتائج المنتظرة خاصة و أن عمل المصرفي قائم على النسب، المعدلات و الاحتمالات.

<sup>1</sup> خان طارق الله و أحمد حبيب، إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية -، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003، ص30.

<sup>2</sup> حشاد نبيل، مرجع سابق، ص23.

و يعد خطر معدل الفائدة بالنسبة للعدد كبير من البنوك ثاني أهم صنف من الاخطار بعد خطر القرض، حيث يقع نتيجة الحركات الحاصلة في أسعار الفائدة، و التي تنقص من هوامش الفائدة (أي الفوائد المدينة أقل من الفوائد الدائنة)، و تخفض قيمة الاصول أو الادوات المالية في الميزانية و خارج الميزانية.

يمن اجمال مصادر سعر الفائدة في: مخاطر إعادة التسعير، مخاطر منحنى العائد، مخاطر الأساس، عقود الخيارات.

### خ - المخاطر غير الظاهرة في الميزانية

كان ضمن ما شهدته السنوات القليلة الماضية الزيادة الهائلة في العناصر الموجودة خارج ميزانيات المصارف التجارية. و قد كان العامل الرئيس وراء تلك الزيادة سعي المصارف إلى تحسين العائد على موجوداتها من خلال الحصول على عوائد دون الحاجة إلى الاحتفاظ بموجودات ضمن بنود ميزانياتها. لكن تنتبه المصارف المركزية لحجم هذه الاعمال و خطورتها، أدى بها إلى اتخاذ خطوات عملية لضم مخاطر هذه العمليات إلى الميزانية لاحتساب كفاية رأس المال لحجم عمليات المصرف.

و يمكن تعريف البنود التي لا تظهر في الميزانية على أنها تلك العناصر التي من الممكن أن تصبح أصل أو خصم في حال وقوع حدث معين، كذلك يمكن تعريفها على أنها تلك النشاطات التي تتضمن التزامات احتمالية، قد تطرأ مستقبلاً. لكن لا يمكن تصنيفها ضمن الموجودات أو المطلوبات، طبقاً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها. لهذا السبب يشار أحياناً إلى العناصر خارج الميزانية بإسم (invisible banking).

و هناك العديد من الانشطة خارج الميزانية و التي يمكن تصنيفها ضمن أربعة عناوين رئيسية، هي: الالتزامات و اعتماد القروض، الكفالات، عمليات الصرف الأجنبي و العمليات المرتبطة بالفوائد، تعهدات التغطية.<sup>1</sup>

### د - المخاطر التشغيلية

و هي مخاطر الخسائر التي تنشأ من عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية و الافراد و النظم أو تنشأ لأحداث خارجية. و عموماً فإنه يمكن للخطر التشغيلي ان يكون في إحدى الصور الآتية:<sup>2</sup>

- مخاطر الاحداث.
- مخاطر المدفوعات/التسويات.
- مخاطر التكنولوجيا/الانظمة.
- الاحتيال/مخاطر الالتزام.
- مخاطر تغير الادارة.

### ذ - مخاطر الدول و الحكومات

<sup>1</sup>ذهبي ريمة، مرجع سابق، ص35.

<sup>2</sup>حشاد نبيل، مرجع سابق، ص23.

يمكننا تعريف مخاطر الدول و الحكومات على أنها المخاطر الناجمة عن العوامل الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية المتعلقة بدولة ما. كما يمكننا تعريفها على أنها المخاطر المتعلقة بالخسائر المالية المتوقعة و التي قد تنشأ عن مشاكل اقتصادية (البطالة و التضخم) أو سياسية (كالحروب). و يعرف الخطر النظامي الذي ينتج عن اقراض البنوك للحكومات بالخطر عبر الحدود.

يتعرض أي مقرض مقدم لهيئة أو مؤسسة ما و غير مضمون من الحكومات التي تعمل في ظلها تلك الهيئة لثلاث مستويات من المخاطر:

النطاق الضيق: تكون هنا المسألة مدى المصدقية و القدرات الخاصة بتلك الجهة.

النطاق الاكثر شمولاً: المخاطر المرتبطة بالصناعة.

لا يكون أي من المستوى السابقين مجالاً يعني به محلولو المخاطر الدولية.

المستوى القومي أو العام: يظهر لنا هنا خطر التحولات و هي بأنه لو كان المقترض يستطيع مواجهة التزاماته إلا أن الحكومة التي يعمل في ظلها قد لا تملك العملة الاجنبية لتمويل الديون.

بشكل عام فإن المخاطر الدول تعرف أنها عبارة عن الخسائر المحتملة الناجم عن عدم الوفاء بالالتزامات نتيجة مخاطر و أحداث سياسية أو اقتصادية أو بيئية أو اجتماعية متعلقة بدولة معينة مما يجعل الأفراد أو المؤسسات غير قادرين على الوفاء بالتزاماتهم، ولذلك يعتبر هذا الخطر متأصل أو ملازم للدولة بغض النظر عن مستوى الكفاءة في تلك الدولة.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> ذهبيي ريمة، مرجع سابق، ص36.

## خاتمة الفصل

يعد النظام المالي جزء هام في النظام الاقتصادي للدولة، ويتكون من عنصرين أساسيين هما المؤسسات المالية و الاسواق المالية، لكل منهما دور في تسهيل عملية إنتقال الموارد بين الوحدات الاقتصادية.

وتمثل مجموع المؤسسات المالية القطاع المالي والتي يمكن تصنيفها إلى مؤسسات تقبل الودائع وأخرى لا تقبل الودائع، كما تصنف أيضا من كونها مؤسسات تقوم بدور الوساطة وأخرى لا تقوم بهذا الدور، كما تعددت تصنيفات الاسواق المالية التي يختلف تطورها من دولة إلى أخرى، وبشكل عام يتم تصنيفها إلى سوق نقدي يتم التعامل فيه بالادوات المالية قصيرة الاجل، وإلى سوق مالي أين يتم التعامل بالادوات طويلة الاجل، ولهذه الاسواق أهمية كبيرة في توفير فرص إنتقاء عارضي وطالبي الاموال.

أما الاستقرار المالي فالمغزى منه يتجاوز المفهوم البسيط لعدم وقوع الازمات، حيث تعرف الاخيرة على أنها حدث يسبب خسائر كبيرة للمؤسسات المالية أو التسبب في بعثرتهم، كما يمكن تسجيل اختلالات خطيرة في الاقتصاد الحقيقي، بينما يعرف عدم الاستقرار المالي على أنه الحالة أين يكون فيها للصدمات العادية الاثر الكبير على النظام المالي مما يتسبب بأزمة مالية، بتعبير آخر عدم الاستقرار المالي يعبر عن هشاشة النظام المالي وقابليته للوقوع في الازمات المالية، والتي تزداد خطورتها بخروجها من إطار الدائرة المالية (الاسواق المالية) لتمس الدائرة الحقيقية أي الاقتصاد برمته وتتحول إلى أزمة اقتصادية.

# الفصل الثاني: الأزمات المالية العالمية

## تمهيد:

شكل تكرار الازمات المالية في العديد من دول العالم ظاهرة مثيرة للقلق و الاهتمام بالنظر لآثارها السلبية الحادة والخطيرة التي تهدد الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، ناهيك عن انتشار عدواها لتشمل دول نامية و متقدمة نتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده هذه الدول فضلا عن اندماجها في منظمة التجارة العالمية، وتشير تقارير صندوق النقد الدولي إلى أنه بداية من فترة الثمانينات و نهاية التسعينات من القرن 20 تعرض أكثر من ثلثي الدول الاعضاء في الصندوق لازمات مالية واضطرابات مصرفية حادة تكررت وتلاحقت وتيرتها عالميا، فشملت دول شرق آسيا وروسيا والبرازيل والارجنتين والمكسيك وبقية دول أمريكا اللاتينية، وتعتبر أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 تتويجا لسلسلة الازمات السابقة التي عصفت بالنظام الاقتصادي الرأسمالي بوصفها الاعنف و الاخطر منذ أزمة الكساد العظيم الذي ضرب العالم في ثلاثينات القرن الماضي، لتلقي بظلالها على الاقتصاد العالمي بشكل مباشر أو غير مباشر عبر مجموعة من القنوات الداعمة لانتشارها محدثة انهيارات عنيفة مست مجمل هياكل الاقتصاد العالمي.

سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على المفاهيم العامة و الاسس النظرية للازمات المالية، إضافة إلى أهم الازمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي منذ حقبة التسعينات، مع التركيز على أزمة الرهن العقاري و ذلك وفق المباحث التالية:

**المبحث الأول: الاطار المفاهيمي للازمات المالية.**

**المبحث الثاني: تاريخ أهم الازمات المالية.**

**المبحث الثالث: الازمة العالمية 2008.**

## المبحث الاول: الاطار المفاهيمي للأزمات المالية

تعد الازمات المالية بمثابة محطات تاريخية تمر بها الاقتصاديات المختلفة، تختلف حدتها و ظروف حدوثها من بلد لآخر و تعكس هشاشة و سوء اداء النظام المالي لهذا البلد أو ذلك، ناهيك عن تهديدها للاستقرار الاقتصادي و السياسي للدول التي تشهدها و دولا أخرى تنتقل اليها العدوى عبر مجموعة من القنوات الداعمة لانتشارها.

### المطلب الاول: مفاهيم أساسية حول الازمات المالية

لقد شكل تكرار و انتشار عدوى الازمات المالية عبر دول العالم، ظاهرة مثيرة للقلق و الاهتمام لما ينتج عنها من اثار سلبية حادة و خطيرة تهدد الاستقرار الاقتصادي و السياسي للدول المعنية لتنتقل بعد ذلك الى دول أخرى.

#### أولاً: تعريف الازمات الدولية

بالرغم من عدم وجود تعريف محدد للازمة المالية، الا أن معظم التعاريف الواردة تركز على كونها: "اضطراب حاد مفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد اثاره الى القطاعات الأخرى"، و تعرف الازمة المالية بأنها: "تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية مثل حجم الاصدار، أسعار الاسهم و السندات، اعتمادات الودائع المصرفية و أسعار الصرف"، و يمكن تعريف الازمة المالية كذلك بأنها: "الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الاصول، و الاصول اما راسمال مادي كالمعدات و اما أصول مالية مثل الاسهم و السندات أو حقوق ملكية الاصول المالية و تسمى مشتقات مالية، فاذا انهارت أصول ما فجأة فان ذلك يعني افلاس المؤسسات التي تملكها".<sup>1</sup>

و تعرف الازمة المالية بأنها: "الانهيار المتزامن لمجموعة من المؤسسات المالية المترابطة، بسبب محاولة المستثمرين، المضاربين المقترضين و المودعين تصفية أصولهم، هذه التصفية تحدث بسبب تغير توقعاتهم من متفائلة الى متشائمة، كما أن الحوادث الخارجية كالحرب مثلا يمكن أن تهدد استقرار الاسواق و تؤدي الى حدوث أزمة، و تحدث هذه الازمة في اقتصاد واحد أو عدة اقتصاديات مترابطة فيما بينها، كما حدث سنة 1929".<sup>2</sup>

و يستعمل مصطلح الدورة بدلا من مصطلح الازمة رغم الفرق بينهما، فالازمة تدل على الاختلال أو الاضطراب في حين تدل الدورة على الانتظام في التعاقب الذي تخضع له الظواهر الطبيعية، و تعرف الازمة المالية على أنها: "اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان و هي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الانتاج و الاستهلاك، و تعرف الازمة المالية كذلك على أنها: "التدهور الحاد في الاسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، و التي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في اداء مهامه الرئيسية، و الذي ينعكس سلبا على قيمة

<sup>1</sup> عبد الغاني بن محمد، الأزمة المالية العالمية 2008 "أسبابها و آثارها و ما نستخلصه منها.... ووقفات شرعية مع الازمة المالية"، دار البحار، الأردن، 2008، ص8.

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي، محمد الطيب محمد، دليلك في الاقتصاد، الطبعة الاولى، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر، 2008، ص134.

العملة و أسعار الاسهم مما ينجم عنه تأثيرات سلبية في قطاع الانتاج و العمالة، و ما ينجم عنها من اعادة توزيع الدخل و الثروات فيما بين الاسواق الدولية.<sup>1</sup>

الازمة المالية هي: " وقوع خلل خطير و مفاجئ نسبيا يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية و يتضمن أخطارا و تهديدات مباشرة و كبيرة للدولة و المنظمات و الافراد و جميع أصحاب المصالح، و يتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة و فاعلة من جميع الاطراف ذات العلاقة، و تؤدي الازمة المالية الى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي و الاقتصاد الكلي و خسائر في الموارد المادية و الموارد البشرية، و تؤدي الى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية و مؤسسات أخرى".<sup>2</sup>

الأزمة المالية هي: " انهيار مفاجئ في سوق الاسهم أو عملة دولة ما أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك الى باقي الاقتصاديات، و يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الاصول نتيجة انفجار فقاعة سعرية مثلا و الفقاعة المالية أو السعرية أو فقاعة المضلربة كما تسمى أحيانا هي بيع و شراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الاصول المالية أو المادية كالاسهم او المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية".<sup>3</sup>

اذا من خلال مجمل التعاريف المقدمة حول الازمة المالية يمكن استخلاص التعريف الموالي:

الازمة المالية هي: " تقلبات أو تذبذبات تؤثر بشكل حاد على مجمل المتغيرات المالية كأسعار الصرف و معدلات الفائدة و أسعار الاسهم و السندات و الودائع المصرفية و معدلات التضخم و تتسبب هذه التقلبات في انهيار العديد من المؤسسات المالية".

### ثانيا: أسباب الازمات المالية

لا يمكن ارجاع الازمات المالية الى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الاسباب تتظافر في ان واحد لاحداث أزمة مالية يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

**1: عدم استقرار الاقتصاد الكلي:** حيث أن أحد أهم مصادر الازمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير و الاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، و تعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للازمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالميا لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل أهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار

<sup>1</sup>وحيدة جبر المنشد، المصارف الاسلامية و القدرة على الاستدامة في ظل الازمات المالية " دراسة مقارنة"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، مجلة فصيلة متخصصة محكمة، كلية الادارة و الاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد31، 2001، ص3.

<sup>2</sup>روابح عبد الرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الاوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، 2017/2018، ص4.

<sup>3</sup>مفتاح صالح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي و بديل البنوك الاسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية " النظام المصرفي الاسلامي نموذجا، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص4.

الاجنبي المباشر الى الدول النامية و درجة جاذبيتها، كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على المستوى الاقتصاد الكلي و التي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر في حدوث العديد من الازمات المالية.<sup>1</sup>

**2: ضعف الاشراف و الرقابة الحكوميتين:** و هو ما يؤدي الى تصاعد الشكوك السياسية حول التزامات الحكومة و قدرتها على القيام بالاصلاحات المناسبة لمواجهة الازمة.

**3: وجود خلل في تطبيق السياسات النقدية و المالية الكلية الملانمة:** خاصة اذا تزامن ذلك مع انعدام الشفافية و انتشار الفساد و التلاعب في البيانات و القوائم المالية في المؤسسات التي تكون المبعث الاولي للاضطراب.

**4: اضطرابات القطاع المالي:** حيث أنه عادة ما تحدث الازمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لازمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط و سريع في الاقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، و عندها يحدث انخفاض في قيمة العملة مؤديا الى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية الى الخارج، و المتابع للعديد من الازمات المالية التي شهدها عقد التسعينيات من القرن العشرين يلاحظ أمرا مهما و هو أن هناك سببا واحدا ورائها جميعا و هو وجود مؤسسات مالية مستعدة لمنح قروض مالية لأشخاص أو مؤسسات أو دول دون ضمانات مناسبة، أي منح قروض تكون احتمالات سدادها محفوفة بالمخاطر و ذلك على أمل تحقيق أرباح أكبر من تلك التي تتحقق جراء منح قروض لها بمخاطر أقل، و خلاصة ذلك أن التحرير المالي يعد من أسباب نشوء الازمات المالية.

**5: عدم تماثل المعلومات:** و هو من أهم الاسباب التي تؤدي الى حدوث الازمات المالية المصرفية بحيث أن أحد الاطراف من المتعاملين في الشؤون المالية و المصرفية تكون لديه معلومات أكثر من الاخرين، و بالتالي عدم قدرة الطرف الاخر على تقدير المخاطر و بالتالي اتخاذ قرارات خاطئة.

**6: ضعف النظام المحاسبي و الرقابي و التنظيمي:** تعاني معظم الدول التي تعرضت لازمات مالية من الضعف في النظام المحاسبي و الاجراءات المحاسبية المتبعة و درجة الافصاح عن المعلومات خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة و نسبتها في محفظة المصرف الائتمانية، كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية و عدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الاقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد و نسبتها من رأسمال المصرف، و تظهر الدراسات المتعلقة بالدول التي تعرضت لازمات مالية أنه أكثر من 28 دولة تعرضت لها كان نقص الرقابة المصرفية الفعالة سببا مباشرا في حدوث الازمة، حيث يؤدي نقص الرقابة الى التقييم غير الدقيق و غير الكافي للمخاطر الائتمانية و تركيز المخاطر في مجال واحد كالتوسع في منح القروض العقارية و الاستهلاكية كما حدث في الازمة الكورية.<sup>2</sup>

**7: انتشار الفساد الاخلاقي الاقتصادي:** مثل الاستغلال و الكذب و الشائعات و الغش و التدليس و الاحتيال و المعلومات الوهمية، و هذا الفساد يؤدي الى الظلم و بالتالي يقوم المظلومين الى التذمر عندما

<sup>1</sup> ناجي التوني الازمات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، مايو 2004، ص4.

<sup>2</sup> رواج عبد الرحمن، مرجع سابق، ص6،5.

لا يستطيعون تحمله و بالتالي تدمر المدينين و حدوث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم و قروضهم.

**8: تشوه نظام الحوافز:** حيث أن ملاك المصارف و الادارات العليا فيها لا يتأثرون ماليا من جراء الازمات المالية التي ساهمو في حدوثها، فلا يتم مثلا انهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الازمة خصوصا عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، كما حدث مثلا في كوريا و كولومبيا و الارجننتين و سنغافورة و هونج كونج، و من ناحية أخرى فقد دلت التجارب العالمية أيضا أن الادارات العليا في المصارف و قلة خبرتها كانت من أهم الاسباب الاساسية للازمات المصرفية و أن عملية تعديل هيكل المصرف و تدوير المناصب الادارية لم تنتج في تفادي حدوث الازمات أو الحد من اثارها لان نفس الفريق الاداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات، بحيث لم يحدث تغيير حقيقي في الادارة و طريقة تقييمها و ادارتها لمخاطر الائتمان.

### **9: سياسات سعر الصرف و تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان:**

تؤدي كل من سياسات أسعار الصرف و التدخل الحكومي في تخصيص الائتمان دورا كبيرا في حدوث الازمات المالية و فيما يلي هاتين السياستين:

**1: سياسة سعر الصرف:** حيث أن الدول التي انتهجت سياسة الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الاخير للاقراض بالعملات الاجنبية، و يعني ذلك فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الاجنبي و حدوث أزمة العملة مثل أزمة المكسيك و الارجننتين، وقد نتج عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات و من ثم نقص في عرض النقود و ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من حدة الازمة المالية على القطاع المصرفي، و في هذا المقابل فان انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فان حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فورا الى تخفيض قيمة العملة و زيادة مستويات الاسعار المحلية مما يخفض قيمة أصول و خصوم المصارف الى مستوى أكثر اتساقا مع متطلبات الامان المصرفي.

**2: تدخل الحكومة في تخفيض الائتمان:** حيث تعد التشوهات الناجمة عن السياسة و بصفة خاصة النفوذ الحكومي على بنوك القطاع العام من أهم أسباب الازمات المالية.

و تجدر الاشارة الى أن هناك (3) مدارس أساسية في تفسير الازمات المالية:

**أ: مدرسة التوقعات العقلانية:** و التي ترجع أسباب الازمة الى عدم تماثل المعلومات لدى الفاعلين على مستوى السوق المالي مما يؤدي الى تباين توقعاتهم و بالتالي سلوكياتهم و توقعاتهم للاسعار.

**ب: مدرسة عدم الاستقرار:** و التي تركز على عدم عقلانية المتعاملين و سلوك القطيع لديهم.

**ج: المدرسة الماركسية:** و التي ترجع الازمة الى التناقضات الكامنة ضمن النظام الرأسمالي و النمو الفظيع للرأسمالية.<sup>1</sup>

**المطلب الثاني: أنواع الازمات المالية**

<sup>1</sup>مرجع سابق ص.7،6.

يمكن التمييز بين (4) أنواع من الازمات المالية يمكن ايجازها فيما يلي:

**أولاً: أزمة العملة و أسعار الصرف:** و تحدث نتيجة للتغير المفاجئ في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على اداء مهامها كوسيط للتبادل او مخزن للقيمة لذلك تسمى هذه الازمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات، و تحدث تلك الازمة لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة و بالتالي قد تؤدي تلك القرارات الى احداث انهيار في سعر تلك العملة، و يمكن كذلك أن يحدث هذا النوع من الازمات نتيجة التدفق في منح الائتمان فيزداد حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى البنوك المحلية، و عندها يحدث انخفاض اسمي في قيمة العملة الوطنية ازاء العملات الاجنبية حتى يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب الى سعر العملة المنخفض، مؤديا ذلك الى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج.<sup>1</sup>

و يحدث عادة هذا النوع من الازمات عندما تندهور قيمة عملة معينة بدلالة عملة أو عملات مرجعية، و يكون هذا التدهور أكثر من 25% و يتم بناء هذا المؤشر بمزج سعر صرف العملة بتغيير مستويات الاحتياطات الرسمية و معدلات الفائدة المفترض فيهما انهما يعبران عن كثافة دفاع السلطات النقدية عن سعر صرف العملة.

**ثانياً: أزمات الاسواق المالية:** و يحدث هذا النوع من الازمات نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعات، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الاصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، و هو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الاصل هو الربح الناتج من ارتفاع سعره و ليس بسبب قدرة هذا الاصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الاصل مسألة وقت عندما يكون اتجاه قوي لبيعها، فيبدأ سعره في الهبوط و من ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الاسعار و يمتد هذا الاثر نحو أسعار الاصول الاخرى سواء في القطاع ذاته أو في القطاعات الاخرى.

**ثالثاً: الازمات المصرفية:** و يحدث هذا النوع من الازمات عندما يؤدي اندفاع فعلي او محتمل على سحب الودائع من أحد البنوك أو اخفاق البنوك في قيامها بايقاف التزاماتها الداخلية أو الى ارغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، و تفسر الازمات المصرفية الى عدم الاستقرار في سوق الاقتراض في البلدان المدينة مثل عدم الاستقرار السياسي و سوء الادارة الاقتصادية و تزايد أعباء خدمة الديون.<sup>2</sup>

و تتصف الازمات المصرفية بالذعر المالي لانها قد تصيب المنظومة المصرفية برمتها بشكل يؤدي الى زرع الذعر بين أوساط المودعين الذين يعملون في هذه الحالة على سحب ودائعهم سالكين في ذلك سلوك القطيع، لدرجة أن التجربة بينت للعيان أن اثار هذا السلوك لا يفرق بين البنوك السليمة التي تتمتع بأوضاع مالية جيدة أو رديئة، حيث يلاحظ غلق أبواب المصارف أملا في استقرار الاوضاع و استرجاع الثقة المهترئة.

و هناك (3) محددات للازمات المصرفية:

<sup>1</sup> عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة "تقدير اقتصادي إسلامي"، الطبعة الاولى، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع، عمان، الاردن، 2011، ص22، ص23.

<sup>2</sup> رواج عبد الرحمان، مرجع سابق، ص8.

**1: محددات كلية داخلية:** و تتضمن عددا من المتغيرات التي تعكس الاداء الاقتصادي الكلي بجوانبه المختلفة و تتمثل في معدل نمو الناتج و معدل الفائدة الحقيقي و معدل التضخم و عجز الموازنة العامة، و تميل الازمات المصرفية الى الارتباط الوثيق بمعدلات النموالاقتصادي خاصة و أن الطبيعة الخاصة للبنوك تجعلها شديدة الحساسية للتطورات التي يشهدها القطاع العيني في الاقتصاد و تتلخص أهم ملامح العلاقة بين انخفاض معدل نمو الناتج و بين حدوث هذا النوع من الازمات في الاتي:

- تسبق حالة الركود الاقتصادي حدوث هذه الازمات بفترة زمنية قصيرة قد تتجاوز بضعة أشهر.
- تكون فترة الركود الاقتصادي ذاتها مسبقة بفترة رواج تتسم بالتوسع في الاقتراض المصرفي الامر الذي يعكس ارتباط هذه الازمات بنقاط التحول في الدورات الاقتصادية.
- يعزي التأثير السالب لمعدل النمو في جانب منه الى حالة الخوف التي تسيطر على المودعين أثناء فترات الركود الاقتصادي، لما يصاحبها من تزايد مخاطر الائتمان التي تدفعهم للمطالبة بتسييل ودائعهم.
- يتأثر مدى الارتباط بين معدل النمو الاقتصادي و حدوث هذه الازمات بطبيعة هيكل الاقتصاد، حيث أشارت احدى الدراسات الى أن أي تقلبات يتعرض لها قطاع النفط تنعكس على اداء الاقتصاد الكلي و بالتالي أداء الجهاز المصرفي.

**2: محددات كلية خارجية:** و هي تلك المحددات التي تعكس الاداء الاقتصادي الخارجي و منها تدفقات رؤوس الاموال و عجزالميزان التجاري، و ترجع أهميتها الى حقيقة مفادها قابلية أزمات المديونية و سعر الصرف الى التحول الى أزمات مصرفية.

**3: المحددات المالية:** و تتضمن عددا من المتغيرات الجزئية المتعلقة بطبيعة البيئة المصرفية و أداء الاسواق المالية، و تتمثل هذه المحددات في درجة مخاطر السيولة و درجة كفاية رأس المال و معدل الربحية و درجة مخاطر السوق.

**رابعاً: أزمات الديون:** و هي أزمات تعني أن بلد أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية (تسديدها)، و تحدث عندما يتوقف المقترض عن السداد لمستحقاته أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، و بالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة و يحاولون تصفية القروض القائمة، و هكذا فان أزمة الديون تعكس عجز الدولة المقترضة عن الوفاء بالتزاماتها اعادة السداد سواء أكان هذا العجز بشكل صريح أو في شكل جدول الديون.<sup>1</sup>

و في هذا الاطار يمكن الاشارة الى أن عدد كبير من الدول متوسطة الحجم مثل المكسيك و البرازيل و الأرجنتين و دول العالم الثالث الافريقية و العربية و الاسيوية توقفت عن دفع التزاماتها الخارجية بالعملات الاجنبية و ذلك اعتباراً من عام 1982 و حتى تاريخه.

### **المطلب الثالث: مؤشرات الازمات المالية و المخاطر التي تنجم عنها**

ان السؤال الذي يطرح نفسه هنا هو هل الازمات المصرفية تدهامنا فجأة ؟ أم أن هناك بعض الاعراض و المؤشرات التي نستطيع من خلالها التنبؤ باحتمال وقوع هذه الازمات، و للاجابة على هذا

<sup>1</sup>رؤايج عبد الرحمان، مرجع سابق، ص8 ص 9.

التساؤل نستطيع القول أن التطورات التي حدثت في مجال العلوم الاقتصادية قد وفرت مجموعة من الأدوات التحليلية التي تمكن الباحثين من رصد الازمات عبر مجموعة من المؤشرات، و اعتبرت أيضا أن تصنيف المخاطر يعتمد على درجة احتمالية الخسارة، فعندها تزداد فرص الخسارة يعتبر الخطر عاليا.

## 1: مؤشرات حدوث الازمات المالية

**1:1:** ارتفاع رصيد الديون المتعثرة: لا شك أن العمل المصرفي ينطوي على قدر من المخاطر المقبولة و من مظاهر هذه المخاطر هو تعثر العميل في سداد الديون المستحقة عليه، و مهما دقق المصرف في دراسة الملاءة الائتمانية لعملائه فان ذلك لن يحول دون تعثر بعض العملاء في الايفاء بالديون المستحقة عليهم، و لكن هذا التعثر يجب أن يكون في أضيق الحدود بحيث لا تتجاوز نسبة الديون المتعثرة من اجمالي القروض المصرفية (5-10)% و عند تجاوزها هذه النسبة فان ذلك يعتبر مؤشر على عدم كفاءة الاداء المصرفي و بالتالي يعتبر مؤشر الديون المتعثرة دليلا هاما في رصد الازمات المصرفية.

**2:1:** غياب الشفافية و الإفصاح و نقص المعلومات مما يوقع النظام المصرفي في خيارات سيئة، حيث يلجأ بعض المقترضين الى تضخيم القيمة الرأسمالية للأصول ( خاصة العقارية ) بقصد الحصول على قروض بقيمة عالية مما يوقع النظام المصرفي في أخطاء في اختيار المشروعات التي يتم تمويلها خصوصا عندما يعجز المديونين عن الايفاء بالالتزامات المترتبة عليهم بسبب المبالغة في تضخيم قيمة الاصول التي يمتلكونها من جهة ، و استخدام هذه القروض في قطاعات ليس لها جدوى اقتصادية أو تواجه نقصا في الطلب و ليس لديها المرونة الكافية في السوق ( قطاع العقارات مثلا ) من جهة أخرى.

**3:1:** التدهور السريع في نسب رأس المال نتيجة لانخفاض موجودات المصرف على مطلوباته.

**4:1:** الاعداس المصرفي و الذي يعتبر مؤشر على أزمة النظام المصرفي و يحدث الاعداس عادة قبل فترة قصيرة من اشهار الافلاس و تعتبر القروض المتعثرة، و التدهور السريع في نسب راس المال، و انخفاض معدل التغطية دلائل على دخول المصارف مرحلة الاعداس.<sup>1</sup>

## 2: مخاطر الازمات المالية

**1:2:** مخاطر السوق: و هي مخاطر الظروف المتغيرة للسوق الناجمة اما عن التغيرات الاقتصادية الكلية ( تغيرات هيكل الطلب، هيكل الانتاج ) أو عن طريق تغيير القيمة السوقية للموجودات بسبب ظروف الدورة الاقتصادية ( حالتي الكساد و الرواج ).

**2:2:** المخاطر الائتمانية: و هي المخاطر التي تتمثل بعدم مقدرة المدينين على الايفاء بالالتزامات المترتبة بذمتهم بسبب مخاطر السوق مما يرفع من حجم الديون المتعثرة دخل المصارف في حالة الاعداس الذي يكود عادة بداية الازمة للنظام المصرفي.

**3:2:** مخاطر السيولة: و هي المخاطر التي تنجم عادة عن اقدام المودعين على سحب و دائعهم بمبالغ كبيرة و بشكل جماعي في وقت لا تتوفر فيه لدى المصارف السيولة الكافية لتغطية هذه السحوبات و

<sup>1</sup> عبد الله ابراهيم الفويز، الازمة المالية في دول جنوب شرق آسيا و انعكاساتها الاقتصادية على دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، العدد 4، ديسمبر 1998، ص3.

تعتمد شدة و درجة هذا الخطر على قرارات ادارة المصرف المتعلقة بادارة الاصول و المحافظ الاستثمارية لديها.

**4:2: العدوى:** و يقصد بها انتقال المشاكل التي تواجه مصارف معينة بالتاثير على مصارف أخرى و يزداد أثر العدوى كلما زادت درجة التشابك في النظام المصرفي و يعتبر الهروب الجماعي للودائع ( أسلوب القطيع ) من أكثر مظاهر العدوى التي تصيب النظام المصرفي.

**5:2: الخطر المعنوي:** يتمثل الخطر المعنوي في افراط تدخل الدولة أو المؤسسات المالية الدولية في تحديد اتجاهات سياسة الاقراض للنظام المصرفي عن طريق الالتزام بتوجيه القروض نحو قطاعات قد يكون فيها العائد على المدى القصير مرتفعا جدا، في حين أن توقعات التسديد على المدى البعيد غير مؤكد الا أنه يأمل أن يتم تحمل المخاطر المترتبة على ذلك من قبل الغير.

### 3: نتائج الازمات المالية

تترتب على الازمات المالية سلسلة من الانهيارات و يمكن حصر نتائجها فيما يلي:

- ضياع مدخرات المودعين و ثرواتهم.
- صعب الثقة في النظام المصرفي باعتباره وسيطا بين المدخرين و المستثمرين.
- توقف الكثير من المشروعات التي تعتمد في تمويلها على المصارف المتعثرة، كما أن الكثير من الشركات العاملة لن تجد التسهيلات الائتمانية المطلوبة للحصول على متطلباتها التشغيلية، و يرتفع معدل افلاس الشركات مما يؤدي الى ارتفاع معدل البطالة<sup>1</sup>.
- تباطؤ معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي و انخفاض قيمة الاصول الراسمالية مما يدخل النظام الاقتصادي في معضلة خصوصا عندما تستخدم هذه الاصول كضمان للقروض المصرفية.
- توقع حدوث عجز في الميزانية العامة للدولة خصوصا عندما تتدخل الحكومات في التامين على الودائع أو تتحمل المسؤولية في الوفاء بها.
- عدم ثقة المستثمرين الاجانب في الاقتصاد الوطني ، و اذا كانت لديهم استثمارات مباشرة أو غير مباشرة في محافظ الاوراق المالية فانهم سيرهون الى سحب هذه الاستثمارات الى خارج الدولة مما يشكل ضغطا على أرصدة العملات الاجنبية و بالتالي يؤدي الى تدهور أو انهيار قيمة العملة الوطنية
- تضائل الثقة بالانظمة الاقتصادية خاصة المالية منها و السياسية القائمة
- انخفاض في الانفاق العام و الخاص و زيادة عجز الحساب و تفاقم في المديونية للخارج.
- تدهور في مؤشرات البورصات العالمية، و انخفاض في أسعار الاسهم و خاصة لكبريات الشركات متعددة الجنسيات، و بالتالي هبوط في الاسعار و حدوث بطالة.
- حدوث انخفاض في الدخل الوطني و انكماش في التجارة الخارجية للدول المعنية بالازمة.
- فقدان ثقة المواطنين في البنوك و سحب ايداعاتهم منها.
- ازدياد معدل الطلب على الاعانات الاجتماعية من الحكومات.

<sup>1</sup> عبد الله ابراهيم قويض، مرجع سابق، ص 5 ص 6.

- انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين و معدل استخدام الطاقة الانتاجية.

و ازاء هذا الكم الكبير من المخاطر يعتبر تشغيل جهاز الرصد و الانذار المبكر للازمات المالية و المصرفية لا غنى عنه و هناك حاجة مستمرة الى تطوير أدوات هذا الرصد تجنباً لوقوع الازمات.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: تاريخ أهم الأزمات المالية

شهد الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات و الانهيارات المالية بداية بأزمة الكساد الكبير سنة 1929، فآزمة المكسيك و أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997، وصولاً إلى الأزمة الأرجنتينية 1998 و غيرها من الأزمات المالية، إلا أن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 تعد الأقوى و الأعنف في تاريخ الأزمات المالية بالنظر إلى عمقها و انتشارها عالمياً، و فيما يلي هذه الأزمات:

#### المطلب الأول: أزمة بورصة نيويورك (wall street) 1929

شهد النظام الرأسمالي في 24 أكتوبر 1929 أزمة اقتصادية عالمية طاحنة لم ينج من آثارها ووطأتها أي بلد في العالم (باستثناء الاتحاد السوفياتي آنذاك)، و لعل الصورة الكئيبة و الحادة التي عرفها العالم لتلك الأزمة تعود ليس فقط إلى عنف هذه الأزمة و طغيانها المدمر، و إنما لأن العالم عرف قبل اندلاعها مباشرة بضع سنوات مزهرة و لامعة (1924-1928) فكان التغيير السريع من " الازدهار اللامع" إلى "الكساد المظلم" ملحوظاً و مفاجئاً، فما جاء خريف 1929 حتى بدأت بوادر الأزمة في الظهور لتضع الفكر النيوكلاسيكي في محنة شديدة.<sup>2</sup>

ففي يوم 24 أكتوبر يوم الخميس الأسود هبط الاقتصاد الأمريكي هبوطاً عنيفاً عندما تم بيع و بأسعار زهيدة حوالي 13 مليون من الأسهم في مختلف القطاعات و الصناعات ببورصة "وول ستريت" الأمريكية و هرعت المصارف و شركات الاستثمار بشكل مسعور لشراء الأسهم لاقاف التدهور لكن بعد فوات الأوان، فرغم إصدار الرئيس هربرت هوفر من البيت الأبيض بياناً يعلن فيه أن الاقتصاد الأمريكي متين في أساسه و جوهره، لكن عبثاً مضت كل المحاولات الرامية لاستدراك الوضع، ففي 29 أكتوبر 1929 تضاعفت عملية بيع الأسهم حيث بيعت 76 مليون سهم و انهارت الأسعار أكثر من ذي قبل، و كتبت صحيفة نيويورك تايمز في عددها الصادر في 30 أكتوبر 1929: "انهارت أمس أسعار الأسهم مخلفة خسائر رهيبية تقدر بمليارات الدولارات إنه أسوأ يوم في تاريخ أسواق البورصة"، و النتيجة أنه ما بين 29 أكتوبر و 13 نوفمبر تبخرت 30 مليار دولار من سوق بورصة نيويورك، و استغرق الأمر 25 عاماً بعد ذلك حتى إستعادت بعض الأسهم قيمتها الأصلية.<sup>3</sup>

و بشكل عام يمكن القول أن أزمة الكساد الكبير لم تترك بلداً لم تمسه، و هنا يقول "جوزيف شومبيتر": "لم توجد أي منطقة محصنة من آثار أزمة عام 1929، لأنها كانت أزمة صناعية و زراعية فانطبقت آثارها السيئة على الجميع و خفضت الدخول و المرتبات في جميع البلدان و لجميع الأفراد، إما

<sup>1</sup> عبد الله ابراهيم قويز، مرجع سابق، ص6.

<sup>2</sup> زكي رمزي، الاقتصاد السياسي للبطالة " تحليل لأخطرمشكلات الرأسمالية المعاصرة "، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني لثقافة و الفنون و الاداب، العدد 226، الكويت أكتوبر 1998، ص288.

<sup>3</sup> عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الازمات المالية " قديمها و حديثها، أسبابها و نتائجها، و الدروس المستفادة "، الطبعة الاولى، دار إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص34 ص35.

بطريقة غير مباشرة ناجم عن سقوط قيمة العملات، و إما بطريق مباشر بتخفيض الانفاق الحكومي الذي اضطرت إليه الحكومات عندما انكشفت مواردها بنسبة تتراوح بين 25% و 45% كما قدرت المؤسسة الألمانية للبحوث الاقتصادية، و لم يحدث قط في تاريخ الخمسين سنة الماضية أن تدهورت دخول الناس كما هوت في هذه الأزمة التي لم تبق على مرتبات الموظفين و ذوي الدخل الثابتة و الزراعيين، و هي الدخل التي من النادر أن تكون قد مست أو لم تمس على الاطلاق في الأزمات السابقة<sup>1</sup>.

**أولاً: أسباب أزمة الكساد الكبير 1929:** يمكن ايجازاً أهم العوامل و الأسباب التي أدت إلى انفجار أزمة الخميس الأسود فيما يلي<sup>2</sup>:

- 1- انهيار في سوق الأسهم و انخفاض مؤشر داوجونز قي الأعوام الثلاثة التي تلت سنة 1929 ب: %89
- 2- تقليص حجم القروض جراء إفلاس المصارف التجارية بعد انهيار أسواق الأسهم بشهور.
- 3- إفلاس ما لا يقل عن 608 مصرف و منها "bank of america".
- 4- كان بإمكان البنك الاحتياطي الفيدرالي التحكم في الأزمة عن طريق تخفيض نسبة الفوائد و توفير القروض و شراء السندات، و لكن على العكس من ذلك قلص من قروضه للنظام المصرفي و هو ما أدى إلى تفاقم الأزمة.
- 5- إثر انتشار الشائعات عن نية إدارة الرئيس فرانكلين روزفلت خفض سعر الدولار، تهافت الناس عن بيع الدولار و شراء الذهب.

**ثانياً: خصائص أزمة أكتوبر 1929:** مقارنة مع الأزمات السابقة تميزت الأزمة بالخصائص التالية<sup>3</sup>:

- 1- تسببت في زعزعت الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بأكمله.
- 2- كان لها صفة دورية انطلاقاً من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.
- 3- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبياً ، حيث استغرقت حوالي (4) سنوات.
- 4- عمق و حدة هذه الأزمة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة مثلاً إنخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما انخفضت عمليات الخصم و الاقراض بمقدار مرتين، و كان عدداً البنوك التي أفلست منذ بداية عام 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من 10000 بنكا، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية مما أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين خاصة الصغار منهم، و كان ظهور هذه الأزمة في الأسواق المالية التي إنخفضت بنسبة 66% في ألمانيا و 90% في الولايات المتحدة الأمريكية.
- 5- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة خلال الفترة (1930-1933)، ففي بداية الأزمة كان الارتفاع في أسعار ناتجا عن تزايد الطلب عن النقود لسداد القروض السابقة، لكن مع استمرار الأزمة انخفض الطلب على القروض بشكل حاد بسبب انخفاض الانتاج الصناعي و

<sup>1</sup>زكي رمزي، مرجع سابق، ص 291 ص 292.

<sup>2</sup>عبد القادر بلطاس، تداعيات الازمات المالية العالمية ، ليجند للنشر، الجزائر، 2009، ص 137.

مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية والبورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، الجزء الثاني، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 100 ص 103.<sup>3</sup>

المبادلات و أيضا زيادة عرض رؤوس الاموال،<sup>1</sup> إضافة إلى أن سياسة النقود الرخيصة التي اتبعتها البنوك المركزية بهدف معالجة الأزمة و رفع مستوى النشاط في الاقتصاد قد ساهمت إلى حد بعيد في انخفاض أسعار الفائدة وهو ما كان سببا في إطالة أمد الأزمة.

- 6- اختلاف أمد و درجة حدة الأزمة من بلد لآخر بشكل كبير.
- 7- توافقت الازمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات مما نتج عنه إنهيار النظام الذهبي في معظم الدول، و بنفس الوقت تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة و موازين المدفوعات و انخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية، ففي إنجلترا تم إيقاف ابدال النقود الورقية بالذهب بتاريخ 21 سبتمبر 1931، و بالرغم من أن هذا الابدال كان على شكل سبائك، فقد نتج عن ذلك تدهور قيمة الاسترليني و ما تبعه من تدهور في قيم العملات التي كانت مرتبطة به، و في الولايات المتحدة كان سبب إلغاء العمل بالنظام الذهبي عام 1933 و هو تزايد الاقبال على ابدال النقود الورقية بالذهب ناهيك عن انخفاض السيولة لدى البنوك، إضافة إلى انخفاض الاحتياطات الذهبية.
- 8- تسببت هذه الازمة في انخفاض قيم العملات الرئيسية الدولية بحوالي (50% - 84%) مقارنة مع مستوى ما قبل الأزمة.
- 9- نتج عن أزمة الائتمان الدولي الطويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا و النمسا.

**ثالثا: آثار أزمة أكتوبر 1929 على الدول الصناعية:** أحدثت الأزمة إنهيارات كبيرة في الأسعار لدى الدول الصناعية، حيث انتقلت أسعار الجملة في ألمانيا من 137% سنة 1929 إلى 93% سنة 1933، أما في فرنسا فقد انتقلت الاسعار من 137% سنة 1929 إلى 94% سنة 1933، و كذلك في اليابان من 166% سنة 1929 إلى 136% سنة 1933، هذا الانخفاض انعكس مباشرة على انخفاض الارباح و تراكم رأس المال و على النشاط الاقتصادي ككل بارتفاع في معدلات البطالة و انخفاض الأجور، ففي إنجلترا انخفضت الأرباح من 120 مليون جنيه استرليني سنة 1929 إلى 75.8 مليون جنيه استرليني سنة 1932، و كذا بالنسبة لألمانيا كانت الأرباح 315 مليون مارك عام 1929 لتتخفص إلى 72 مليون مارك عام 1932.<sup>2</sup>

إضافة إلى هذا فقد إنخفضت أسعار المنتجات بين سنتي 1929 و 1933 ب: 45.7% وشهدت البلدان الصناعية الأساسية الست إنخفاضا في دخلها الوطني قدر بالنصف، هذا و قد انكشفت التجارة الخارجية ب: 40% مقارنة بسنة 1929، و ب: 74% مقارنة بحجمها العادي قبل 1929، و انخفضت مداخيل الطبقة الرأسمالية مما إنعكس على أنشطة رأس المال الخاصة بكل بلد، و على تصدير رأس المال الذي انخفض بدوره من 1325 مليون دولار عام 1928 إلى 1.6 مليون دولار عام 1933 بالنسبة للولايات المتحدة، أما في إنجلترا فقد كان 219 مليون جنيه استرليني سنة 1928 لينخفض إلى 30 مليون جنيه استرليني سنة 1933.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، مرجع سابق، ص36.

<sup>2</sup> مراد علة، الازمات المالية الدولية من الخميس الاسود إلى تسونامي المجنون، مجلة دراسات إقتصادية، مركز الصيرة للبحوث و الاستشارات و الخدمات التعليمية، العدد 23، الجزائر، 2014، ص59.

<sup>3</sup> محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، مرجع سابق، ص37.

وكخلاصة لما سبق ذكره يمكن القول بأن أزمة الكساد العظيم التي اجتاحت العالم يوم الخميس الموافق ل: 19 أكتوبر 1929 و استمرت حتى 1934 كشفت عن عجز الفكر الاقتصادي الكلاسيكي بشقيه الأرثوذكسي و النيوكلاسيكي عن تقديم نظرية عامة لمكافحة الأزمات الاقتصادية، خاصة في أوقات الركود الاقتصادي لافتقارهم الشديد إلى السياسات الاقتصادية الكلية للتعامل مع هذه الازمات، فكان منطقتهم في ذلك هو أن ما يعانیه النظام الاقتصادي من أزمات إفراط إنتاج لا تخرج عن كونها أوضاعا استثنائية و تحدث فقط في الأجل القصير دون أن يمتد مفعولها إلى الأجل الطويل حيث تختفي هذه النوعية من الأزمات الاقتصادية.

### المطلب الثاني: أزمة المكسيك 1994 و أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

شهدت المكسيك و دول جنوب شرق آسيا أزمتين ماليتين أثرتا بشكل كبير على الأداء الجيد الذي عرفه اقتصاديات هذه الدول قبل حدوث هاتين الأزمتين، و فيما يلي أهم الاسباب التي كانت وراء حدوثهما و الآثار التي خلفتها و الاليات التي اتخذتها كل من المكسيك و دول جنوب شرق آسيا لمواجهة تلك الأزمات.

**أولاً: أزمة المكسيك 1994:** لقد ظهر السوق المالي المكسيكي في الحقبة التي سبقت الأزمة كفرصة استثمار مثالية للأجانب نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة و هذا بفضل الإصلاحات الاقتصادية الشاملة للبلد، و التي تمثلت في خصخصة المؤسسات و رفع القيود على التجارة الخارجية ناهيك عن إصلاحات أخرى في السياسة المالية للبلد.<sup>1</sup>

هذه الإصلاحات الاقتصادية التي وضعت المكسيك في وضعية اقتصادية مريحة تميزت بتسجيل معدلات نمو جيدة و مستقرة و عودة التضخم إلى مستويات معقولة و تحت السيطرة ابتداءً من سنة 1989، و قد أدت كل من الاداء الجيد للاقتصاد المكسيكي في السنوات التي سبقت اندلاع الازمة و ربط العملة المكسيكية (البيزو) بالدولار وفق علاقة ثابتة إلى زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المكسيكي، الامر الذي ساعد على تدفق كثيف رأس المال إلى داخل البلد لاسيما بين سنتي 1990 و 1993 خاصة مع إزالة العوائق أمام حركة رأس المال في إطار حملة الإصلاحات الهيكلية التي تم إدخالها على اقتصاد المكسيك،<sup>2</sup> و قد ساعدها على تحقيق ذلك عاملان أساسيان:

**1 – العامل الأول داخلي:** و هو قيامها بتخفيف القيود التي تحد من تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية إليها.

**2 – العامل الثاني خارجي:** و هو انخفاض سعر الفائدة في الولايات المتحدة الامريكية المجاورة.

و نجحت هذه الخطة بالفعل في تخفيض معدلات التضخم و استئناف النمو الاقتصادي الذي بلغ متوسطه 3.1% سنويا بين عامي 1989 و 1994 و كان أوج رواجه في عام 1990، حيث شهد هذا العام موجة من التدفقات الهائلة لرؤوس الأموال الاجنبية إلى المكسيك بعد جولة ناجحة من المفاوضات المكسيكية بشأن ديونها الخارجية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد الله خبابه، فائزة لعرف، الازمات الماليّة المصرفية العالمية – السندات و الخصائص المشتركة – دراسة تحليلية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 29، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013، ص 69.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي و البنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص 297 ص 298.

<sup>3</sup> ابراهيم عبد العزيز النجار، الازمة المالية و اصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 32.

و قد توالى مجموعة من الاحداث السياسية خلال سنة 1994 ( وهي سنة انتخابات رئاسية في المكسيك ) لتخلق الكثير من المخاوف لدى المستثمرين بشأن الاستقرار في هذا البلد بشكل أدى إلى تآكل ثقتهم، ففي الجانب الاقتصادي و المالي كان التضخم الذي لا يزال مرتفعا مقارنة بالشركاء التجاريين للمكسيك لا سيما الولايات المتحدة، وذلك على الرغم من تخفيضه إلى مستويات منخفضة مقارنة مع مستوياته السابقة، عاملا في تحقيق عجز الحساب الجاري للمكسيك نظرا لآثاره السلبية على القدرة التنافسية الخارجية للعملة الوطنية، و قد تجمعت هذه الظروف لكي تخلق مناخا ملائما دفع إلى تغير وجهة حركة رأس المال الذي بدأ موجة تدفق عكسية إلى خارج المكسيك و هو الامر الذي خلق ضغوطا إضافية على العملة.<sup>1</sup>

أ - أسباب أزمة المكسيك 1994: لاقت السلطات المكسيكية مصاعب جمة في دعم العملة، فقامت السلطة الجديدة (الرئيس المنتخب في شهر ديسمبر 1994) في 20 ديسمبر 1994 باتخاذ قرار تخفيض قيمة البيزو بنسبة 15%، كان هذا القرار نقطة حاسمة في تلاشي الثقة بشكل شبه كامل في قدرات الاقتصاد المكسيكي و كشف عن عمق الأزمة التي كان يعانيها، و نتيجة لذلك ارتفع منسوب خروج رأس المال الأمر الذي زاد من عمق الأزمة، و لم يكف تدخل السلطات النقدية المكسيكية التي بذلت جهدا معتبرا كما يشير إلى ذلك تراجع احتياطاتها الرسمية في أيام قليلة من 29 مليار دولار إلى 6 مليار دولار فقط في تهدئة المخاوف، وقد عمل تدفق رأس المال إلى الخارج على تدهور القيمة الخارجية للبيزو الذي تراجع بشكل سريع جدا في أيام معدودة بما يقارب 50%، بحيث انتقل من 3.4 بيزو إلى 7.7 بيزو للدولار الواحد، و قد أدت هذه التطورات المالية إلى حدوث تداعيات عميقة على الاقتصاد المكسيكي برمته بشكل زادت معه المخاوف بحدوث أزمة مؤسسية مما استدعى تدخل الولايات المتحدة و صندوق النقد الدولي بشكل غير مسبوق لمواجهة هذه الأزمة.<sup>2</sup>

ب - أسباب أخرى للأزمة المكسيكية: وهناك من يرجع الأزمة المكسيكية إلى عوامل أخرى نذكر منها على وجه الخصوص:<sup>3</sup>

- أزمة الثقة في سياسة الحكومة التي انتهجت آنذاك.
- الارتفاع في معدلات الفائدة.
- الارتفاع في النفقات العمومية.
- الارتفاع في حجم القروض غير الجدية لدى النظام المصرفي، حيث ارتفعت من 5% سنة 1992 إلى 8% مع نهاية سنة 1994.

هذا بالإضافة إلى السلوكيات غير العقلانية للبنوك في غياب نظام الرقابة المصرفية، كذلك وجود ما يسمى بالخطر المعنوي لدى المتعاملين الاقتصاديين و الذي يقضي بأن صندوق النقد الدولي سوف يتكفل بالقروض المشكوك في تحسن أدائها لدى البنوك التجارية مما سبب في أخذ مبادرات استثمارية ذات الخطورة المرتفعة، إذن المكسيك توقفت عن تسديد الديون في بداية عام 1995 ولاينقذها من هذا المصير سوى قيام الولايات المتحدة و صندوق النقد الولي بترتيب قرض دولي طارئ لها من مصادر

<sup>1</sup>الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص298.

<sup>2</sup>نفس المرجع السابق، ص298 ص299.

<sup>3</sup>عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص132.

رسمية استخدمته حكومتها في دفع ديونها و أصبحت قادرة على خدمة مدفوعات القرض الجديد كذلك ابتداء من عام 1996.<sup>1</sup>

**ثانياً: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997:** إذا كان التاريخ السياسي و العسكري دائماً ما يكتبه المنتصرون، فإن التاريخ الاقتصادي و المالي عادة ما يكتبه الدائنون، هذا القول ينطبق تماماً على وضع الأزمة المالية التي إندلعت في بلدان جنوب شرق آسيا في منتصف عام 1997، فبمجرد أن ضربتها الأزمة أعلن صندوق النقد الدولي الذي يقود الاستجابة الدولية الرسمية أن هناك عيوباً في تطبيق هذه البلدان للنظام الرأسمالي، و بصفة خاصة في أسواقها المالية و هي التي أدت إلى تلك الأزمة التي ضربت أسرع الاقتصادات نمواً في العالم كله، إذا لا يستطيع أحد أن ينكر النجاح الكبير الذي حققته هذه البلدان في مجال النمو الاقتصادي خلال العقدين الماضيين، و كانت الأزمة كذلك أعنف أزمة مالية تضرب الأسواق الناشئة منذ أزمة مديونية البلدان المتخلفة في عام 1982، و تمخضت الأزمة نتيجة لذلك عن تحريك أكبر عملية مساندة مالية تشهدها أسواق رأس المال الناشئة، و تميزت الأزمة بأنها كانت أقل الأزمات المالية توقعاً.<sup>2</sup>

**2 - أسباب الأزمة الآسيوية لعام 1997:** عرفت سنوات التسعينات دخولاً كثيفاً لرؤوس الأموال باتجاه الدول الناشئة لتمويل مختلف الاستثمارات، و شهدت نهاية عام 1996 ارتفاعاً كبيراً في معدل التضخم نتيجة الحجم الكبير للاستثمارات إضافة إلى تباطؤ و تيرة الصادرات و هذا ما تسبب في انخفاض قيمة العملات الآسيوية، و نظراً إلى أن الديون المستحقة على الدول الآسيوية كانت قصيرة الأجل و بالدولار الأمريكي فإن انخفاض قيمة العملات الآسيوية من شأنه أن يرفع من تكلفة حجم المديونية،<sup>3</sup> و عموماً يمكن تلخيص أهم الأسباب و العوامل التي تسببت في الأزمة الآسيوية فيما يلي:

- الانخفاض الحاد في قيمة الباهت (baht) التايلندي بعد فترة طويلة من الاعتماد على نظام سعر الصرف الثابت، و هذا ما حفز على الاقتراض الخارجي و عرض قطاع الأعمال و المال إلى المخاطر.<sup>4</sup>
- السرعة الكبيرة و الحجم الهائل في تغيير وجهة تدفق رأس المال، فقد تحول رأس المال في الدول الخمسة الأكثر تعرضاً للأزمة (كوريا الجنوبية، ماليزيا، أندونيسيا، تايلندا، الفلبين) من رأس المال يقدر بمبلغ 93 مليار دولار في 1996 إلى رأس المال خارج وصل إلى 12 مليار دولار في 1997، و لم تكن أساسيات الاقتصاد المواتية لتقف مانعاً أمام هذا التغيير في وجهة رأس المال و حجم الخروج الذي تم تسجيله.<sup>5</sup>
- العجز الكبير في موازين الحسابات الجارية في بعض دول جنوب شرق آسيا، مما جعل تلك الدول تسعى إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل هذا العجز حتى بلغت نسبته إلى

<sup>1</sup> أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة و النشر، مصر، 2001، ص33.

<sup>2</sup> أحمد يوسف الشحات، المرجع السابق، ص46

<sup>3</sup> يوسف مسعداوي، الأزمات المالية العالمية " الأسباب و النتائج المسخلصة منها،" مجلة المستقبل العربي، مركز

دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد 46، ربيع 2009، ص43 ص44.

<sup>4</sup> علي أحمد درج الدليمي، الأزمات المالية العالمية مع التركيز على أزمة الولايات المتحدة الأمريكية عام 2008، مجلة

جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية و الإدارية، جامعة الانبار، المجلد 3، العدد، 2010، ص6

<sup>5</sup> الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص300.

الناتج المحلي الاجمالي 3.6% في أندونيسيا، 4.2% في الفلبين، 4.9% في ماليزيا، 7.9% في تايلندا، خاصة بعدما شهدت منطقة جنوب شرق آسيا و لعدة سنوات سابقة تدفقات رأسمالية ضخمة في مختلف أسواق العالم.

- قامت المصارف الآسيوية بتعبئة المدخرات و توفير رؤوس الاموال اللازمة للقطاع الخاص، لكن الاستثمارات الغربية أجمت عن الاستثمار فيها بسبب ربحيتها المنخفضة، فضلا عن عدم توافر نظام صارم للرقابة على أنشطة المصارف و إخفاق أغلبها في إجراء التقييم الصحيح لمخاطر الديون المقدمة للقطاع الخاص إذ لم تجنب الاحتياطي الكافي من أرباحها للتغلب على مشكلة عدم سداد بعض الديون مما أضعف من مصداقيتها الائتمانية العالمية و تقلص قدرتها على تقديم الائتمان اللازم لتزيد بذلك من عمق الانكماش و زعزعة الثقة في العملات و إثارة المزيد من الذعر في صفوف المستثمرين المترددين في العودة إلى منطقة جنوب شرق آسيا.<sup>1</sup>

- زيادة المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية لدول جنوب شرق آسيا برفع أسعار الفائدة في البنوك الوطنية على هذه العملات، و ذلك بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الاجنبية خاصة الدولار الأمريكي مع تشجيع مختلف المستثمرين على تحويل الدولارات إلى العملات الوطنية إلا أن رفع أسعار الفائدة حول رغبات المستثمرين من الاستثمار في الاوراق المالية إلى الودائع المصرفية للاستفادة من عوائدها المرتفعة و بالتالي عرضت كميات كبيرة من الأسهم و السندات للبيع في السوق الوطنية دون أن يقابلها طلبات شراء، مما أدى إلى إنهيار الأسعار إلى مستويات متدنية حيث تراوحت بنسبة الانخفاض بين 25% إلى 50% من الأسعار السائدة في هذه الاسواق قبل حدوث الأزمة.<sup>2</sup>

### 3 - آثار الأزمة الآسيوية لعام 1997: و يمكن إجمالها فيما يلي:<sup>3</sup>

أ - الخسائر التي تكبدتها أسواق المال الآسيوية الخمس لا يقل عن 600 مليار دولار أو ما يساوي ثلثي الناتج المحلي الاجمالي لهذه الدول، حيث نتج عن هذه الازمة انخفاض حاد في القيم، فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي 60% من قيمتها في المتوسط خلال الفترة من أول يوليو 1997 حتى منتصف فبراير 1998، كما امتدت آثار الأزمة الآسيوية إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث إنخفض مؤشر داو جونز في 27 أكتوبر 1997 بنسبة 7.6%، و امتدت أيضا إلى البورصات الأوروبية و بورصات دول أمريكا اللاتينية.

ب - مسارعة المستثمرين إلى بيع حجم كبير من الأسهم نتيجة تخوفهم إثر تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا لتقليل خسائرهم و هو ما زاد من تدهور قيمة الأسهم و زعزعة الثقة لدى المستثمرين.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية " الأهمية، الاهداف، السبل، مقترحات النجاح"، الطبعة الاولى، عالم الكتاب، القاهرة، 2003، ص 83 ص 84.

<sup>2</sup> حسن حسني، تداعيات الأزمة المالية العالمية على المستوى الدولي و الاقليمي، مجلة المدير العربي، العدد 191، جامعة الادارة العليا، مصر، 2010، ص 10.

<sup>3</sup> رواج عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 29.

ج - انخفاض شديد في أسعار الصرف لمعظم دول جنوب شرق آسيا ما بين جويلية 1997 و نهاية سبتمبر 1998، حيث إنخفض البيزو الفلبيني بمقدار 66.10% و انخفض الباهت التايلندي بنسبة 59.80% في حين انخفض كل من الرينجت الماليزي و الوون الكوري بنسبتي 47.80% و 54.70% على التوالي.

د - تحول النمو المرتفع الذي سجلته كل من تايلندا و كوريا الجنوبية و إندونيسيا و ماليزيا إلى كساد شديد طال حتى عام 1998، بل تحول إلى نمو سالب في البلدان المتضررة بلغ 13.7% في اندونيسيا و 8% في تايلندا و 6.8% في ماليزيا و 5.5% في كوريا الجنوبية و 0.5% في الفلبين و على صعيد التجارة تراجعت قيمة الواردات بنسبة لم تشهدا من قبل و هي 17%، و بلغت هذه السنة 31% لدى البلدان الخمسة الاكثر تضررا من الأزمة، و من حيث الحجم بلغ التراجع نسبة 22% لدى البلدان الخمسة مقارنة بنسبة 10% لدى بلدان المنطقة ككل، و على صعيد الصادرات لم تنجح سوى الفلبين في تسجيل ارتفاعا كبيرا بلغ نسبته 16.9%، و بإستثناء الزيادات المعتبرة لدى كوريا الجنوبية و الفلبين، تراجع حجم الصادرات لدى باقي البلدان عموما.

ه - شهد معدل البطالة في المنطقة ارتفاعا كبيرا يتوقع أن يستمر كذلك خلال الفترة القادمة ، ففي تايلندا ارتفع المتوسط السنوي للبطالة من نسبة 1.54% في عام 1996 إلى نسبة 5.6% في عام 1998، واستمر الوضع في التدهور حيث تم تسريح 2000 يوميا منذ بداية يوليو 1998، و في كوريا الجنوبية ارتفع معدل البطالة من نسبة 2.3% إلى نسبة 7% وهي نسبة قياسية، وتمثل الأثر المباشر لهذا الوضع في حدوث هبوط حاد في دخل العاملين المتضررين، حيث لم يكن معمولا باعانات البطالة في بلدان المنطقة عموما سوى بصورة جزئية في كوريا الجنوبية و اليابان.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: أزمة الأرجنتين (1998)

بعد النصف الثاني من سبعينات القرن الماضي قامت الحكومة الأرجينية بانفتاح شديد على العالم الخارجي للأنشطة الاقتصادية سواء الانتاجية أو الاستهلاكية معتمدة في ذلك على تمويل خارجي متمثل في عمليات استئانة واسعة تفوق قدرة الأرجنتين على مواجهة أعباء سداد فوائدها، ما جعلها تتراكم و تؤدي في النهاية إلى حالة من التراجع المستمر، و منذ منتصف عام 1998 بدأت الأرجنتين تعاني من حالة ركود قوية لها عدة أسباب نابعة من سوء التخطيط الحكومي<sup>2</sup>، فمن أجل العمل على جلب رأس المال الأجنبي باشرت الأرجنتين منذ بداية التسعينات برنامجا واسعا للإصلاح المالي كان قوامه تحرير النظام المالي و انفتاحه بشكل كلي، إضافة إلى تأسيس مجلس للعملة في 1992 تتمثل وظيفته الأساسية في المحافظة على قيمة العملة عن طريق ضمان البيزو مقابل الدولار وفق قاعدة ثابتة قوامها بيزو واحد مقابل دولار واحد، و أصبح بإمكان الأفراد و المؤسسات في ظل نظام مجلس العملة الحيابة الحرة لحسابات بالبيزو أو بالدولار الأمريكي.

<sup>1</sup>رواجح عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 29 ص 30.

<sup>2</sup>أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الأزمة المالية الحالية و مستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي الدولي حول : الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية، جامعة فحات عباس، سطيف، أيام 20- 21 أكتوبر 2009، ص 7.

أولاً: أسباب أزمة الأرجنتين: يمكن إيجازها أهم الأسباب التي أدت إلى إنفجار الأزمة فيما يلي:<sup>1</sup>

- 1 – تراجع أسعار المواد المصدرة من طرف الأرجنتين.
  - 2 – تحسن سعر الدولار الأمريكي مقابل معظم العملات الأساسية، و بالتالي تحسن سعر البيزو بشكل أعاق الصادرات الأرجنتينية نحو الخارج.
  - 3 – ارتفاع تكلفة رأس المال المقترض من الخارج تحت تداعيات الأزمة الآسيوية.
  - 4 – قيام البرازيل في 1999 بتخفيض قيمة الريال مقابل الدولار الأمريكي مما أدى إلى تدهور القدرة التنافسية للسلع الأرجنتينية أمام نظيرتها البرازيلية، مما عزز العوائق أمام الصادرات الأرجنتينية خاصة تجاه البرازيل التي غزت سلعتها أسواق الأرجنتين.
  - 5 – قام نظام مجلس العملة أيضا بدور هام في زرع بذور الأزمة، حيث أن تحسن قيمة العملة شجع اتجاه الأفراد و المؤسسات نحو التفضيلات المالية بدلا من الاستثمار الحقيقي الأمر الذي جعل تكوين رأس المال ضعيفا.
  - 6 – قيام البنوك بقبول الودائع و منح القروض بالدولار عرضها لمخاطر جمة عند أول قرار بتعديل العلاقة بين العملة الأرجنتينية و الدولار الأمريكي
- ثانيا: آثار الأزمة الأرجنتينية:** لجأت الحكومة الأرجنتينية إلى صندوق النقد الدولي لمواجهة الأزمة، لكن الصندوق رفض القيام بتحويل 1.25 مليار دولار الذي كان سيخفف من الأزمة الناجمة عن ندرة الدولار و بالتالي ندرة العملة داخليا و هذا بسبب فشل الحكومة في تخفيض عجز الموازنة، و بالتالي كانت آثار الأزمة وخيمة جدا يمكن انجاز أهم آثارها في النقاط التالية:<sup>2</sup>
- 1 – فقدان الثقة في النظام النقدي الأرجنتيني نتيجة أزمة سيولة عميقة قوامها عدم امتلاك النظام البنكي للسيولة الكافية بالدولار.
  - 2 – إقبال الجمهور على البنوك لتحويل ما لديه من أموال بالبيزو إلى دولارات، و هو ما دفع السلطات الأرجنتينية إلى وضع حدود على السحب بحيث لا يتعدى مبلغ 200 بيزو في الأسبوع، مما أدى إلى تعميق أزمة الثقة و أدى إلى إنفجار مظاهرات عنيفة عصفت بالبلاد و أدت إلى حدوث أزمة سياسية و اجتماعية خطيرة.
  - 3 – قيام السلطات الجديدة بعد استقالة الرئيس المنتخب بغلق البنوك لعدة أيام للتخفيف من إقبال الجمهور على شراء الدولار.
  - 4 – تخفيض البيزو في 11 فيفري 2002 بالنسبة لعمليات التجارة الخارجية بنسبة 28% و تحريره بالنسبة لعمليات التجارة الداخلية.

<sup>1</sup>الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص304.

<sup>2</sup>الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص305.

5 - تدني صرف الريال البرازيلي في 1999 أدى إلى تراجع طلب البرازيل على المنتجات الأرجنتينية نظرا لارتفاع أسعارها مما أدى إلى تفاقم الأزمة الاقتصادية و تفجيرها.<sup>1</sup>

6 - اتخاذ السلطات الأرجنتينية قرار يقضي بالتحويل القصري لكل الودائع بالدولار إلى العملة الوطنية (البيزو) وفق علاقة الصرف الجديدة بعد التخفيض (1.40 بيزو لكل دولار) و هو ما أدى الى تحميل كثير من المودعين خسائر كبيرة في مدخراتهم، كما تحملت البنوك الأجنبية و المؤسسات التي قامت باستثمارات في هذا البلد خسائر كبيرة جدا.

إذن من خلال استعراض الأزمات المالية العالمية التي عرفها الاقتصاد العالمي بداية من سنة 1929، يمكن القول بأن الأسباب الرئيسية وراء هذه الأزمات المالية كانت إما انهيار في أسعار الاسهم والسندات كما حدث سنة 1929، و اما تسرب معلومات و إشاعات غير حقيقية إلى الأسواق المالية العالمية ، و اما تقلبات عنيفة في سعر صرف عملة دولة ما مقابل عملة دولة أخرى كما حدث في المكسيك و الأرجنتين سنتي 1994 و 1998، أو سرعة كبيرة في تغير وجهة تدفق رأس المال كما حدث في دول جنوب شرق آسيا سنة 1997.

### المبحث الثالث: الأزمة المالية 2008

تعتبر الازمة العالمية لسنة 2008 من أخطر و أعنف الازمات المالية العالمية و هذا بالنظر الى الاثار التي خلفتها على معظم الاقتصاديات العالمية و سرعة انتشارها و فيما يلي تعريفها و نشأتها و جذورها، اضافة الى أهم الاسباب التي كانت وراء حدوثها و أهم الاثار التي خلفتها و اخيرا أهم الاليات المطبقة لاحتوائها و التقليل من اثارها.

#### المطلب الاول: الازمة المالية العالمية ( التعريف، النشأة )

تفاجأ العديد من الخبراء و المحللين الاقتصاديين بالازمة المالية و عمقها و اثارها المدمرة، فلة قليلة أبدت مخاوفها من وقوع الازمة و حذرت من الافراط في الرهون العقارية و مشتقاتها و الحث على وجوب اتخاذ المزيد من التنظيم و أحكام الرقابة و المتابعة، لكن هذه الاصوات لم تلق اذانا صاغية حيث كانت هناك قناعة و ثقة لدى كبار المسؤولين عن السياسات النقدية و خاصة في الولايات المتحدة بأن الاسواق و النظام المالي العالمي يملكان القدرة على تصحيح الازمة و التصدي للحماية من المخاطر.

#### أولاً: تعريف الأزمة المالية العالمية<sup>2</sup>

تعرف أزمة الرهن العقاري بأنها: " أزمة نتجت عن انخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة و ارتفاع التخلف عن سداد الرهون العقارية الأمريكية، و تسببت في خفض الائتمان العالمي و انهيار

<sup>1</sup>ودان بو عبد الله، آليات المؤسسات النقدية في التوقفي و مواجهة الأزمات الدولية " دراسة حالة الازمة المالية العالمية "، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015/2014، ص124.

<sup>2</sup>روابع عبد الرحمان، مرجع سابق، ص35.

العديد من البنوك و المؤسسات المالية العالمية"، و يعرف مؤتمر الامم المتحدة للتجارة و التنمية أو ما يعرف بالاونكتاد (unctad) أزمة الرهن العقاري بأنها: " أزمة مالية تسببت فيها القروض العقارية الرديئة في الولايات المتحدة، و نجم عنها تباطؤ في النمو الاقتصادي العالمي الذي يتجلى في انخفاض الطلب في التجارة الدولية بسبب العجز في التمويل و الائتمان التجاري، انهيار أسعار السلع الاساسية، تقلص الاستثمار الاجنبي المباشر، و تراجع في الصادرات و الواردات العالمية".

و تعرف أزمة الرهن العقاري بأنها: " أزمة نجمت عن تطور الفقاعات العقارية في الولايات المتحدة بسبب خفض معدلات الفائدة من قبل مجلس الاحتياطي الاتحادي الامريكي و تسببت في انهيار كبريات المؤسسات المالية العالمية". و تعرف الازمة أيضا بأنها: " موجة من الاقراض العقاري عالية المخاطر ( غير قابل للسداد ) بمعدلات فائدة منخفضة تسببت في ارتفاع أسعار العقارات في الولايات المتحدة ثم انهيارها و افلاس العديد من البنوك و المؤسسات المالية العالمية".

تعرف الازمة المالية العالمية كذلك على أنها: " أزمة نتجت عن الانتعاش الكبير الحاصل في قطاع العقارات في الولايات المتحدة بسبب سهولة الوصول الى الاقتراض بمعدلات فائدة منخفضة جدا، الامر الي نجم عنه تشكيل فقاعات أدت الى زيادة أسعار المنازل ثم انهيارها مؤدية الى افلاس العديد من البنوك و المؤسسات المالية العالمية و بالتالي انهيار النظام المالي العالمي".

من خلال التعاريف السابقة لازمة الرهن العقاري يمكن استخلاص التعريف الموالي:

أزمة الرهن العقاري هي: " أزمة مالية خطيرة نشأة بسبب منح البنوك قروض عالية المخاطر بمعدلات فائدة منخفضة، و بدأت الازمة تكبر ككرة الثلج لتهدد قطاع العقارات في الولايات المتحدة ثم البنوك و الاسواق المالية العالمية و من ثم المتغيرات الاقتصادية الكلية لتشكل تهديدا للاقتصاد المالي العالمي".

**ثانيا: نشأة و جذور الازمة المالية العالمية:**<sup>1</sup> بدأت الازمة المالية في العالم في الولايات المتحدة اثر تقادم أزمة الرهونات العقارية، فبعد طفرة فقاعة الانترنت التي عصفت بالاسواق المالية في مطلع الالفية الجديدة عمت الفوائض المالية في المؤسسات المالية و الاسواق المالية نتيجة سياسات مصرف الاحتياط الاتحادي أو البنك المركزي في الولايات المتحدة، و احتارت هذه المؤسسات و الاسواق في كيفية التصرف بتلك الفوائض و هي تحت ضغط المحللين الماليين و المساهمين لتقييم ادائهم، و قد لجأت المؤسسات الى توسيع شبكة الاقراض المالي خاصة في القطاع العقاري،

و أقدم الامريكيون أفرادا و شركات على شراء العقارات سواء للسكن او لاغراض استثمارية طويلة الاجل أو للمضاربة نتيجة هذه التسهيلات أصبحت تمنح قروض من دون الاستناد بالضرورة الى جدارة ائتمانية سليمة و مطمئنة في اطار ما يعرف بالرهون العقارية متجاوزة بذلك شروط التسليف و أصوله و معتمدة في ذلك على قيمة العقار المؤمن عليه كضمان للقرض خاصة بعد الارتفاع الذي عرفته القيم العقارية.

يرى "ريتشارد ران" الخبير الاقتصادي بمعهد "كيتو" بواشنطن و مدير المركز الاوروبي للنمو الاقتصادي أن جذور الازمة تاريخيا أعمق مما نتصور، فهو يعتقد أن المشاكل بدأت منذ عام 1938 ابان ادارة الرئيس "روزفلت" عندما قرر توسيع الملكية الاسكانية باشتراك الحكومة في ذلك، و قام بانشاء

<sup>1</sup>روابع عبد الرحمن ، مرجع سابق، ص 35 ص 36.

الجمعية الفيدرالية للرهن العقاري الوطني المعروفة عموماً باسم "فاني ماي" بغرض شراء الرهون العقارية من المصارف و التي احتكرت سوق العقار الامريكية بشكل شبه مطلق بفعل العديد من الامتيازات التي منحت لها، و بعد خوصصتها من قبل الكونغرس عام 1968 بشكل كلي و بدلا من تفكيكها و تحويلها الى مؤسسة خاصة على نحو حقيقي قام الكونغرس بعد عامين أي في 1970 بتبني شركة أخرى و هي "فريدي ماك" لتكون المنافس لها و على مدى نصف القرن الماضي استمرت المؤسسات المالية في منح قروض رهن عقاري، كما سمحت تلك المؤسسات لمعايير الاقراض بالهبوط لادنى مستوياتها نظرا لوجود المؤسستين أي " فاني ماي" و " فريدي ماك" اللتين سوف تشتريان تلك الرهون و تحولانها الى صناديق استثمارية مضمونة تعرض للجمهور كأصول مالية ممتازة و منخفضة الخطر.

و كانت المفاجئة الكبرى فرغم أن هاتان الشركتان العملاقتان كانتا تغطيان 45% من القروض العقارية كضامن لها، فقد توقف ما لا يقل عن 10 ملايين من الامريكيين عن السداد و لم يقوموا بسداد الاقساط في مواعيدها بسبب ارتفاع اسعار الفائدة أو لعدم الملاءة المالية و عدم وجود الضمانات الكافية و انخفاض قيم العقارات نتيجة لذلك، و بتغيير لعبة الدومينو فقد أدى تهاوي قطعة واحدة من رصة الدومينو الى انهيار كل القطع على الجميع، حيث قامت البنوك باتخاذ الاجراءات لاستعادة المساكن من مشتريها بسبب تعثرهم، و قد تفاقمت ظاهرة عدم السداد و اجراءات استعادة المساكن حيث وصلت نسبة الاسترداد في بعض الاماكن ( كليفلاند على سبيل المثال ) الى 10% من عدد الملاك في هذه المنطقة، و نتيجة لذلك انخفضت أسعار المنازل بشكل كبير بعد ما كانت في تزايد مستمر.<sup>1</sup>

جدير بالذكر أن نشأة الازمة كما يراها الاعلام الغربي يمكن تصويرها في 3 مراحل:<sup>2</sup>

**أولاً: المرحلة الأولى:** و قد بدأت منذ صيف 2007 عندما انكشف عجز مئات الالاف من الاسر المريكية عن سداد ديونها للبنوك المقرضة، معرضة بذلك ما تملكه من العقارات المرهونة للمصادرة و الذي جعل هذا الاعسار يتحول الى أزمة حقيقية هو أن قيمة العقارات المرهونة قد شهدت انخفاضا غير متوقع بعد فترة من الارتفاع الطبيعي الذي استحق تسمية " فقاعة العقارات و المساكن " ، و حيث أن تلك القروض كانت قد دخلت في عمليات مالية تركيبية أحسن تسويقها مهندسو المالية و خبراء وكالات التصنيف رغم كونها تعتبر ديونا دون الممتازة، تعرضت الاصول التي تتضمنها و التي قد أصبحت تشكل دعامة بحسابات مؤسسات مالية أخرى الى هبوط كبير في قيمتها و نتج عن ذلك انتقال حالة الاعسار من المؤسسات المالية المقرضة الى المؤسسات التي أصبحت صاحبة تلك الاصول في عملية تحيل معقدة عكست خطورة ظاهرة بيع الدين.

**ثانياً: المرحلة الثانية:** و فيها تحول اعسار المؤسسات المالية المقرضة الى عامل افلاس للمؤسسات المتعاملة معها و المستثمرة فيها أو المؤمنة لها، و في سبتمبر 2008 تجلت خطورة الوضع بافلاس واحد من أكبر بنوك الاعمال الامريكية و هو ليمان برانرز، و كان هذا سببا في فزع كامل عم أكبر المؤسسات المالية المتعاملة مع المؤسسات المفلسة، فتهافت عمالقة وول ستريت كقصور من الرمال، و سرعان ما انتقلت الرجة العظمى الى أوروبا بعد أن وجدت مؤسسات مالية و شركات كبرى مثل باري

<sup>1</sup>روابع عبد الحمان، مرجع سابق، ص36 ص37.

<sup>2</sup>روابع عبد الرحمان، مرجع سابق، ص38.

بار و سوستيه جنرال نفسها في وضع الدائن الذي فقد الامل في استخلاص دينه، و هو ما حصل لجميع الدائنين الفرنسيين لبنك ليومان برادرز، حيث فقدوا أربعة مليارات دولار في لمح البصر.

**ثالثا: المرحلة الثالثة:** و هي المرحلة التي شهدت تحول الازمة الى أزمة اقتصادية خانقة بدأت تسري الى سائر البلدان و المؤسسات المالية العملاقة بشدة قد خيل للبعض أنها متناسبة طردا مع ارتباطها بالاقتصاد الأمريكي.

### المطلب الثاني: أسباب و اثار الازمة المالية العالمية

هناك العديد من الاسباب التي كانت وراء حدوث الازمة المالية العالمية لسنة 2008 و التي ضربت مختلف الاقتصاديات العالمية سواء المتقدمة أو الناشئة، بعد طفرة أو فقاعة الانترنت أو ما يعرف في أدبيات الازمات أزمة " دوت كوم " و التي عصفت بالاسواق المالية مطلع الالفية الجديدة و تحديدا عام 2000، و يمكن اجمال أهم هذه الاسباب بالاضافة الى الاثار التي خلفتها فيما يلي:

**أولا: أسباب الازمة المالية العالمية:** تعددت الاسباب و التفسيرات التي طرحها الخبراء الاقتصاديين فمنهم من يرى أن الازمة المالية العالمية أزمة بنظام و منهم من يرى أنها تعود الى سبب ديني بحت و هو الربا الذي تتعامل به البنوك و هناك من يرى أنها مؤامرة مدمرة و غيرها من التفسيرات الاخرى و فيما يلي أهم هذه الاسباب:

**أ: الرهون العقارية:** بدأت الازمة المالية العالمية لسنة 2008 في الولايات المتحدة الامريكية و اندلعت من القطاع العقاري نتيجة الغموض و انعدام الشفافية الذي يلف عمل النظام المصرفي عموما في الولايات المتحدة الامريكية، فضلا عن غياب الرقابة الحكومية الفدرالية في عملية ضخ القروض العقارية، و كانت بداية الازمة من بنك ليومان برادرز في امريكا فقد منح قروضا أكبر بكثير من الاصول التي يمتلكها و شجع المواطنين الامريكيين على الاقتراض بدون ضمانات لقروضهم و عندما حان وقت دفع أقساط القروض للبنك عجزت العائلات الامريكية عن السداد، و عجز البنك عن تسديد المسحوبات على الودائع لديه من قبل العملاء نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة بفعل ارتفاع معدلات التضخم في الولايات المتحدة خلال عامي 2005-2006 ، ففي عام 2006 حوالي 46% من القروض العقارية التي منحها البنوك الامريكية هي قروض فيها مخاطرة، أي قروض ممنوحة بضمانات غير كافية أو بدون ضمانات، فقد تسابقت البنوك الاستثمارية الامريكية على تقديم قروض فيها مخاطرة و قد استنفاد 75% من الامريكيين من الحصول على هذه القروض العقارية، بما تسبب في استنفاد الازمة عندما عجز المدينون من الافراد و المؤسسات على سداد الاقساط المستحقة مما أدى الى مشكلة نقص السيولة على مستوى الجهاز المصرفي و رغم أن نسبة غير القادرين على التسديد لا يتجاوز 8% و لكن حجم الاقتصاد العالمي كان له أثر سيئ على الاسواق المالية العالمية<sup>1</sup>، و هنا تجدر الإشارة الى أن قيمة العقارات انخفضت بشكل كبير لتتبع السوق العقاري و زيادة العرض على الطلب مما أدى تزايد حالات عدم السداد و بالتالي انفجار الازمة في سبتمبر 2008.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ضياء مجيد السوسي، الازمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2010، ص7ص8.

<sup>2</sup> مايح شبيب الشمري، الازمة الاقتصادية العالمية لراهنة ( الاسباب و الآثار و الدروس المستفادة ) مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد23، 2012، ص84.

**ب: جوانب الضعف في النظام الرأسمالي:** حيث أن كل نظام اقتصادي يقوم على ثلاث ركائز أساسية هامة وهي الركن الفلسفي أي الاحساس بالامان و الاستقرار أهداف النظام المالي و هي تحقيق الرفاهية و الشغل و التنمية البشرية و اعداد الانسان الصالح، اليات النظام و هي عبارة عن مجموعة من الوسائل و الادوات التي تحرك النظام و تسييره، بالنسبة الى الركن الفلسفي فقد افنقه النظام الرأسمالي أي افتقد الامان و لازمه الاحساس بالخطر الدائم و ذلك نتيجة لعدم ثقة الافراد بهذا النظام، و بالنسبة للاهداف أصبح هناك تفاوت واسع بين الاغنياء و الفقراء و أصبح هناك انسان جشع مملوءا بالحق و الغل أي طغيان المادة و الجشع في المجتمع الرأسمالي، أما بالنسبة لاليات النظام فان طائفة من مراقبي وول ستريت هي التي أصبحت تسيير هذا النظام، و بالتالي فان التراجع في هذه الركائز الاساسية بمجرد حدوث الازمة المالية العالمية يدل على أمر واحد لا غير و هو عدم وجود مبادئ أصلا.

**ج: الية توريق الديون:** يعد التوريق من أهم البداعات المالية التي أحدثت ثورة في أسواق المال العالمية في سبعينات القرن الماضي، و التي أتاحت للمؤسسات الاقتصادية و المالية على غرار البنوك امكانات جديدة لتوفير السيولة بتكاليف قليلة بالاضافة الى جزء من المخاطر التي تنقل كاهلها الى أطراف اخرى، غير أن الاستعمال المفرط لهذا النوع من الاوراق المالية من طرف البنوك من خلال توريق قروض الرهن العقاري، و ما نتج عنه من انتشار حملة السندات الدائنين و تضخم لقيمة الديون و ترتيب مديونيات متعددة على نفس العقار كان هو حجز الزاوية في حدوث الازمة المالية العالمية.

جدير بالذكر أن الية التوريق أدت الى امتداد اثار الازمة الى عدد كبير من البنوك و الشركات في الولايات المتحدة الامريكية و حول العالم، و بدأت الازمة تتحرك ككرة الثلج و تنتشر لتشمل معظم الشركات المالية العقارية و هنا بدأ الحديث عن أزمة مالية عالمية مصدرها الاقتصاد الامريكي و لكنها تتجاوز حدوده لتطال معظم دول العالم.

**د: ظهور و تنامي أدوات مالية جديدة للتعامل في البورصات أهمها المشتقات المالية:** ساعد انفتاح و اندماج الاسواق العالمية الدولية على توسع سوق المشتقات المالية من خيارات و مبادلات و مستقبليات، حيث شمل تسويق هذه المنتجات المسمومة معظم الاسواق مما سهل انتشار العدوى لدى بقية الدول الغربية و القارات مثل أوروبا و اسيا و كذا ما يعرف بالدول الناشئة مثل هونغ كونغ و سنغافورة و اندونيسيا وكوريا الجنوبية و الاسواق الخليجية و العربية، و للمشتقات المالية اثار مدمرة على الاقتصاد بسبب أن المخاوف في الاسواق المالية لا يطلب منه المغامرة في حدود ما يملكه من راس مال بل أن قواعد التعامل تسمح له بتغطية جزء يسير من مبلغ الصفقة و الباقي يتم شراؤه على الكشوف و هذا ما يزيد من حدة الازمة عند حدوثها، هذا بالاضافة الى افتقارها هذا النوع من المنتجات الى قواعد تعامل واضحة و ملزمة.<sup>1</sup>

و أثر هذه المشتقات على الازمة يظهر في أن التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل و نظرا لانهايار أسعار الاسهم و السندات الصادرة عن البنوك و الشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات و حدث زعر في الاسواق المالية نتيجة لتزاحم الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الاسواق انخفاضاً كبيراً أدى الى شلل هذه الاسواق، و من العجب أن أهم أهداف هذه المشتقات هو مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث في حين أن الازمة أظهرت عجزها عن حماية نفسها.

<sup>1</sup>روايح عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 39 ص 40

**ه: توسع نشاط المضاربات:** نتج عن توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية عن الأرباح العالية المحققة فيه ومن التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع، كل ذلك شجع المستثمرين على التوسع الكبير في الاستثمار في هذا القطاع، و أدى ذلك الى حصول فارق كبير بين أسعارها الحقيقية و السوقية، و عندما حصل تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب حدثت الازمة و التي سرعان ما انتقلت الى الأنشطة الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بيئية واسعة.

**و: غياب الشفافية و الوضوح في البيانات المالية و سوء الإدارة:** حيث أن غياب الشفافية أدى بشكل كبير في تحريك الازمة المالية العالمية بل انه أتى على قمة الاسباب التي أدت اليها، حيث انتشر الفساد بين طائفة المسؤولين التنفيذيين مما كانوا يشغلون و وظائف الإدارة العليا في الانظمة المصرفية و المؤسسات المالية سواء في الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها، و هكذا غابت الآليات الفعالة للرقابة عليهم مما جعلهم يتساهلون في ضخ قروض ائتمانية بمبالغ كبيرة دون تطلب معايير الامان الدولية في الاصول الضامنة لهذه القروض.

**ز: وكالات التصنيف الائتمانية:** قامت وكالات التصنيف الائتماني بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطيرة و التي تم شرائها من قبل بنوك كبيرة وقوية مثل مورغان ستانلي و ليان برانرز و المشكوك فيها تصنيفا مرتفعا "AAA"، و بذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءا من الازمة المالية العالمية لان ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر المعرضة لها، و بالتالي عند ظهور حالات العجز عن السداد، كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية المقدمة للقروض، لتنتقل العدوى بعد ذلك الى البنوك، هنا يظهر مشكل عدم تماثل المعلومات من خلال الشك في نوعية المنتجات المالية، خاصة المتعلقة بقروض الرهن العقاري الشئ الذي أدى الى انخفاض قيمتها و حتى اختفاء هذا السوق في حد ذاته.

و عليه فان التصنيف الخاطئ لوكالات التصنيف الائتمانية جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر المعرضة لها، مما جعلها تتضرر عند ظهور حالات العجز عن السداد، و نقلت بذلك هذه الصدمة الى العديد من البنوك و المؤسسات المالية حول العالم، وقد أدى هذا كله الى نقص سيولة الاسواق المالية نتيجة فقدان المتعاملين الثقة فيه، مما أحدث عمليات بيع كبيرة و سريعة لاسهم البنوك و الشركات العالمية المتعثرة، الامر الذي أفضى في نهاية المطاف الى انتشار الازمة عالميا.<sup>1</sup>

**ح: انعدام الرقابة و الاشراف الكافيين على المؤسسات المالية المتخصصة:** لقد غاب دور الجهات الرقابية عما يحدث في الاسواق المالية، اذ أن كل محافظ الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة وشركات تقييم الادوات المالية و القيادات التنفيذية للشركات العالمية كانوا على قناعة بتداولات الاسواق المالية، فقد كانت أغلب المؤسسات تعمل خارج الطريقة النظامية أي ما يسمى بالنشاط خارج الميزانية و البعيدة عن نطاق الرقابة، و كان النشاط الخارجي هذا يعادل (7/6) من مجمل النشاط المصرفي الأمريكي أي (7/1) فقط من هذا النشاط يقع تحت رقابة البنك المركزي، كما أن القيادات التنفيذية للشركات المالية لم يكونو مدركين لحقيقة المخاطر التي حملها الموظفون المختصون لشركاتهم بشكل صفقات في الادوات المالية المعقدة و المشتقة، فمن المعروف أن البنوك التجارية في معظم الدول تخضع للرقابة من طرف البنوك المركزية بصورة دقيقة، لكن هذه الرقابة تضعف أو تنعدم في مؤسسات مالية أخرى مثل بنوك

<sup>1</sup>روابع عبد الرحمن، مرجع سابق، ص41.

الاستثمار و سمسرة الرهون العقارية و كذلك الرقابة على المشتقات المالية و الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، الامر الذي شجع المستثمرين في الاقبال على الاوراق المالية مما أدى الى حدوث الازمة المالية الاخيرة.

**فغرينسبان** هو الذي اعتمد لانخفاضات المتوالية في أسعار الفائدة على الدولار عشية أحداث 11 سبتمبر و شجع على تزايد قروض الرهن العقاري بسعر فائدة متغير ليأتي مرة أخرى خلال الفترة 2004-2006 بستة زيادات متوالية في سعر الفائدة مما أدى مباشرة الى رفع عبء الديون على عملاء الرهن العقاري من الشعب الامريكي للدرجة التي أدت الى تعثرهم و الى تزايد حجم قروض الرهن العقاري لتصل محفظتي شركتي فاني ماي و فريدي ماك الى حوالي 4000 مليار دولار في عام 2005 و هذا فقط بتضخيم نتائج أعمالهما و الافصاح عن أرباح وهمية غير قابلة للتحويل حتى و لو أدى ذلك الى افلاسهما كما حدث بالفعل.

**ط: التحرر المالي و التطبيق الواسع للتكنولوجيا:** مما لا شك فيه أنه نتيجة للتطبيق الواسع لتكنولوجيا الحاسبات الالكترونية و الاتصالات في الاسواق المالية تمكنت هذه الاسواق من معالجة حجم كبير جدا من المعاملات المالية كما أدى استعمال التكنولوجيا المتطورة في أسواق المال الى توصيل التطورات على نحو أسرع و أوسع و الاستجابة بسرعة أكبر للمعلومات الجديدة و ابتكار أدوات و اجراءات تجارية و ربط الاسواق التي تقع في مناطق أمنية مخالفة، و كانت النتيجة أن ازدادت التدفقات داخل أسواق راس المال الدولية بسرعة تفوق كثيرا معدل نمو الدخل القومي الاسمي في البلدان الصناعية الرئيسية، كما زاد المعدل اليومي لتداول العملات الاجنبية في الاسواق الرئيسية (لندن، طوكيو، نيويورك) و كانت نتيجة التطور في تكنولوجيا الاتصالات أن ازداد التكامل العالمي للاسواق المالية و أصبح الاقتصاد العالمي محصورا في رقعة صغيرة أو كازينو كما أطلق عليها الاقتصادي الانجليزي كينتر، و قد أوضحت أحداث الازمة العالمية أن الاسواق المالية في العالم غدت شديدة التكامل.<sup>1</sup>

**ي: فصل الدين و القيم عن المعاملات المالية:** أصبح الدين هو الرفاهية الدهرية و ترتب على ذلك الشقاء و انتشار الفساد في مجال المعاملات كالرشورة و الغش و الاحتيال و الجشع و أكل أموال الناس بالباطل و هذا من مظاهر الازمة المالية العالمية، و قد تطرق الاقتصادي الفرنسي الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد ( موريس الي ) الى الازمة الهيكلية التي يشهدها الاقتصاد العالمي بقيادة الليبرالية المتوحشة معتبرا أن الوضع على حافة بركان و مهددا بالانهيار تحت وطأة الازمة المضاعفة (المديونية و البطالة) و اقترح للخروج من الازمة و اعادة التوازن شرطين هما:

- تعديل معدل الفائدة الى حدود الصفر.
- مراجعة معدل الضريبة الى ما يقارب 2%.

**ك: التجارة في الديون:** يرى علماء الصيرفة التقليدية أن البنوك التقليدية (الربوية) أن البنوك تقوم على نظام الاقتراض من المودعين بفائدة و اقراض العملاء بفائدة، أي تقوم على التجارة في الديون و هذا يقود من الناحية المصرفية الى خلق النقود و المعاملات و السيولة الوهمية و يكون ربح البنك هو الفرق بين سعري الفائدة، و معروف لدى جميع الاقتصاديين أن المال لا يلد مالا و لكن اذا استثمر استثمارا مباشرا و فعليا في حلبة المعاملات الاقتصادية فانه يساهم في النماء و ذلك خلال تفاعله مع عنصر

<sup>1</sup>روابع عبد الرحمان، مرجع سابق، ص42 ص43.

العمل، وعندما يحدث خلل في الدورة التجارية بالمديونية كأن يتخلف العملاء عن سداد القروض و فوائدها يختل نظام البنك و ينعكس اختلاله على المودعين و تظهر مشكلة السيولة و هذا من مظاهر و أسباب الازمة المالية العالمية، كما حدث في مجال العقارات و الاسواق المالية و شتان بين نظام يقوم على المتاجرة بالديون بفائدة و يقود الى الازمات المالية و نظام المشاركات و البيوع و المعاملات و الاستثمارات الفعلية الذي يحقق السيولة و التنمية و الربح و الاستقرار الاقتصادي الحقيقي.

**د: تقوم المعاملات مع المدينين على نظام الجدولة:** أي زيادة الدين و زيادة معدل الفائدة نظير زيادة الاجل، و هذا هو الربا بعينه، و قد نهى الرسول صلى الله عليه و سلم عن بيع الكالئ بالكالئ أي بيع الدين بالدين.<sup>1</sup>

**ثانيا: اثار الازمة المالية العالمية:** خلفت الازمة المالية العالمية العديد من الاثار الاقتصادية يمكن اجمالها فيما يلي:

**1: اثار الازمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي:** أثرت الازمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي بداية من القطاع المالي ثم انتقلت الى القطاع الحقيقي و فيما يلي هذه الاثار:

**أ القطاع المالي:** شهد القطاع المالي في الولايات المتحدة و من بعدها بقية دول العالم تداعيات هامة و خطيرة تفاوتت حدتها من دولة لاخرى، ففي بداية الازمة كان التأثير واضحا في الولايات المتحدة على القطاع المالي، حيث عانى عددا كبيرا من البنوك من نقص السيولة، و لم تتمكن كثير من شركات التأمين من دفع ما يستحق عليها و توقف عدد كبير من شركات التمويل العقاري عن العمل، هذه التداعيات كانت نتيجة ثورة الاتصالات و العمولة و التشابكات بين المؤسسات المالية داخل الدولة الواحدة و بين الدول بعضها و بعض، أما أسرع و أخطر التداعيات فكان من نصيب البورصات، فقد حدث انهيار في كافة بورصات العالم نتيجة انهيار أسعار الاوراق المالية بفعل اتجاه كثير من الافراد و مؤسسات الاعمال لتعديل محافظهم المالية و ذلك ببيع جزء مما يمتلكونه من أسهم و سندات بطريقة انية، و يلاحظ أن انهيار أسعار الاوراق المالية قد صاحبه كذلك انهيار في الاسعار في البورصات السلعية و ان كان بدرجة أقل نسبيا لان أسواق المال أكثر حساسية من البورصات السلعية .... و في تقديرنا أن انهيار أسعار الاسهم في البورصات في بداية الازمة لايرجع الى عوامل حقيقية أي انخفاض ربحية الاستثمارات و انتاجية عوامل الانتاج بقدر ما يرجع الى سلوك القطيع الي الهرولة نحو بيع الاسهم و السندات في البورصات.<sup>2</sup>

**ب: القطاع الحقيقي:** نتج عن الازمة المالية أزمة اقتصادية حيث بدا القطاع الحقيقي في التأثير كنتيجة حتمية لما حدث في القطاع المالي و تدل الارقام المنشورة على أن الاقتصاد العالمي قد دخل بالفعل في مرحلة الركود، حيث انخفضت معدلات النمو الاقتصادي في مختلف دول العالم و ان كان ذلك بدرجات متفاوتة من دولة لاخرى، و يتوالى الاقتصاد الحقيقي بالتتابع التالي:<sup>3</sup>

- نقص السيولة لدى الافراد و المؤسسات.

<sup>1</sup>روايح عبد الرحمان، مرجع سابق، ص43 ص44.

<sup>2</sup>يوسف حسن يوسف، الازمة العالمية من منظور القانون الدولي، الطبعة الاولى، المركز القومي للاصدارات القانونية القاهرة، 2011، ص83 ص84.

<sup>3</sup>يوسف حسن يوسف، المرجع السابق، ص84 ص85.

- نقص الطلب على السلع و الخدمات.
- تخفيض الانتاج.
- نقص الطلب على المواد الخان.
- الاستغناء عن جزء من العمالة.
- نقص جديد في الطلب على السلع و الخدمات.

و اذا أدخلنا المعاملات التجارة الدولية في الاعتبار فلا بد أن نشير الى نقص الواردات بسبب نقص السيولة و من ثم نقص وجه العملة الاخر للواردات و هو الصادرات.

**2: اثار الازمة العالمية على التجارة العالمية:** خلفت الازمة المالية اثارا على التجارة العالمية من أهمها:

- أدت الازمة العالمية لعام 2008 الى حدوث انكماش غير مسبوق في الناتج و التجارة العالميين، فقد سجل الناتج المحلي انكماشاً تجاوز 6% في الرابع من عام 2008 و الربع الاول من عام 2009، و مع تفاقم صعوبة الحصول على رأس المال حدث هبوط حاد في انتاج السلع الصناعية و في التجارة العالمية بهذه السلع، اذا انخفض مستوى الانتاج الصناعي في البلدان المتقدمة بحوالي 15% عام 2008 في حين انخفض في الدول النامية بنحو 10%<sup>1</sup>.
- انخفض سعر النفط من حوالي 150 دولار للبرميل الى حوالي 77 دولار، و ذلك بانخفاض بلغت نسبته حوالي 50%، كما خسرت البلدان التي تملك صناديق سيادية ومنها دول الخليج التي تستثمر في أمريكا و أوروبا.
- ووفقا لتقديرات البنك الدولي، فان الاقتصاد العالمي ينكمش بنسبة 2.1% في عام 2009 و هو انخفاض غير مسبوق منذ عام 1945، و قد بلغ الانكماش الاقتصادي 4.7% ما بين الربع الاول من عام 2008 و الربع الثاني من عام 2009، كما انخفضت السلع و الخدمات بنسبة 12% في عام 2009.<sup>2</sup>

**3: اثار الازمة المالية العالمية على دول الاتحاد الاوروبي:** خلفت أزمة الرهن العقاري العديد من الاثار على اقتصاديات دول الاتحاد الاوروبي يمكن اجمال أهم هذه الاثار من خلال المؤشرات الاقتصادية التالية:

**أ: معدلات التضخم في دول الاتحاد الاوروبي:** ارتفعت معدلات التضخم في كل من منطقتي الاتحاد الاوروبي و منطقة اليورو خلا سنة 2008، و ذلك اثر تداعيات الازمة العالمية و لارتباط الاقتصاد الاوروبي باقتصاد الولايات المتحدة الامريكية من خلال قنوات تدويل الازمة خصوصا منها قناة سوق النقد أو " الارتباط الدولارى " ، و هو ما انعكس سلبا على المستوى العام للأسعار و من ثم الاستهلاك و رفاهية الافراد في الاتحاد بصفة عامة، و هو ما يؤدي تدريجيا لانخفاض معدلات النمو في كل من المنطقتين.

<sup>1</sup>نبيل جعفر عبد الرضا، يوسف علي عبد الاسدي، أزمة العولمة أم عولمة الازمة، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 8، العدد 31، كلية الادارة و الاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، 2012، ص40.

<sup>2</sup>روابع عبد الرحمان، المرجع السابق، ص45.

**ب: التجارة الخارجية بين دول الاتحاد الاوروبي و الولايات المتحدة:** يشكل الاتحاد الاوروبي و الولايات المتحدة أكبر اقتصادين في العالم و يشكلان مع ما يقرب نصف الاقتصاد العالمي و لهما أكبر تجارة ثنائية و استثمار بياني، فتدفقات التجارة و الاستثمار تبلغ نحو مليار دولار في اليوم و يمثلان معا 40% من التجارة العالمية، و هذين الاقتصاديين مرتبطين الى درجة عالية، فما يقرب من ربع مجموع التجارة بينهما تمثل معاملات الشركات المستثمرة على جانبي المحيط، و قد حققت الولايات المتحدة لعدة سنوات فائضا تجاريا مع الاتحاد الاوروبي بدأ سنة 1993 ثم ما لبث أن تحول الى عجز تجاري متزايد (73.2 بليون دولار سنة 2009)، نظرا لتزايد تشابك العلاقات التجارية بينهما، فقد أصبح الاتحاد الاوروبي أكثر شريك تجاري للولايات المتحدة سنة 2009 ، اذ استأثر ب: 220.6 مليار دولار من اجمالي صادرات الولايات المتحدة (20.8%) و 181.8 مليار دولار من مجموع واردات الولايات المتحدة (18.1%)، كما أن صادرات الاتحاد الاوروبي الى الولايات المتحدة تمثل 18.3% من اجمال الصادرات الى البلدان غير الاعضاء في الاتحاد الاوروبي، في حين أن واردات الاتحاد الاوروبي من الولايات المتحدة شكلت 12.9% من اجمالي واردات الاتحاد الاوروبي من البلدان غير الاعضاء، و قد انخفضت مستويات التجارة الخارجية للاتحاد الاوروبي، و لا تزال جراء أزمة الرهن العقاري لتكون أكثر وضوحا من الانكماش في الناتج المحلي الاجمالي، و ان كان بمعدل منخفض من معدل نمو النصف الثاني من سنة 2008، و الانخفاض في الواردات عموما قليل مقارنة بالانخفاض الذي شهدته الصادرات خلال النصف الثاني من سنة 2009.<sup>1</sup>

**ج: معدلات الادخار و الاستثمار العائلي في الاتحاد الاوروبي:** أثبتت التجربة أن البلدان التي تعتمد بشدة على التمويل الخارجي لميزانيات القطاع الخاص أكثر عرضة للانتكاسات المفاجئة في تدفقات رأس المال الاجنبي، و يجب أن نتوقع أن أكثر بلد يعتمد على التمويل الخارجي سيكون تأثر الإزمات المالية في اداء نموه أكبر، و بالعودة للاتحاد الاوروبي نجد أن معدل الاستثمار في الاعمال التجارية قد كان في الربع الاول من سنة 2009، بين 21.7% و 21.8% على التوالي في كل من منطقة اليورو (EA16) و الاتحاد الاوروبي (EU27)، و استمر معدل ادخار الاسر في الزيادة و معدل الاستثمارات العائلية في الانخفاض في كل المناطق، و انخفضت معدلات الاستثمار في الاعمال التجارية، في حين كان المعدل الاجمالي لادخار الاسر 13.8% في EU27 مقارنة مع 12.3% في الربع الرابع من سنة 2008 في منطقة اليورو، و كانت هذه أعلى معدلات سجلت منذ بداية هذه السلسلة من الربع الاول من سنة 1999، اما الربع الاول من سنة 2009 فقد كان معدل الاستثمار الاجمالي للاسر المعيشية 8.6% مقارنة مع 8.8% في الربع الرابع من سنة 2008 في منطقة اليورو، كما كان معدل الاستثمار المنزلي بنسبة 9.3% و هي أدنى نسبة تسجل منذ بدء هذه السلسلة في الربع الاول من سنة 1999، مقارنة مع 9.8% في الربع السابق، أما معدل الاستثمار الاجمالي للشركات غير المالية فقد كان 21.8% في الربع الاول من سنة 2009، مقارنة مع 22.8% في الربع الرابع من سنة 2008 في منطقة اليورو.

هذا و قد وصلت معدلات الادخار و معدلات الاستثمار المنزلية الانخفاض في الربع الثاني من عام 2009 في كل من منطقتي الاتحاد (EA16) و (EU27)، حيث كان اجمالي ادخار الاسر 14.4% في (EU27) مقارنة مع 13.5% في الربع الاول من سنة 2009 في منطقة اليورو، كما بلغ معدل الاستثمار الاجمالي للاسر المعيشية في (EU27) 8.2% و معدل الاستثمار المنزلي 9%، أما في الربع

<sup>1</sup>روابع عبد الرحمان، المرجع السابق، ص46 ص47.

الثالث من سنة 2009 فقد انخفض معدل ادخار الاسر للمرة الاولى منذ الربع الاول من سنة 2008 فقد بلغ 13.7% في الاتحاد الاوروبي (EU27) مقارنة ب 14.2% في الربع الثاني من سنة 2009 في منطقة اليورو.

**4: اثار الازمة المالية العالمية على أسعار الصرف العالمية:** حيث كان لعقود الخيارات دور كبير في اضطراب أسعار الصرف في الاسواق الدولية و في تدهور قيمة العملات لبعض الدول، و هو ما أدى الى ارتفاع أسعار السلع الاستراتيجية مثل النفط و السلع الغذائية خاصة القمح و السكر و أسعار السلع الصناعية مثل الحديد و الاسمنت و أسعار الذهب، بل أن أسعار النفط وصلت في بداية شهر سبتمبر الى 147 دولار وهو أعلى سعر وصلت اليه أسعار هذه المادة في التاريخ.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: الآليات المطبقة للخروج من الازمة المالية العالمية

كشفت الازمة المالية العالمية عن عجز النظام الاقتصادي الرأسمالي الذي ينادي دائما بالحرية المطلقة و تعالت بذلك الاصوات المنادية بوضع الاسس الكفيلة بقيام نظام اقتصادي عالمي جديد للخروج من النفق أو مواجهة و احتواء الاثار التي خلفتها تداعيات تلك الازمة العالمية التي جعلت بالاقتصاد الامريكي أو القطب الواحد يبحث عن قارب للنجاة يستصرخ بحثا عن حلول عاجلة لمواجهة و فيما يلي أهم خطط الانقاذ المطبقة:

**أولاً: خطة الانقاذ الامريكية:** اعتبر خبراء اقتصاديون و ماليون خطة انقاذ الولايات المتحدة من الازمة المالية الطاحنة بأنها أكثر الخطوات التي اتخذتها الحكومة شمولاً لصالح أسواق المال في البلاد منذ الكساد العظيم و ربما على التاريخ، و رأت صحيفة نيويورك تايمز أن الحكومة الامريكية خطت بذلك خطوة بالغة الاهمية حولت بموجبها مركز النفوذ الاقتصادي من وول ستريت في نيويورك الى واشنطن، وقالت ان خطة الحكومة الزامية لدعم البنوك كبيرها و صغيرها مع حزمة اجراءات الانقاذ الاخيرة الى جانب ضمانات بكفالة القروض التجارية و أسواق المال و عمليات الاقراض بين البنوك تعد الاشمل من نوعها منذ الكساد العظيم و ربما في أي وقت مضى بحسب الخبراء<sup>2</sup>، وتتضمن الخطة العديد من النقاط يمكن اجمال أهمها فيما يلي:<sup>3</sup>

- 1- السماح للحكومة بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري.
- 2- يتم تطبيق الخطة على مراحل باعطاء الخزينة امكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل الى 250 مليار دولار في مرحلة أولى مع احتمال رفع هذا المبلغ الى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس و يملك أعضاء الكونغرس حق النقض " الفيتو " على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه 700 مليار دولار.

<sup>1</sup> روايح عبد الرحمان، المرجع السابق، ص 47 ص 48.

<sup>2</sup> خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، الازمة المالية الدولية و انعكاسها على أسواق المال و الاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الاوسط، عمان، الاردن، 2009، ص 108.

<sup>3</sup> منية خليفة، المهدي ناصر، الاساليب المنتهجة لمواجهة الازمة العالمية الالهنة دولياً و عربياً، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الازمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر 26-27 فيفري 2012، ص 3.

- 3- تساهم الدولة في رؤوس الاموال و ارباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة مما يسمح بتحقيق ارباح اذا تحسنت ظروف الاسواق.
- 4- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات و المصارف المركزية لدول اخرى بوضع خطط مماثلة.
- 5- وضع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار الى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.
- 6- منح اعفاءات ضريبية بقيمة 100 مليار دولار للطبقة الوسطى و الشركات.
- 7- تعيين مفتش عام مستقل لمتابعة قرارات وزير الخزانة.
- 8- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة.
- 9- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على حضوره في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الاصول و التدقيق في الحسابات.
- 10- اتخاذ اجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات
- 11- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها و تحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية ب: 500 ألف دولار.

**ثانيا: قمة دول منطقة اليورو لمواجهة أزمة الرهن العقاري:** عقدت تلك القمة في باريس بتاريخ 2008/10/12 حيث أبدت دول منطقة اليورو استعدادها لضمان عمليات اعادة تمويل البنوك حتى نهاية 2009 مؤكدة أنه بوسعها التدخل بعدة وسائل لدعم جميع المصارف من خلال تقديم ضمانات أو تأمينات أو تدابير مماثلة، و جاء في البيان الصادر عن تلك القمة أنه سيكون في وسع حكومات الدول المتعاملة باليورو أن تبادل أسهم مشكوك فيها مقابل سندات رسمية و أن هذا الاجراء سيبقى ساريا حتى 31 ديسمبر 2009، و تطبيقا لخطة العمل التي تبنتها القمة الاوروبية لمنطقة اليورو أعلنت خطة الانقاذ الالمانية عن 470 مليار يورو لما يعادل 645 مليار دولار، و تشمل ضمانات بقيمة 400 مليار يورو و مشاركة في اعادة هيكلة رؤوس أموال البنوك بقيمة 70 مليار يورو، و أعلنت فرنسا خطة انقاذ بلغت حوالي 417 مليار دولار و ذلك في اطار التدابير التي اعتمدها مجموعة اليورو، من جانب اخر لوحظ على منطقة اليورو الاوروبية أنها أفرت ما يسمى بالتأميم الجزئي كأحد السبل الضرورية و المؤقتة لعلاج الازمة و تداعياتها من خلال ما يسمى برنامج شراء الاصول لحين تستقر الاوضاع المصرفية و اوضاع الشركات.

**ثالثا: خطة الدول السبعة الصناعية لمواجهة أزمة الرهن العقاري:** وضعت مجموعة الدول الصناعية السبعة الكبرى خطة تحرك لمواجهة الازمة المالية العالمية و اعهد أعضائها بمنع افلاس المصارف الكبرى و اتفقت القمة على مواصلة العمل من اجل استقرار الاسواق المالية و اعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي، و اتخاذ جميع الاجراءات الضرورية لتحريك القروض و الاسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة، و تتألف هذه الخطة من النقاط التالية:

- 1- اتخاذ اجراءات حاسمة و استعمال جميع الوسائل لدعم المؤسسات الكبرى و منع افلاسها.
- 2- اتخاذ كل الاجراءات الضرورية لتحريك القروض و الاسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة و رؤوس الاموال.
- 3- استعادة ثقة المودعين من خلال تامين و دائعهم عن طريق ضمانات قوية و متماسكة من قبل السلطات العامة لاستعادة ثقة المودعين في سلامة ودائعهم.

4- القيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن العقاري الذي كان سببا في الازمة المالية العالمية.<sup>1</sup>

**رابعاً: قمة العشرين:** اجتمعت مجموعة العشرين مرتين بعد انفجار الازمة العالمية و ذلك للبحث في جوانب الازمة و فيما يلي هاتين القمتين:

### **1: القمة الاولى لمجموعة العشرين:**

عقدت هذه القمة في واشنطن في 15 نوفمبر 2008 و أهم المقترحات التي تمت دراستها ما يلي:

- أ- دعت الصين الى اعادة النظر في النظام الرأسمالي برمته عن طريق ادماج الدول الناشئة في وضع السياسات العالمية المتعلقة بالصرف و التمويل و الاستثمار.
- ب- انقاذ عدد من الشركات الكبرى من الافلاس حيث قام مجلس الشيوخ الامريكي بدراسة مساعدة قدرت بـ: 25 مليار دولار لانقاذ سوق السيارات.
- ت- خروج المشاركين في القمة بتوصيات تشمل طرق التعاون بين البنوك العالمية الكبرى و صندوق النقد الدولي و كذا البنك الدولي.
- ث- امكانية العودة الى النظام القديم لتحديد قيمة العملات اي اعتماد قيمة الذهب لا قيمة الدولار.
- ج- رفع سقف ضمان الودائع لتجديد الثقة في نظام الائتمان الرأسمالي.
- ح- دعوة الصناديق السيادية في الدول النفطية الى اقراض البنوك الاسلامية و الاستثمار في سندات حكومية.
- خ- الضغط على دول اوبيك كي تعدل من سياسة الانتاج من النفط و خاصة السعودية التي شاركت في قمة العشرين<sup>2</sup>.

**2: القمة الثانية لمجموعة العشرين:** عقدت مجموعة العشرين قمتها الثانية في لندن في 12 أبريل 2009 و من أهم ما جاء فيها نذكر:<sup>3</sup>

- أ- زيادة موارد صندوق النقد الدولي و مساعدة الدول الاكثر فقرا في العالم.
- ب- تشديد اليات الرقابة على عمل البنوك و المؤسسات وفق آليات عابرة للحدود وإخضاع المكافآت المدفوعة لمسؤولي البنوك لرقابة أكثر تشددا
- ت- استخدام مجلس خاص بالاستقرار المالي، للعمل مع صندوق النقد الدولي بما يضمن التعاون عبر الحدود.
- ث- فرض إجراءات تنظيم دقيقة خاصة بتسيير صناديق التوفير ووكالات التصنيف الائتمانية العالمية.
- ج- المسارعة الى العمل على تطهير البنوك من الديون المعدومة ( الاوراق المالية التي تملكها البنوك و المؤسسات المصرفية).
- ح- تخصيص 250 مليار دولار لتمويل التجارة العالمية على مدى عامين بهدف زيادة حجم التجارة الدولية.

<sup>1</sup>رواجع عبد الرحمان، المرجع السابق، ص59 ص60.

<sup>2</sup>علة مراد، مرجع سابق، ص83 ص84.

<sup>3</sup>رواجع عبد الرحمان، المرجع السابق، ص60 ص61.

خ- تخصيص 50 مليار دولار لمساعدة البلدان الأكثر فقرا في العالم.

### خامسا: الاجراءات المتخذة من طرف دول مجلس التعاون الخليجي لمواجهة أزمة الرهن العقاري:

قامت العديد من الدول الخليجية باتخاذ مجموعة من الاجراءات لمواجهة تداعيات الازمة العالمية يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

**1: الكويت:** لاجل التخفيف من حدة التوترات في الاسواق المالية قامت الدولة بضخ مليار دينار كسيولة في الاسواق، و عرض البنك المركزي أموالا لليلة واحدة و لاسبوع و لشهر قصد توفير السيولة للبنوك خاصة بعد هبوط أسعار البورصة في الفترة الاخيرة.

**2: الامارات:** منح المصرف المركزي الاماراتي قروض قصيرة بقيمة 50 مليار درهم، أي ما يعادل 13.61 مليار دولار و خصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية، و من جهة أخرى و لتدعيم حجم السيولة النقدية في البنوك قام بإعادة شراء كل شهادات الايداع التي تبقى عن مدتها 14 يوما، و ألغى بصفة مؤقتة الايام الست للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية قصد اتاحة السيولة للبنوك في الاجل القصير خاصة بعد أن أعلن بنك دبي الوطني تقليل القروض الكبيرة و خطط السداد.

**3: قطر:** بغية تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية بالدوحة، قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرج في السوق لتعزيز ثقة الجمهور في الملاءة المالية للبنوك و تم تدعيم ذلك بشراء أسهم محلية لدعم أسهم البورصة خاصة بعد الانخفاضات المتتالية التي عرفتها البورصة و عزوف جماعي لمستثمرين إلى جانب ذلك قامت بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية، و هو إجراء اتخذته معظم دول مجلس التعاون الخليجي للتقليل من تكلفة تمويل البنوك.

**السعودية:** أعلن البنك المركزي السعودي عن توفير أي سيولة نقدية تحتاجها البنوك، و منحها خيار اقراض ما قيمته 75% من الأوراق المالية الحكومية التي تبلغ قيمتها 200 مليار ريال ما يعادل 53.1 مليار دولار، كما قرر البنك المركزي خفض معدلات الفائدة بنصف نقطة لتصبح 5%، و كذلك معدل الاحتياطي الاجباري الذي ينبغي على البنوك التجارية المحافظة عليه مقارنة بودائعها من 5%-10% .

و نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية على دول مجلس التعاون الخليجي و تضرر عملاتها، أدركت هذه الدول أن ربط عملاتها بالدولار لم يعد مناسباً في ظل انخفاض حاد في أسعار البترول و أسعار الأسهم، و هو ما دعى إلى عقد اجتماع مقرر يومي 29-30 ديسمبر 2008 للاتفاق على " وحدة نقدية موحدة " .

**سادسا: موقف صندوق النقد الدولي و البنك الدولي من الأزمة المالية العالمية:** تبنى صندوق النقد الدولي الإجراءات التي تقدمت بها مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى لمواجهة الأزمة المالية العالمية وسط تحذير من أن النظام المالي العالمي على وشك الانهيار ما لم يتم وضع خطط عاجلة لاحتواء هذه الأزمة، و خرج اجتماع أعضاء صندوق النقد الدولي الذي عقد في واشنطن بالإجماع على

<sup>1</sup> محمد ابراهيم خيرى الوكيل، الازمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور إسلامي، الطبعة الاولى، مكتبة القانون و الاقتصاد، السعودية، 2014، ص 227 ص 228.

ضرورة دعم خطة التحرك التي تقدمت بها مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى للمواجهة الأزمة العالمية و التي تدعو الى توفير كل الوسائل و الامكانيات لدعم البنوك الكبرى للحلولة دون انهيارها و العمل على استعادة الثقة في الاسواق العالمية، و حذر صندوق النقد الدولي من أن النظام المالي العالمي على وشك الانهيار إذا لم يتم التحرك بسرعة لوقف الاعصار المالي العالمي<sup>1</sup>، و في صورة قائمة رسمها البنك الدولي و صندوق النقد الدولي في الدول الفقيرة حينما أعلننا في بيان مشترك إثر اجتماع في واشنطن خلال شهر أبريل 2009 أن الأزمة الاقتصادية العالمية تحولت إلى كارثة إنسانية و إلى نكبة في الدول النامية وجاء في البيان أن الاقتصاد العالمي تدهور بشكل كبير منذ إجتماع المنظمين الأخير، مما ينبئ بنتائج خطيرة خاصة في الدول النامية، و أشار البيان إلى أن أكثر من 50 مليون شخص يعانون من فقر مدقع خصوصا من النساء و الاطفال بسبب الأزمة مشددا على ضرورة العمل من أجل تخفيف تأثيرها على الدول النامية و تسهيل مساهمة هذه الدول في النهوض المالي.<sup>2</sup>

و تجدر الاشارة إلى أن صندوق النقد الدولي قد اصطلح بدور قيادي في مساعدة بلدانه الأعضاء على التصدي للتحديات المباشرة التي فرضتها الأزمة و العمل على إرسال نظام مالي عالمي أكثر قوة، و لمعالجة هذه التحديات تركزت جهود الصندوق على:<sup>3</sup>

- 1- تقديم المشورة بشأن السياسات و الدعم المالي في الوقت المناسب للبلدان الأعضاء على نحو يلبي احتياجاتها.
- 2- تحليل المصدر الذي نشأ عنه الخطأ بغية تقوية النظام المالي لمواجهة تكرار أي من هذه الأزمات في المستقبل.
- 3- وضع اللبنة الأساسية لإنشاء بنية مالي جديد، و في نفس الوقت أدت الأزمة إلى تسريع وتيرة بعض عناصر برنامج عمل الصندوق و إعادة توجيه موارده نحو المجالات التالية:

أ – استيفاء أولويات الرقابة.

ب – إصلاح إطار الاقراض المعتمد لدى الصندوق.

ج – دعم البلدان منخفضة الدخل.

د – زيادة أنشطة الصندوق في مجال بناء القدرات.

هـ – إصلاح نظام الحوكمة المؤسسية في الصندوق و زيادة موارد الصندوق المتاحة.

4- تعزيز أطر المساءلة و الشفافية الداخلية، و تنشيط دور الموارد البشرية في المؤسسة الدولية.

5- توفير الحماية لموارد الصندوق و عملياته الأخرى، فضلا على وضع الصندوق على مسار مالي أكثر صلابة.

و تجدر الاشارة إلى أن إصلاح نظام الاقراض الحالي من قبل صندوق النقد الدولي يقوم على ما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الازمات الدولية المالية و الاقتصادية، دار جليس الزمان للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2010، ص162.

<sup>2</sup> محمد سعي دمحي، دور الدولة في حل الازمة المالية العالمية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2010، ص207.

<sup>3</sup> رواج عبد الرحمان، المرجع السابق، ص62 ص63.

أ - **تحديث الشريطة:** يسعى صندوق النقد الدولي في إطار برنامج الإصلاح إلى تحديث قائم على خلق نوع من الملائمة بين شروطه المرتبطة بالاقتراض و درجة القوة التي تميز سياسات البلدان الأعضاء و أساسياتها الاقتصادية، و ذلك بالاعتماد على معايير الأهلية التي تحدد سابقا ( الشريطة المسبقة ) و ليس على أساس الشريطة التقليدية ( اللاحقة )، على أن تتم عملية مراقبة تنفيذ السياسات الهيكلية في البرامج المدعومة بموارد الصندوق في إطار مراجعة البرامج بدلا من مراقبتها بإستخدام معايير الأداء الهيكلية.

ب - **استحداث خط الائتمان المرن:** عبارة عن قرض حديث مزدوج الاستخدام، قابل للتجديد دون قيود، تستفيد منه الدول التي أثبتت مستوى قوي في تنفيذ السياسات الاقتصادية، لتلبية الاحتياجات الطارئة (أساسي و قائي ) و احتياجات ميزان المدفوعات الفعلية، دون الالتزام بتحقيق أهداف معينة في مجال السياسات الاقتصادية على أن تلتزم بالتسديد في آجال تمتد من 3.25 سنة إلى 5 سنوات نظرا لتوفره على معايير الأهلية.

ج - **دعم اتفاق الاستعداد الائتماني:** تتيح هذه الإصلاحات قدرا من المرونة في إقراض البلدان التي قد لا تكون مؤهلة للاستفادة من خط الائتمان المرن و تحتاج إلى تأمين وضعها، و لهذا يمكنها أن تعتمد على الاتفاقات الوقائية للاستعداد الائتماني عالي الموارد في عملة الاقراض، و على غرار الائتمان المرن تراعي الاتفاقات الوقائية ظروف كل بلد على حدة، كما تحقق قدرا أكبر من المرونة عن طريق السماح بتركيز صرف القرض في البلدان و الحد من كثرة المراجعات وعمليات الشراء حيثما كان هناك مبرر كاف من قوة السياسات المتبعة في البلد المعني و طبيعة مشكلة ميزان المدفوعات التي يواجهها.

د - **مضاعفة حدود الاستفادة من القروض:** يجري العمل على مضاعفة حدود استفادة البلدان الأعضاء من القروض التي تقدم بشروط غير ميسرة، حيث تبلغ الحدود القصوى الجديدة للاستفادة من موارد الصندوق 200% من حصة العضوية على أساس سنوي و 600% منها على أساس تراكمي، و يهدف رفع الحدود على هذا النحو إلى طمأنة البلدان إلى كفاية موارد الصندوق المتاحة لتلبية احتياجاتها التمويلية.

هذا وفيما يخص إعادة النظر في كيفية إدارة المخاطر النظامية فقد أشارت الدراسات التحليلية لصندوق النقد الدولي حول أسباب الأزمة المالية العالمية إلى التوسع الهائل للمظام المالي في السنوات الأخيرة و ظهور الكثير من الأدوات المالية التي كان يعتقد أنها تحقق مكاسب كبيرة من درجة مخاطر قليلة، و أن الأزمة ما هي إلا نتيجة لتراكم مجموعة من الاختلالات يمكن إيجازها في النقاط التالية:

أ - **عدم قدرة هيئات التنظيم المالي على إكتشاف و رصد المخاطر الناتجة عن الابتكارات المالية،** حيث عجز الانطباط السوقي و العمل التنظيمي على احتواء المخاطر الناتجة عن سرعة ابتكار و زيادة الرفع المالي التي شهدتها العقود السابقة.

ب - **ضعف مستوى التعاون المالي الدولي ( بين المؤسسات المالية الدولية )** الذي كان سببا في إضعاف القدرة على رصد نقاط الضعف المتزايدة و الروابط القائمة عبر الحدود.

ج - **إهمال و إغفال صانعي السياسات لحجم كبير من الاختلالات الاقتصادية الكلية المتنامية التي تتسبب في تراكم المخاطر النظامية في النظام المالي و في سوق العقارات،** فقد ركزت معظم البنوك

<sup>1</sup>روابع عبد الرحمن، المرجع السابق، ص63.

المركزية على معالجة التضخم دون التركيز على المخاطر الناتجة عن ارتفاع أسعار الاصول ( خاصة العقارية )، و أعطت الاجهزة الرقابية المالية أولوية للقطاع البنكي الرسمي و أهملت مخاطر القطاع المالي غير الرسمي.

إضافة إلى كل هذا فقد قام صندوق النقد الدولي بإعادة تخصيص حقوق السحب الخاصة بعد اجتماع قمة العشرين بمدينة لندن في أبريل 2009، و التي اعتمدت خطة دعم قيمتها 1.1 ترليون دولار من أجل معالجة الأزمة المالية العالمية، وافق المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي في 7 أوت 2009 على تخصيص وحدات حقوق السحب الخاصة للبلدان الاعضاء بقيمة 250 مليار دولار بهدف صخ السبولة في النظام الاقتصادي العالمي من خلال تعزيز احتياطات هذه البلدان من النقد الاجنبي، حيث ستحصل الدول النامية على ما يعادل 100 مليار دولار منها أكثر من 18 مليار دولار للدول منخفضة الدخل ابتداء من 28 أوت 2009 بعد أن يحظى القرار بمصادقة الأغلبية 85% من الاصوات.

و تسمح عمليات التخصيص للدول الأعضاء ببيع مخصصاتها كلياً أو جزئياً إلى دول أخرى بالعملة الصعبة لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات، أو شراء المزيد من حقوق السحب الخاصة كوسيلة لإعادة توزيع احتياطاتها، و تجدر الإشارة إلى أن عملية التخصيص هذه تتم بالتناسب مع حصص العضوية لكل بلد، و أنها تسمح بتزويد كل بلد من حقوق السحب الخاصة بحوالي 74% من حصته، مما يؤدي إلى زيادة مخصصات الدول الأعضاء من حوالي 33 مليار دولار ( 21.4 مليار وحدة حقوق السحب الخاصة ) إلى ما يعادل 283 مليار دولار أمريكي، و يعتبر البعض أن عملية التوزيع هذه تتسم بالدقة و التكافؤ لأنها تسمح بأن تستفيد منها الدول المنظمة للصندوق بعد عام 1981 و التي تشكل أكثر من خمس الأعضاء الحاليين للصندوق، كما أنها تجسد مثالا للتعاون الدولي لمواجهة الأزمة.<sup>1</sup>

**سابعاً: الأزمة العالمية و كيفية علاجها من منظور الاقتصاد الإسلامي:** يقوم النظام المالي و الاقتصادي الاسلامي و كذلك مؤسساته المالية على مجموعة من القواعد التي تحقق له الأمن و الأمان و الاستقرار و تقليل المخاطر و ذلك بالمقارنة مع النظم الوضعية التي تقوم على نظام الفائدة و المشتقات المالية و من أهم هذه القواعد نذكر ما يلي:

**1 - تحريم الفوائد الربوية و المعاملات المبنية على الربا:** ينطلق أهم انتقاد إسلامي للفائدة من التعريف الفقهي للمبادلة، فحتى تكون مبادلة نقود أو سلع مشروعاً يجب ألا يحصل أي من الطرفين على منفعة بدون أن يدفع عوضاً ملائماً عنها، و عليه يعد الربح في مبادلة السلع بالنقود مشروعاً، لان الزيادة هنا مقابل الخدمة ( مثل النقل أو التخزين أو تحمل المخاطر )، أما مبادلة نقد بنقد فهي ليست مشروعاً الا إذا انتفى منها الربا لأن العوض المكافئ لمبلغ نقدي هو بالضبط المبلغ نفسه<sup>2</sup>، فالتعامل بالفوائد الربوية يعد الوقود الذي يحرك كل عمليات التوريد الغربية، إذ لولاها ما اكتتب مستثمر في صكوك توريق للديون النقدية فقد أجمع فقهاء المسلمين على حرمة هذه الصيغة من صيغ التعامب لمل فيها من ظلم و إستغلال لطرف على حساب طرف آخر، فالاسلام أخضع صيغ الاستثمار لتشريعات تضبط المستثمر في سلوكه مع ماله و مع نفسه و مع المجتمع الذي يعيش فيه ليسير في إطار العقيدة، فالتشريع الاسلامي مبني على الموازنة بين مصلحة طرفي التبادل في العملية الاقتصادية بما يحقق عدالة توزيع الدخول و توظيفها،

<sup>1</sup>رواجع عبد الرحمان، المرجع السابق، ص63 ص64.

<sup>2</sup>بول ميلز، جون برسلي، التمويل الاسلامي النظرية و التطبيق، كرسي سابك لدراسة الاسواق المالية العالمية، جامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية، 2014، السعودية، ص30.

فرأس المال في الاسلام لا ينمو بنفسه لأن النقود لا تلد نقودا و إنما لابد أن يقطع الانتاج دورة النقود، بمعنى أنه ينمو بإضهار العمل الانساني فيه و اختلاط الجهد البشري معه و بناء على هذه المفاهيم يرفض الاقتصاد الاسلامي أن تكون الفائدة هي عائد رأس المال كما هو الحال في الاقتصاد الوضعي<sup>1</sup> و ما يؤكد هذا قوله تعالى: { الذين يأكلون الربا لا يقومون الا كما يقوم الذي يتخبطه الشيطان من المس ذلك بأنهم قالو إنما البيع مثل الربا و أحل الله البيع و حرم الربا فمن جاءه موعظة من ربه فانتهى فله ما سلف و أمره إلى الله و من عاد فالتك أصحاب النار هم فيها خالدون }<sup>2</sup>.

**2 - الالتزام بالقيم و الاخلاق في كل المعاملات في الاسواق المالية:** و التي تعد هي الموجه لأفعال و تصرفات المسلمين في كل معاملاتهم و كافة شؤون حياتهم، و تمثل الاطار السلوكي الذي يمنع حدوث عمليات التدليس أو الكذب أو خلق الاشاعات، و هذه القيم تبدأ بالقيم الايمانية التي تحت على إستشعار الخوف من الله و عقابه و الطمع برضاه و جنته، ثم القيم الأخلاقية التي تحت على الصدق و الأمانة و الاخلاص و العفو و التسامح و الوسطية 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 الابداع.<sup>3</sup>

**3 - تجنب العقود و البيوع غير المشروعة:** و التي تجري في الاسواق المالية كبيع الغرر و بيع الكالئ و الكالئ و بيع ما ليس عندك و بيعتين في بيعة واحدة و بيع النجش و غيرها، و هذه المعاملات و على رأسها الآجلة منها كانت من أسباب الأزمات في أسواق الاوراق المالية و التي تتضمن بيوعا محرمة في الاسلام، و كذلك يظهر النجش واضحا في سوق الاوراق المالية عن طريق الاشاعات الكاذبة و الأوامر المتقابلة التي تهدف إلى ايجاد حركة مصطنعة في الطلب و العرض على الاوراق المالية في السوق، و الإسلام يرفض هذا الخداع، و يظهر الغرر في سوق الاوراق المالية في العمليات التي تتم في البورصة دون إحضار الاوراق المالية موضوع التعامل و إنما الحصول على فروق الأسعار.<sup>4</sup>

**4 فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية:** برزت البنوك الاسلامية كعامل فاعل و مؤثر في النشاطات الاقتصادية على إختلاف أنواعها، من حيث درجة جذب المدخرات و تنوع الأدوات الاستثمارية و إمكانية التمويل المقدم منها للمشاريع الاقتصادية المتنوعة و من الادوات التي تم تطويرها ( الصكوك الاسلامية )، و التي يتضح أهميتها لبلد يحتاج إلى المشاريع التنموية بطرق تمويلية فاعلة ( ليس لديه موارد اقتصادية كافية، لكن بإمكانه الاعتماد على المدخرات الوطنية و الاستفادة منها بشكل فاعل بدل الاعتماد على مؤسسات التمويل الأجنبية )، حيث تتميز عملية إصدار الصكوك بأنها ذات تصنيف ائتماني، تخضع لضوابط شرعية و قانونية، و غير قابلة لعملية التوريق، و هذا يقلل من إمكانية التعرض للمخاطر المالية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> علي عادل علي، الازمة المالية العالمية تأثيرها و طرق مواجهتها، مجلة النهضة، المجلد 14، العدد الاول، 2013، ص38 ص39.

<sup>2</sup> القرآن الكريم، سورة البقرة، الآية 275.

<sup>3</sup> عمر يوسف عبد الله عباينة، الازمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، الطبعة الاولى، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع، عمان، 2011، ص174.

<sup>4</sup> عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سابق، ص175.

<sup>5</sup> محسن أبو عوض، الصكوك الاسلامية و مخاطرها، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد 21، العدد 1، الاكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، الاردن، جانفي 2013، ص33.

و الصكوك الاسلامية هي: " سندات تدعمها أصول مصممة ( معين الصكوك ) وفقا لاحكام الشريعة الاسلامية و يمكن تداولها في الأسواق، فالصك هو وثيقة محددة القيمة التي تصدر باسم مالكة مقابل القيمة التي قدمها بقصد تمويل مشروع استثماري محدد أو تمويل الجانب الاستثماري في الموازنة العامة للدولة، و هي البديل للسندات، أما معين الصكوك فهو مجموعة من الاصول تجمع في معين واحد و تورق بغرض إصدار الصكوك.<sup>1</sup>

و قد ورد تعريف التصكيك في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: " إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات ( أعيان، أو منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان و المنافع و الديون ) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، و تصدر وفق عقد شرعي، و تأخذ أحكامه ".<sup>2</sup>

و يمكن أيجاز أهم الصكوك الاسلامية فيما يلي:

**أ - صكوك المشاركة:** صكوك المشاركة هي : " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، و تصبح موجودات المشروع ملكاً لحملة الصكوك، و تدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار ".<sup>3</sup>

**ب - صكوك المرابحة:** حسب المعيار الشرعي رقم (17) الصادر عن هيئة المحاسبة و لمرتجة للمؤسسات المالية الاسلامية فإن الصكوك المرابحة هي: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، و تصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك "، فصكوك المرابحة يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بعد تملك البائع و قبضه، بقصد استخدام حصيلته في تكلفة شراء هذه البضاعة و نقلها و تخزينها و يكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم و قبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود بيبابة عن مالكي صكوك المرابحة.<sup>2</sup>

**ج - صكوك المقارضة (المضاربة):** تمثل صكوك المضاربة أوراقاً مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة، ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة، و يحصل مالكوها على نسبة شائعة من الربح، و تتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الايجاب و القبول، و معلومية رأس المال و نسبة الربح، و من هذه الصكوك نذكر صكوك المضاربة التجارية و الخاصة بالمتاجرة في السلع و غيرها من الامور التجارية، صكوك المضاربة الزراعية و الخاصة بالامور الزراعية كمشراء المستلزمات الزراعية و تنفيذ المشاريع الزراعية، و صكوك المضاربة الصناعية: و الخاصة بالامور الصناعية كمشراء الموارد الخام و تصنيعها، و قد اصدر مصرف شامل البحرين صكو مضاربة تعادل 360 مليون ريال سعودي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محسن أو عوض، المرجع السابق، ص33.

<sup>2</sup> روايح عبد الرحمان، مرجع سابق، ص67.

<sup>3</sup> أحمد طرطار، شوقي جباري، فعالية الصكوك الاسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية، الحلقة 2، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية، العدد 18، المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الاسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الاسلامية من نوفمبر 2013، ص22.

**د - صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم، و الغرض منه تمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل و بعد ذلك يتم بيعها، و العائد على الصكوك يتمثل في الربح الناتج عن البيع، و هي غير قابلة للتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع يعني ذلك بعد استلام السلعة و قبل بيعها، فهو عقد بيع يعجل فيه الثمن، و يؤجل فيه البيع، فهو بذلك بيع أجل بعاجل و هو عكس البيع بثمن مؤجل.

**هـ - صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، و يصبح المصنوع ملكاً لحملة الصكوك و صكوك الاستصناع في حقيقتها كصكوك السلم حيث تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن عاجل، و السلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، و النبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، و عليه تكون هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول سواء من طرف البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها.

**و - صكوك الاجارة:** و هي صكوك متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل عملية إيجار أعيان، و هي حصص شائعة و يتم توزيع عائد الاجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، و هي صكوك قابلة للتداول.<sup>1</sup>

**ز - صكوك المشاركة في العملية الانتاجية:** و تشمل هذه الصكوك ما يلي:<sup>2</sup>

- **صكوك المزارعة:** و هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها تمويل مشروع على أساس المزارعة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.
- **صكوك المساقاة:** و هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلته في سقي أشجار مثمرة و الانفاق عليها و رعايتها على أساس عقد المساقاة، و يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.
- **صكوك المغارسة:** و هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس الأشجار، و فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال و نفقات على أساس عقد المغارسة و يصبح لحملة الصكوك حصة في الارض و الغرس.

و يأتي دور الصكوك الاسلامية في معالجة الأزمة المالية من خلال ما يلي:

- **دور الصوك الاسلامية في توفير السيولة:** إن موضوع السيولة في ظل الأزمة المالية يعد من أهم الموضوعات التي أولى لها الاقتصاد و الاقتصاديون العناية القصوى، حيث أدت هذه الأزمة إلى نزوب السيولة مما أدى إلى إفلاس كثير من المصارف الكبرى و الشركات.
- **دور الصوك الاسلامية في تامين أخلاقيات الرقابة:** حيث أن أحد أبرز أسباب الانهيارات و الافلاسات المتتالية للعديد من البنوك و لشركات العالمية العملاقة في ظل الأزمة العالمية، هو ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، بدأ ينادي الكثير من المختصين

<sup>1</sup>رواجع عبد الرحمان، مرجع سابق، ص67 ص68.

<sup>2</sup>رفع عبد الرحمان النجدي، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين، 2010، ص239 ص240.

بضرورة الاستفاة من ضوابط الصكوك الاسلامية و منع تداول الصفقات الوهمية و البيوع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي.

- **دور الصكوك الاسلامية في الرفع من كفاءة الاسواق المالية:** حيث أن الصكوك الاسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية و توجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، و تقليل حدة المضاربات و تلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة و المتكافئة بين السواقين الأولى و الثانية، كما أن ازدياد كميتها و نوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق و اتساعها، و هو ما يصب في بوتقة تغطية الاحتياجات التمويلية و الاستثمارية و تغطية عجز السيولة.<sup>1</sup>
- **الصكوك الاسلامية أداة لتمويل عجز الموازنة العامة:** إن الأزمة المالية العالمية أفرزت شحا كبيرا في الموارد المالية لتمويل الحكومات، و من هنا توجهت الأنظار للصكوك الاسلامية بوصفها فرصة هامة يمكن من خلالها توفير السيولة اللازمة و سد فجوة العجز الذي يتزايد بمعدل نمو متسارع من سنة إلى أخرى.
- **دور الصكوك الاسلامية في التحوط من المخاطر:** حيث تتميز الصكوك الاسلامية بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبار أنها أدوات تتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية، و تحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال التقليل أو الحد من حجم المخاطر، فيصبح المقرضون و المستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم، لأن الشريعة الاسلامية تدعو إلى عدم المخاطرة و القمار في المعاملات المالية بين البشر.<sup>2</sup>

من خلال الآليات التي طبقتها الدول لمواجهة آثار أزمة الرهن العقاري يمكن القول بأنها كانت عميقة جدا و لم حتى دور المؤسسات التمويلية العالمية كصندوق النقد الدولي و البنك الدولي كان دورهما غير فعال في احتواء الأزمة، و ذلك لأن ضخ السيولة في الأسواق العالمية أدى إلى زيادة معدلات التضخم و ارتفاع تكاليف الانتاج دون استعادة التعافي في الاقتصاد العالمي بشكل سريع و فعال، و هذا في ظل استمرار ضعف الثقة في الأسواق من جانب المستثمرون و التشاؤم الذي كان سائدا في ظل الأزمة العالمية، أما بالنسبة لأدوات التمويل المتعلقة بالاقتصاد الاسلامي فربما قد تكون فعالة في احتواء الأزمة العالمية و هذا نظرا لخلوها من معدلات الفائدة التي كان لها دور كبير في تزايد حدة الأزمة، ناهيك على أنها قائمة على قواعد شرعها الله سبحانه و تعالى.

<sup>1</sup> أحمد طرطار، شوقي جباري، فعالية الصكوك الاسلامية في معالجة الازمة المالية العالمية، الحلقة 3، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية، العدد 19، المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الاسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الاسلامية، ديسمبر 2013، ص20.

<sup>2</sup> أحمد طرطار، شوقي جباري، المرجع السابق، ص21.

## خلاصة الفصل:

شهد العالم في سبتمبر 2008 أزمة مالية عالمية وصفت بأنها الاسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير، بدأت الازمة أولا بالولايات المتحدة ثم إمتدت إلى باقي دول العالم لتشمل الدول الاوروبية والآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط إقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، أزمة هزت أركان هذا الاخير بكبريات البنوك والمؤسسات المالية العالمية بعد سنوات طويلة من النجاح، وألقت بظلالها على أهم المؤشرات الاقتصادية العالمية، وفيما يلي أهم الاستنتاجات المتعلقة بهذا الفصل:

الازمة المالية هي: تقلبات أو تذبذبات تؤثر بشكل حاد على مجمل المتغيرات المالية كأسعار الصرف ومعدلات الفائدة وأسعار الاسهم والسندات والودائع المصرفية وتتسبب هذه التقلبات في إنهيار العديد من المؤسسات المالية.

الازمة المالية العالمية 2008 هي أزمة نتجت عن عدم سداد الرهون العقارية الامريكية وخفض الائتمان العالمي ونجمت عنها تقلبات كبيرة في المتغيرات الاقتصادية الكلية للعديد من الدول كانخفاض معدلات النمو الاقتصادي ومعدلات الناتج الاجمالي وارتفاع معدلات التضخم والبطالة وتقلبات شديدة في أسعار الصرف وأسعار الاسهم ناهيك عن إنخفاض معدلات الاستثمار الاجنبي المباشر.

ما يميز الازمة المالية العالمية الاخيرة هو أنها بدأت من قطاع العقارات عكس الازمات المالية السابقة التي بدأت بإنهيار في أسعار الاسهم والسندات، أو تدفق كبير للرؤوس الاموال بين الدول، أو بسبب معلومات وإشاعات غير حقيقية، أو تقلبات في أسعار الصرف.

## الفصل الثالث:

تداعيات أزمة كورونا على استقرار أسواق المال

## تمهيد:

يعيش العالم منذ ديسمبر 2019 على وقع شبح جائحة كورونا (كوفيد-19)، إذ يعد الوضع استثنائياً من مختلف الجوانب وسيشكل لا محالة منعطفا كبيرا في تاريخ الانسانية جمعاء، ليس لخطورته على صحة الانسان فحسب بل لآثاره الوخيمة على المستوى الاقتصادي والاجتماعي والسياسي كذلك، فكما هو معروف أثارت مخاطر الاوبئة والامراض عبر العصور الكثير من الاسئلة والاشكاليات.

جائحة كورونا بإعتبارها وباء عالمي، أثر بشكل مباشر على المعاملات الدولية البشرية والتجارية والسياسية، حيث فرض تفشي الوباء على الدول اتخاذ مجموعة من الاجراءات والتدابير الاحترازية، كالعزل والحجر الصحي والتباعد الجسدي، وغلق الحدود البحرية والبرية وتعليق الرحلات الجوية، مما انعكس سلبا على الاقتصاد العالمي الذي دخل في حالة ركود حاد وانكماش مفاجئ، وبالتالي ظهور أزمة اقتصادية عالمية غير متوقعة.

فيما كانت التوقعات الاقتصادية لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية لعام 2020 تتنبأ بنسبة نمو مستقرة أو مرتفعة، جاء تفشي الفيروس التاجي، وسبب صدمة كبيرة للاقتصاد العالمي، فقد خفضت المنظمة العالمية توقعاتها لنسبة النمو من 2.9% إلى 1.5%، وربما تسوء الامور أكثر إلى درجة تسجيل عجز واخلل في معاملات الاقتصاد العالمي بقيمة 2000 مليار دولار، مما يعني انهيار الاقتصاد العالمي بصفة كلية، ما يشبه الكساد الكبير الذي أعقب الازمة الاقتصادية العالمية لسنة 1929 التي أثرت على معظم دول العالم المتقدمة والنامية بحكم الترابط العالمي بين اقتصاديات الدول.

إن الاضطراب الاقتصادي المفاجئ الذي سببه الفيروس التاجي الجديد أثر بشكل كبير على العديد من القطاعات، ومن بينها قطاع الاسواق المالية وذلك عن طريق مشاعر الخوف والهلع التي انتابت المستثمرين، وتعتبر الاسواق المالية القلب النابض لاقتصاد الدول المتقدمة لذلك تأثرها سيكون كبير جدا، ولتوضيح ما سبق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى :

- **المبحث الاول:** لمحة عن فيروس كورونا
- **المبحث الثاني:** تأثير فيروس كورونا على الاسواق الاوروبية.
- **المبحث الثالث:** تأثر السوق المالية الجزائرية بالجائحة كوفيد-19

## المبحث الاول: لمحة عن فيروس كورونا

شهد العالم بأسره منذ نهاية 2019 أخطر أزمة صحية في العصر الحديث، سببها فيروس تاجي يسمى فيروس كورونا و اسمه العلمي كوفيد 19، و هو سلالة فيروسات الواسعة التي تسبب أمراضا تنفسية للإنسان و الحيوان الذي يمتاز بسرعة إنتشاره، إذ تمكن من إجتياح العالم بأسره في وقت قياسي حتى أطلق عليه وصف الجائحة.

### المطلب الاول: التعريف بفيروس كورونا

#### أولا: مفهوم فيروس كورونا

لقد عرفت منظمة الصحة العالمية فيروس كورونا بأنه فصيلة كبيرة من الفيروسات التي قد تسبب المرض للإنسان و الحيوان، حيث أن عددا من فيروسات كورونا تسبب لدى البشر عدوى الجهاز التنفسي التي تتراوح حدتها من نزلات البرد الشائعة إلى الامراض الاشد وخامة مثل متلازمة الشرق الاوسط التنفسية والمتلازمة التنفسية الحادة (سارس) ويسبب فيروس كورونا المكتشف مؤخرا مرض كوفيد-19.<sup>1</sup>

#### ثانيا: ظهور فيروس كورونا

ظهرت عدوى فيروس كورونا لأول مرة في أواخر عام 2019 وتم تحديد مجموعة من الحالات التي تظهر عليها أعراض إلتهاب رئوي مجهول السبب في مدينة ووهان، عاصمة مقاطعة هوبي الصينية ، في 31 ديسمبر 2019 أبلغت الصين منظمة الصحة العالمية بهذا الفيروس الجديد، وفي 30 يناير أعلنت لجنة الطوارئ الدولية التابعة لمنظمة الصحة العالمية أن تفشي هذا الفيروس يعد حالة طوارئ صحية عامة تثير قلقا دوليا، في 11 مارس 2020 أعلنت منظمة الصحة العالمية أن تفشي فيروس كورونا يمكن وصفه بالجائحة.

ومنذ ذلك الوقت يواجه العالم تطورات متسارعة تتعلق بتفشي جائحة كورونا وتسعى دول العالم مجتمعة إلى إتخاذ إجراءات إحترازية ووقائية للحد من انتشار الفيروس والتخفيف من آثاره، حيث بلغت عدد الاصابات بهذا الفيروس على مستوى العالم حتى 3 فبراير 2021 104434142 حالة مؤكدة، منها 2263868 حالة وفاة، وعدد 76322698 حالة شفاء في حوالي 213 دولة حول العالم.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: تقرير صندوق النقد الدولي على تأثر الاسواق المالية

خلقت جائحة كورونا (كوفيد-19) أزمة إنسانية و صحية غير مسبوقه. فقد أدت الاجراءات الضرورية لاحتواء الفيروس إلى هبوط اقتصادي، و هناك درجة كبيرة من عدم اليقين في الوقت الراهن حول مدى حدتها و طول مدتها، و يوضح آخر عدد من تقرير الاستقرار المالي العالمي أن النظام المالي وقع عليه تأثير حاد بالفعل، و يمكن أن يؤدي احتدام الازمة إلى التأثير على الاستقرار المالي العالمي.

<sup>1</sup>حمادة فتح الله السمانوني، أحمد محمد عبد السيد، أثر جائحة كورونا على مستوى الافصاح الاختياري في التقارير المالية مع دراسة ميدانية في بيئة الاعمال المصرية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس لكلية التجارة جامعة طنطا، بعنوان: أثر أزمة كورونا على الاقتصاد القومي المقترحات والحلول، جامعة طنطا، كلية التجارة، 2021، ص8.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص8، ص9.

قد حدث هبوط حاد في أسعار الاصول الخطرة منذ تفشي هذه الجائحة، و في أسوأ نقطة من موجة البيع الاخيرة، عانت الاصول الخطرة من انخفاضات تعادل أو تزيد على نصف الانخفاضات التي حدثت في 2008 و 2009، فعلى سبيل المثال، تحمل الكثير من أسواق الاسهم في الاقتصادات الكبيرة و الصغيرة على حد سواء انخفاضات بنسبة 30% أو أكثر في فترة القاع. و حدثت قفزة في فروق العائد، و خاصة بالنسبة للشركات ذات المراتب الادنى. كذلك ظهرت علامات الضغط في كبريات أسواق التمويل قصير الاجل، بما في ذلك السوق العالمية للدولار الامريكي.

### أولاً: توتر الاسواق

و ارتفع التقلب بدرجة حادة، فوصل في بعض الحالات إلى مستويات لم نشهدها منذ الازمة المالية العالمية، في سياق عدم اليقين بشأن التأثير الاقتصادي للجائحة. و مع إرتفاع التقلب الحاد، حدث تراجع كبير في سيولة الاسواق، بما في ذلك في الاسواق التي ينظر إليها تقليدياً كأسواق عميقة، مثل سوق سندات الخزينة الامريكية، مما ساهم في حدوث تحركات مفاجئة في أسعار الاصول.

و للحفاظ على استقرار النظام المالي و دعم الاقتصاد العالمي، كانت البنوك المركزية في مختلف بلدان العالم هي أول خط للدفاع.

✓ قامت البنوك بتسيير السياسة النقدية إلى حد كبير عن طريق تخفيض أسعار الفائدة الاساسية و هو ما وصل بها إلى مستويات منخفضة تاريخياً في حالة الاقتصادات المتقدمة. و كذلك قامت نصف البنوك المركزية في الاسواق الصاعدة و البلدان الاقل دخلاً بتخفيض أسعار الفائدة الاساسية. و ستتعرض آثار تخفيضات أسعار الفائدة من خلال إرشادات البنوك المركزية حول المسار المستقبلي للسياسة النقدية و البرامج الموسعة لشراء الاصول.

✓ قدمت البنوك المركزية سيولة إضافية للنظام المال، بما في ذلك عن طريق عمليات السوق المفتوحة.

✓ اتفق عدد من البنوك المركزية على زيادة تقديم السيولة الدولارية عن طريق ترتيبات خطوط تبادل العملات.

✓ أعادت البنوك المركزية تفعيل البرامج التي استخدمت أثناء الازمة المالية العالمية كما أطلقت مجموعة من البرامج الجديدة واسعة النطاق، بما في ذلك شراء الاصول الاخطر كسندات الشركات. و من خلال تدخل البنوك المركزية في هذه الاسواق باعتبارها مشتري "الملاذ الاخير" و مساعدتها على احتواء الضغوط الرافعة لتكلفة الائتمان، تضمن هذه البنوك استمرار إتاحة الائتمان بسعر معقول لقطاعي الاسر و الشركات.

و حتى الان، أعلنت البنوك المركزية خططا للتوسع في توفير السيولة بما في ذلك عن طريق القروض و مشتريات الاصول بواقع 6 تريليون دولار على الاقل و أشارت إلى استعدادها لاتخاذ مزيد من الاجراءات إذا اقتضت الظروف ذلك.<sup>1</sup>

و نتيجة لكل هذه الاجراءات الزامية إلى إحتواء تداعيات الجائحة، استقر مزاج المستثمرين في الاسابيع الاخيرة، و انحسرت التوترات إلى حد ما في بعض الاسواق، و تعافت أسعار الاصول الخطرة

<sup>1</sup>توبياس أدريان وفابيو ناتالونشي، أزمة كوفيد-19 تهديدا للاستقرار المالي، 14 أبريل 2020.

جزئياً من انخفاضاتها السابقة. غير أن المزاج السائد لا يزال هشاً، وتظل الأوضاع المالية العالمية أكثر تشدداً بكثير مقارنة بما كانت عليه في بداية العام.

و في المجمل، حدث تحول هائل نحو اليسار في توزيع النمو العالمي لعام قادم، بسبب التشديد الحاد للأوضاع المالية العالمية منذ تفشي فيروس كوفيد-19 إلى جانب التدهور الحاد في آفاق الاقتصاد. و يشير هذا إلى زيادة كبيرة في مخاطر التطورات السلبية التي تواجه النمو و الاستقرار المالي، فهناك احتمال بنسبة 5% حالياً (حدث يقع مرة كل 20 سنة) أن ينخفض النمو العالمي إلى أقل من 7.4% و لاتاحة المقارنة، نشير إلى أن المستوى الحدي كان أكثر من 2.6% في أكتوبر 2019.

وكما يحدث كثيراً في أوقات العسر المالي، تتحمل الأسواق الصاعدة العبء الأكبر، و الواقع أن الأسواق الصاعدة مرت بموجة الخروج الأكبر على الإطلاق لتدفقات الحافظة حوالي 100 مليار دولار أو 0.4% من إجمالي ناتجها المحلي مما يشكل تحديات جسيمة أمام البلدان الأضعف.

### ثانياً: وضعية العسر المالي

و مع وصول الشركات لمرحلة العسر المالي و تصاعد معدلات التوقف عن السداد، قد تتوقف أسواق الائتمان بشكل مفاجئ، و خاصة في القطاعات الخطرة كأسواق السندات عالية العائد، و قروض الرفع المالي، و سندات الدين الخاص. و قد حدث توسع سريع في هذه الأسواق منذ الازمة المالية العالمية، حتى بلغت 9 تريليون دولار على مستوى العالم، بينما ضعفت الجودة الائتمانية للمقترضين، و معايير الإقراض، و أوجه الحماية للمستثمرين. و منذ أوائل مارس، سجلت فروق العائد على سندات العائد المرتفع زيادة حادة رغم انخفاضاتها مؤخراً، و خاصة في القطاعات الأكثر تضرراً من الجائحة مثل السفر الجوي و الطاقة. و بالمثل، حدث هبوط حاد في أسعار قروض الرفع المالي حيث بلغت حوالي نصف الهبوط المشاهد أثناء الازمة المالية العالمية في نقطة ما. و نتيجة لذلك، رفعت هيئات التصنيف الائتماني تنبؤاتها لعدم السداد بالنسبة للديون المصنفة في درجة المضاربة لتصل إلى مستويات فترات الركود، كما حدث ارتفاع حاد في حالات عدم السداد المشار إليها ضمناً من جانب السوق.<sup>1</sup>

و تمتلك البنوك رؤوس أموال و سيولة أكثر من ذي قبل، و أصبحت تخضع في السنوات الأخيرة لاختبارات تقيس تحملها للضغوط و درجة أكبر من الفحص الرقابي، مما جعلها في وضع أفضل مقارنة بما كانت عليه في بداية الازمة المالية العالمية. و بالإضافة إلى ذلك، فإن الإجراءات الكبيرة المنسقة من جانب البنوك المركزية لتوفير السيولة للبنوك في كثير من الاقتصادات يتوقع أن تساعد على تخفيف توترات السيولة المحتملة.

و مع ذلك تختبر صلابة البنوك في مواجهة التباطؤ الحاد في النشاط الاقتصادي الذي يتضح أنه أشد و أطول من المتوقع حالياً.

و الواقع أن الانخفاضات الكبيرة في أسعار حصص ملكية البنوك منذ منتصف يناير تشير إلى قلق المستثمرين بشأن ربحية القطاع المصرفي و الافاق المتوقعة له. فعلى سبيل المثال، أصبحت مقاييس رسملة البنوك القائمة على أسعار السوق أسوأ مما كانت عليه في كثير من البلدان أثناء الازمة المالية

<sup>1</sup>المرجع السابق.

العالمية لعام 2008. و ما يثير القلق هو أن البنوك و غيرها من جهات الوساطة المالية قد تصبح عاملا مضخما للآثار إذا زاد عمق الازمة.

### المطلب الثالث: أثر جائحة كورونا على الاسواق

يمكن حصر جائحة كورونا على الاسواق المالية في بعض العناصر، و هي: العولمة المالية، مشاعر المستثمرين و انخفاض أسعار النفط.

#### أولاً: العولمة المالية

تتمثل العولمة المالية في ذلك التشابك و الترابط شبه الكامل للانظمة النقدية و المالية لمختلف الدول، و الذي بدأ يتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي و رفع الحواجز، و تطبيق أسعار الصرف المرنة و تحويل الديون العمومية إلى أوراق مالية، فهي تمثل التكامل العالمي و الانفتاح على أسواق رأس المال، و تسمح بزيادة عمليات التبادل بين دول العالم، كما تعبر عن الرابطة بين الاسواق المالية الدولية، و قد ساهمت في ترابط الاسواق المالية و تنامي حركة رؤوس الاموال الدولية، و دخول أدوات مالية و قوى فاعلة جديدة، و هو ما ساهم في إنتقال الازمات المالية من سوق إلى سوق عبر قارات العالم، هذه العولمة المالية و ترابط الاسواق المالية فيما بعضها البعض يفسر بوضوح سبب الارتباط الخطي الموجب القوي بين البورصات محل الدراسة.

#### ثانياً: مشاعر المستثمرين

لمشاعر المستثمرين أثر كبير على توجهات الاسواق المالية نحو الركود أو الازدهار، فقد توصل كويابي و آخرون في دراسة قاموا بها بأنه من بين أفضل المؤشرات في تحديد الاسعار النهائية للاوراق المالية هي المشاعر البشرية، ثم تأتي المتغيرات الاقتصادية، و هو ما يظهر جليا في هجمات 11 سبتمبر التي تعرضت لها الولايات المتحدة الامريكية و أثرها على الاسواق المالية، و التي تأثرت بسبب الخوف الناجم عن تلك الهجمات على العوائد غير الطبيعية في الاسواق المالية، رغم أن مؤشرات الاقتصاد العالمي لم تتأثر في تلك السنة<sup>1</sup>.

و بانتشار جائحة كورونا عالميا، و ما صاحب ذلك من إجراءات حكومية لردع الفيروس، و زيادة النفقات لمواجهته، و تشاؤم العديد حول نجاعة هذه الاجراءات، سجل مؤشر الخوف فيكس VIX و هو إختصار لمصطلح volatility index أحد أعلى مستوياته التاريخية، حين سجل 84.67 نقطة في يوم 17 مارس 2020، و هو بعد اليوم الذي سجلت فيه مؤشرات الاسهم الامريكية الرئيسية أكبر انخفاض لها منذ سنة 1987، إضافة إلى أن سبب إرتفاع هذا المؤشر بأعلى وتيرة عندما فقد مؤشر داوجونز dow jones القياسي ألف نقطة في بضع دقائق، مما أدى إلى حالة من الخوف لدى المستثمرين، و تزامن ارتفاع مؤشر vix مع موجة البيع الكبيرة في أسواق الاسهم الامريكية، إضافة إلى خسائر كبيرة شهدتها الاسهم الاوروبية.

<sup>1</sup> حمزة غربي، عيسى بدروني، الاسواق المالية الاوروبية في ظل جائحة كورونا - دراسة تحليلية مقارنة - مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، المجلد 10، العدد 02، 2020، ص13، ص14.

إنخفضت مشاعر و معنويات المستثمرين في شهر مارس بالضبط، بعد نزول توقعات النمو بأكبر وتيرة شهرية، و ارتفاع الحيازات النقدية إلى نسبة 5.1% في منطقة اليورو في ظل انهيار قياسي للاسهم، و توجه المستثمرين إلى الملاذات الآمنة كالذهب، التي شهدت في المقابل ارتفاع على الطلب عليها للتحوط ضد المخاطر بسبب سيولتها المرتفعة و مخاطرها القليلة، و أنها تعتبر حافظة للقيمة.

في المقابل، فإن هناك من المستثمرين من استغل خوف و هلع المستثمرين، و كمثل على ذلك المستثمر الأمريكي بيل أكرمان pill ackman المدير التنفيذي لشركة بيرشين سكوار كابيتال مانجمنت المتخصصة في إدارة صناديق التحوط، و الذي روج للخوف و الاستفادة من الانهيار الكبير للأسواق المالية العالمية في رفع القيمة السوقية لشركته، فقد كانت في شهر فيفري 2020 في حدود 27 مليون دولار أمريكي، غير أنه في نهاية شهر مارس 2020 بلغ 206 مليار دولار أمريكي، و ذلك لأنه رهن على خسائر الأسواق بسبب جائحة كورونا، و رسخ إحساس تفاقم الخسائر لدى المستثمرين. فقد أكدت الكثير من الدراسات التجريبية توجه للمستثمرين إلى شركات التحوط عند الاحساس بالخوف.

هناك العديد من الأدبيات المالية التي ظهرت للتعامل مع محددات تقلب الأسعار في الأسواق المالية العالمية، و أغلبها تركز في المقام الأول على متغيرات الاقتصاد الكلي، و العوامل التقنية و مشاعر السوق فقط. إن ردة فعل الأسواق المالية على مثل هذه الأحداث هو دليل على الصدمة، و يرمي البعض أيديهم في اليأس خاصة المستثمرون الذين يتجنبون المخاطرة. و قد أطلق المستثمرون هذه الأحداث غير المتوقعة على البجعات السوداء و يشير المصطلح، الذي صاغه الاستاذ و تاجر المشتقات السابقة عاصم نيكولاس طالب، إلى حدث نادر أو غير متوقع له عواقب اقتصادية أو إجتماعية عميقة.

إن البجعة السوداء مثل جائحة كورونا، و التي كانت بعيدة عن أن تكون متوقعة، يجب أن تسبب أي "تسونامي" مالي في الأسواق العالمية، لأنه لم يتم الاعلان عنها مسبقا. على الرغم من ظهورها أول مرة في إقليم ووهان بالصين، إلا أن المجتمع العالمي لم يكن مستعدا للآثار المدمرة لجائحة كورونا، لأنه لم يكن متوقعا إلى حد كبير أن كوفيد - 19 سوف ينتشر بسرعة في أنحاء العالم ليصبح فتاكا بالبشر.

أما العامل الثالث، بعد كل من العولمة المالية و مشاعر المستثمرين، فإن انهيار أسعار النفط التاريخية أحدثت هزة عنيفة في الأسواق المالية، ورسخت توقعات باستمرار موجات الهبوط في سوق النفط و البورصات.<sup>1</sup>

### ثالثا: انخفاض أسعار النفط

أدى انخفاض الطلب على السلع و الخدمات في السوق الدولية، و شل حركة إنتاج السلع و الخدمات بسبب جائحة كورونا، و تعطل أهم المقاطعات الصناعية في الصين، التي كانت تستهلك أكثر من عشر ملايين دولار برميل يوميا، و تصريحات لهيئات رسمية كصندوق النقد الدولي حول الركود الذي مس العالم إلى انخفاض أسعار النفط، و حرب الأسعار بين المملكة العربية السعودية و روسيا فيما يسمى بمنظمة أوبك بلاس OPEC+ الذي أنشئ سنة 2016، إضافة إلى ضبابية الأفق حول الخروج من هذه الجائحة الطبية، ذلك لأن العديد من الاخبار تشير إلى الجهود الطبية و الصيدلانية تشير إلى أن

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص14، ص15.

وصول إلى لقاح خاص بفيروس كورونا لن يكون قبل ستة أشهر، في حين أن هناك من يتحدث عن سنة وأكثر.<sup>1</sup>

## المبحث الثاني: تأثير فيروس كورونا على الاسواق المالية

### المطلب الاول: تأثير فيروس كورونا على الاسواق الاوروبية

لمعرفة أكثر الاسواق المالية الاوروبية تأثرا بجائحة كورونا، تم اختيار بعض الدول و هي ألمانيا، بريطانيا، إسبانيا، إيطاليا، فرنسا و هولندا. ثم أخذ البيانات قيم أهم المؤشرات في هذه الدول.

#### أولاً: مؤشرات البورصات

- داكس DAX30، و هو المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت الالمانية، يحتوي أكبر 30 شركة ألمانية من حيث حجم دفتر الطلبات و رسملة السوق، تختلف الشركات المدرجة في المؤشر ما بين البنوك، شركات التأمين، الملابس، الادوية و المستلزمات الطبية، السلع الاستهلاكية، الشركات الصناعية الصناعية و غيرها.
- فوتسي FTSE100، يعتبر واحد من أكبر مؤشرات الاسهم البريطانية، حيث تضم أكبر 100 شركة بريطانية في بورصة لندن، أطلق المؤشر في 3 جانفي 1984.<sup>2</sup>
- إيباكس IBEX35، وهو من أهم المؤشرات في بورصة مدريد الاسبانية، يلخص التغير من أسعار أسهم 35 شركة مدرجة، التي تساعد على تقييم حالة الاقتصاد الاسباني و بعض قطاعاته، خصوص القطاع المصرفي، التعدين، الهندسة الميكانيكية، البناء و الطاقة.
- فوتسي ميب FTSE MIB 40، و هو يمثل مؤشرا قياسيا لسوق الاسهم الخاصة ببورصة الاسهم الوطنية الايطالية، يضم 40 سهما من الاسهم الاكثر تداولاً في البورصة.
- كاك CAC40، يعتبر أهم مؤشر في بورصة باريس بفرنسا، يضم 40 شركة فرنسية، أطلق المؤشر في 31 ديسمبر 1987.
- ايكس AEX25، و يعني مؤشر بورصة أمستردام، يقيس أداء أكبر الشركات الهولندية المدرجة للتداول، كما يعبر عن مؤشر الاقتصاد الهولندي ككل، بدأ العمل به في 3 جانفي 1983.<sup>3</sup>

يوضح الجدول الموالي معلومات عامة حول المؤشرات محل الدراسة

### الجدول رقم (01): قيم أبرز المؤشرات في البورصات الدولية خلال ذروة أزمة كورونا

أبرز قيم عينة من المؤشرات الدولية و المعلومات الإحصائية عنها خلال ذروة أزمة كورونا:

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص15، ص16.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص5.

<sup>3</sup>المرجع السابق، ص6.

الدولة	هولندا	فرنسا	بريطانيا	إيطاليا	إسبانيا	ألمانيا
المؤشر	AEX25	CAC40	FTSE100	FISEMIB40	IBEX35	DAX30
أعلى قيمة	629.23	6111.24	7686.61	27675.06	10083.6	13789
التاريخ	2020/02/14	20020/02/19	2019/07/29	2020/02/19	2020/02/19	2020/02/19
أدنى قيمة	404.1	3754.84	4993.89	16286.37	6107.2	8441.71
التاريخ	2020/03/18	2020/03/18	2020/03/23	2020/03/12	2020/03/16	2020/03/18
المتوسط الحسابي	556.74	5403.37	7114.68	23221.87	8986.18	12041.06
التباين	1716.84	243219.3	318724.88	5047467.9	643226.4	1117801.2
الانحراف المعياري	41.43	493.17	564.56	2246.66	802.01	1057.26

المصدر: حمزة غربي، عيسى بدروني، المرجع السابق، ص6.

من خلال الجدول السابق، فإن الملاحظ هو توافق أغلب تواريخ تسجيل المؤشرات لأعلى وأدنى قيمها، فيما يتعلق بأعلى قيمة، فإن المؤشرات سجلت أعلى قيمتها في شهر فيفري 2020، عدا مؤشر FTSE100 الذي سجل أعلى قيمه بتاريخ 29 جويلية 2019، وهو ما يؤكد التوقعات التي أصدرها صندوق النقد الدولي حول نسب النمو الجيد لسنة 2020، حيث يؤكد التوقعات التي أصدرها صندوق النقد الدولي حول نسب النمو الجيد لسنة 2020، حيث كان متفائلا جدا بخصوص هذه السنة، الأمر الذي أدى إلى انتعاش الاسواق المالية، وتسجيل حركية كبيرة، غير أن تسجيل أعلى قيم المؤشرات في السلسلة سرعان ما قابله أدنى انخفاض، وهو الانخفاض الحاد والهزة العنيفة التي شهدتها الاسواق المالية العالمية بصفة عامة، والاسواق المالية الأوروبية بصفة خاصة.<sup>1</sup>

#### ثانيا: تباين تأثير جائحة كورونا على الاسواق المالية الأوروبية

من خلال نتائج الدراسة، تم التوصل إلى تباين تأثير جائحة كورونا على البورصات محل الدراسة، فقد كانت بورصة إيطاليا الأكثر تضررا و تأثر بجائحة كورونا، ذلك لأن إيطاليا كانت الأكثر تضررا، حيث إن عدد الوفيات فيها تجاوز 23 ألفا بتاريخ 26 أبريل 2020، و تم الاعلان عن أول حالة إصابة في إيطاليا في تاريخ 31 جانفي 2020، و الاعلان عن أول حالة وفاة يوم 22 فيفري 2020، بالتزامن مع ذلك، فقد أوقف العديد من الدول رحلاتها إلى إيطاليا.

سجلت بورصة ميلانو بعد إغلاق حدود إقليم لومبارديا و المحافظات الشمالية انخفاضا حادا، فقد فقدت هذه البورصة أكثر من 11% من قيمتها، و بهذا فقد حظرت إيطاليا البيع على المكشوف لعدة أسهم، و ذلك لحماية الاوراق المالية الأكثر تضررا. رغم هذا الاجراء و بعض الاجراءات الاخرى، إلا أن هشاشة الاقتصاد الإيطالي و ضعف ماليتها العامة ونظامها المصرفي، و كذا ارتفاع نسبة الدين العام

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص7.

إلى الناتج المحلي، الذي بلغ نسبة كبيرة و هي 135%، و توقع انكماش الاقتصاد بنسبة 10% كأقل تقدير سنة 2020، و التصريحات الرسمية التي صبت كلها في إتجاه دخول إيطاليا في أعماق ركود إقتصادي لها، و التي باتت تنتظر المساعدات من الاتحاد الأوروبي، ساعد في الحساسية الكبيرة للسوق المالية الإيطالية إتجاه جائحة كورونا.<sup>1</sup>

بعد إيطاليا فإن السوق الإسبانية كانت متضررة جدا من جائحة كورونا، و ذلك لعدة مؤشرات، و هي تراجع الإنتاج الإسباني بنسبة 13.6%، كما خسر قطاع السياحة 124 مليار أورو بسبب إنخفاض النشاط السياحي بنسبة تجاوزت 80%، كما كان بنك إسبانيا أكثر تشاؤما من صندوق النقد الدولي، و الذي أكد في بيان له أن الاقتصاد الإسباني سيواصل الانخفاض بنسبة 13.6% بسبب فيروس كورونا في حين قدر صندوق النقد الدولي نسبة الانخفاض 8%. إضافة إلى توقع إرتفاع الدين العام بنسبة 110% من الناتج المحلي الإجمالي، و هذا ما أدى إلى تسجيل بورصة مدريد و بالضبط مؤشر EBX35 أكبر إنهيار تاريخي، فقد خسر المؤشر منذ بداية السنة الحالية 2020 حوالي 33.07% من قيمته.

أما الأسواق المالية الأخرى، فهي أيضا سجلت انخفاضات كبيرة و صدمات رغم اتخاذ العديد من الخطوات من طرف الحكومات و البنوك المركزية لحماية إقتصاداتها من جائحة كورونا، و ذلك بعد إنهيار نشاط قطاع الصناعات التحويلية بها و التوقع لتعطل القطاع لمدة طويلة، فمعظم الشركات شهدت تراجع حاد في إيراداتها بسبب تقلص الإنتاج إلى مستويات شديدة الانخفاض و عدم نجاعة إجراءات الحجر و الاحتواء الصحي.

إضافة إلى ذلك فقد أدى تعليق توزيع الأرباح من طرف الشركات الكبيرة لتدعيم السيولة بها إلى زيادة الخوف و الذعر لدى المستثمرين، مقابل ما شهده سعر نفط الخام الأمريكي لأسعار تحت الصفر، و ذلك نتيجة لتداعيات جائحة كورونا، الذي ألزم مئات الملايين من الأشخاص البقاء في بيوتهم، كما أن مجموعة اليورو قدمت مقترحات لمساعدة تتجاوز 500 مليار أورو لتمويل الرعاية الصحية و الأعمال العاجلة و مساعدة الشركات الصغيرة و المتوسطة، و 1000 مليار أورو لمساعدة دول الاتحاد لمواجهة الآثار الكبيرة للجائحة، هذا الأمر الذي أكد المستثمرون أن انتعاش الأسواق المالية لن يكون في القريب العاجل، و هو ما جعلهم يلجؤون إلى الملاذات الآمنة خاصة الذهب.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: أثر جائحة فيروس كوفيد- 19 على الأسواق المالية الآسيوية

تأثر الإقتصاد الياباني و الكوري بفعل انتشار جائحة فيروس كوفيد- 19، و الذي نتج عنه توقف بعض المصانع نتيجة توقف سلاسل التوريد بالدولتين و تخفيض ساعات العمل، و اتباع سياسة العمل عن بعد، أدى هذا إلى التراجع حاد لحركة أسهم الأسواق المالية الكورية و اليابانية بأكثر من 92% و 96% على التوالي، من خلال انخفاض كل من مؤشر كوسبي KS11 الكوري و مؤشر نيكاي 225 الياباني إلى 4.29% و 3.47% على التوالي من جانفي 2020 إلى ماي 2020.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص16.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص16، ص17.

<sup>3</sup>كشيدة فضيلة، أثر جائحة فيروس كوفيد- 19 على الأسواق المالية العالمية – دراسة قياسية لسوق أسهم بورصة شنغهاي - مجلد: 06، عدد 10، جامعة الجيلالي ونعام، خميس مليانة، جوان 2020، ص386.

أولاً: تحليل مؤشرات الاسواق المالية الكورية و اليابانية في ظل انتشار جائحة فيروس كوفيد- 19

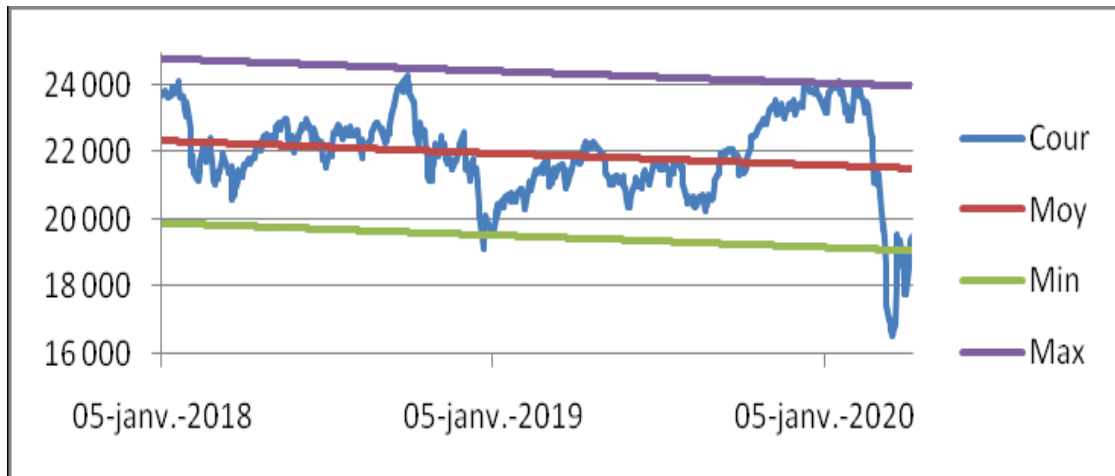
الجدول (2): حركة المؤشرات الرئيسية للاسواق المالية الكورية و اليابانية لغاية ماي 2020

اسم المؤشر	نسبة التغير	نظرة عامة عن السوق
كوسبي ks11	4.29 - %	92.88% من الاسهم انخفضت
Kosdaq	6.82 - %	88.23 من الاسهم انخفضت
Kospi 200	4.39 - %	93% من الاسهم انخفضت
Kospi 100	4.32 - %	95% من الاسهم انخفضت
Kospi 50	4.24 - %	92% من الاسهم انخفضت
نيكاي 225	3.47 - %	96.43% من الاسهم انخفضت
توبكس	2.54 - %	83.74% من الاسهم انخفضت

المصدر: كشيدة فضيلة، أثر فيروس كوفيد- 19 على الاسواق المالية العالمية – دراسة قياسية لسوق أسهم بورصة شنغهاي – مرجع سابق، ص387.

مؤشر نيكاي NIKKEI225

الشكل (1): تطور قيم مؤشر NIKKEI225

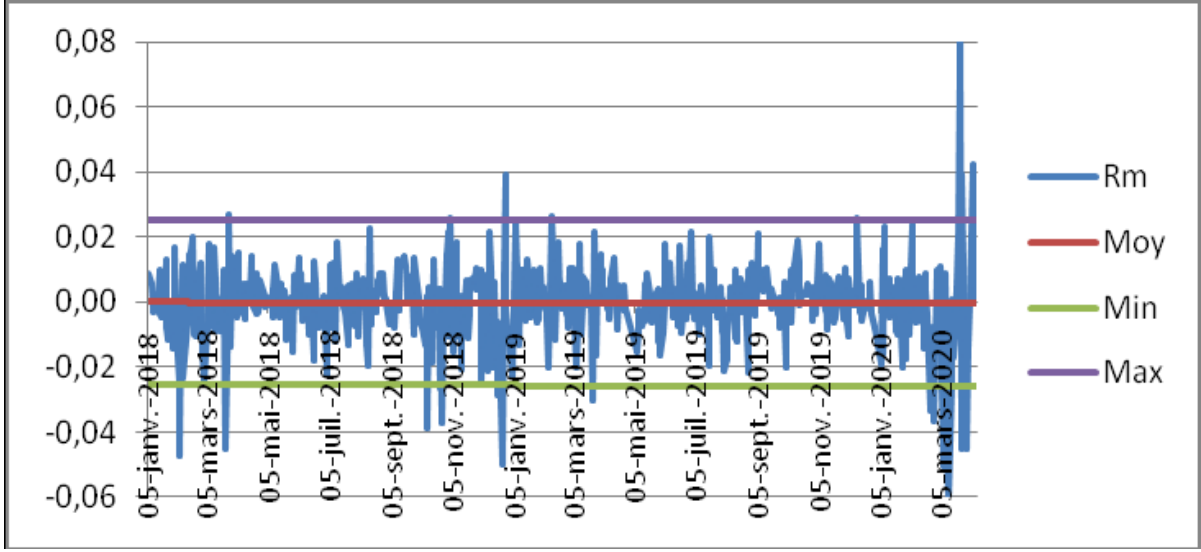


المصدر: غربي حمزة، بدروني عيسى، أثر جائحة كورونا على الاسواق المالية العالمية – دراسة وصفية تحليلية لمؤشر بعض البورصات العالمية – مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 08، العدد 02، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، جوان 2020، ص5.

بالنسبة لعائد السوق المالية المتمثلة في مؤشر NIKKEI225، فيوضح الشكل التقدير الخطي للعوائد، كما هو واضح تمركز العوائد حول الخط، إلا في فترتين، بعض التشتت في نهاية سنة 2018، و الفترة الثانية التي شهدت تشتتاً كبيراً في نهاية الملاحظات، حيث تظهر عدة قيم شاذة جداً، و هي توافق فترة جائحة كورونا.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص5.

## الشكل (2) : تطور سلسلة عائد مؤشر NIKKEI225



المصدر: غربي حمزة، بدروني عيسى، أثر جائحة كورونا على الاسواق المالية العالمية، المرجع السابق، ص6.

### ثانيا: تحليل أثر انتشار جائحة فيروس كوفيد- 19 على سوق أسهم بورصة شانغهاي

أثارت أزمة البوصات العالمية الاخيرة في ظل تفشي جائحة كوفيد- 19، ضرورة البحث العميق في بورصات الدولة التي انطلق منها الوباء، و كيف كان تأثير هذه الجائحة على مؤشرات أداء هذه البورصات، من هنا سنقوم بدراسة قياسية و تحليلية لسوق الاسهم الصينية من خلال بورصة شنغهاي و مدى تأثرها بجائحة فيروس كوفيد- 19.<sup>1</sup>

#### 1: التحليل الكمي لتأثير جائحة فيروس كوفيد- 19 على سوق الاسهم لبورصة شنغهاي

##### 1: التعريف ببورصة شنغهاي

تعد بورصة شنغهاي واحدة من بورصتي الاوراق المالية التي تعمل بشكل مستقل في جمهورية الصين الشعبية، و رابع أكبر سوق للاوراق المالية في العالم من حيث القيمة السوقية عند 4.93 تريليون دولار أمريكي اعتبارا من أبريل 2020 بعد بورصة نيويورك و بورصة ناسداك الامريكية و بورصة طوكيو، هي منظمة غير ربحية، و يتم تداول لاسهم و الصناديق و السندات و المشتقات فيها، تديرها لجنة تنظيم الاوراق المالية في الصين. هناك فنتان من الاسهم لكل شركة مدرجة يتم تداولها في بورصة شنغهاي هما: أسهم A يتم تداولها بعملة الرنمينبي يوان المحلية أين يتم تداولها من قبل المواطنين الصينيين سواء الافراد أو المؤسسات، في حين أن الاسهم B يتم تداولها بالدولار الامريكي و هي مفتوحة بشكل عام للمستثمرين الاجانب.

<sup>1</sup>كشيدة فضيلة، مرجع سابق، ص388.

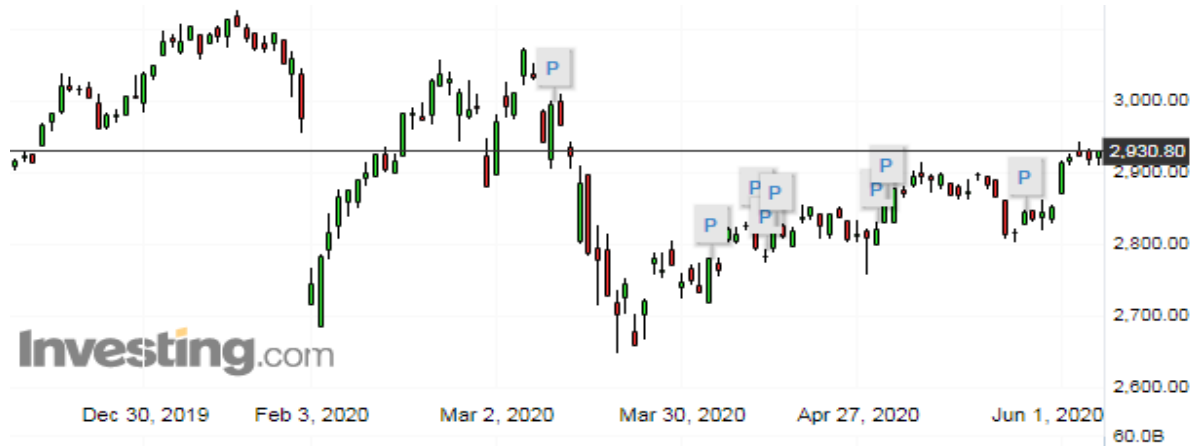
يعد مؤشر شنغهاي المركب SSEC المؤشر الأكثر استخداما لاداء بورصة شنغهاي، و الذي يستخدم كمقياس لأداء 1239 شركة مدرجة في بورصة شنغهاي.<sup>1</sup>

**ثانيا: تحليل عملية التداول لسوق أسهم بورصة شانغهاي من خلال الشموع اليابانية لمؤشر شنغهاي المركب**

يعتبر مخطط الشموع اليابانية من أشه المخططات المستخدمة من قبل متداولي الاسهم على مستوى العالم لتحليل عمليات التداول، لأنها تقدم فهم أعمق لحركة سعر السوق، يوضح مخطط الشموع اليابانية العلاقة بين سعر الافتتاح و سعر الاغلاق و ادنى سعر و أعلى سعر للتداول للمؤشر المركب لبورصة شنغهاي للاوراق المالية.

تظهر الشموع اليابانية التطور الشهري لبورصة شنغهاي للاوراق المالية خلال فترة 20 جانفي 2020 إلى 15 ماي 2020، حيث أغلق المؤشر في 15 ماي 2020 عند 2868.46 نقطة.<sup>2</sup>

**الشكل (3): تغير مؤشر شنغهاي خلال فترة 20 جانفي 2020 إلى 15 ماي 2020**



المصدر: كشيده فضيلة، المرجع السابق، ص389.

يتضح لنا من خلال الشموع اليابانية للمؤشر المركب لبورصة شنغهاي خلال الفترة 20 جانفي 2020 إلى 15 ماي 2020 ما يلي:

- حركة الاتجاه العرضي للمؤشر المركب لبورصة شنغهاي هي حركة متذبذبة، وذلك من خلال حركة الشموع الخضراء التي تمثل ارتفاع مؤشر شنغهاي، و كذا حركة الشموع الحمراء التي تعكس انخفاض هذا المؤشر.
- هناك تداول كبير و حركة عنيفة في السوق و نشاط كبير من قبل المستثمرين من خلال الفرق الكبير بين سعر الافتتاح و سعر الاغلاق و هذا ما توضحه الشموع الطويلة ( 23 جانفي 2020، أعلى سعر 3045.04، أدنى سعر 2355.35)، (04 فيفري 2020، أعلى

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص388.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص389.

- سعر 2786.16، أدنى سعر 2685.27)، (16 مارس 2020، أعلى سعر 2898.03، أدنى سعر 2784.66)، (06 ماي 2020، أعلى سعر 2879.26، أدنى سعر 2830.65).
- دخلت بورصة شنغهاي حالة من الركود بعد 25 مارس 2020 ما تؤكد الشمعات القصيرة بسبب تفشي فيروس كوفيد-19 عالميا و زيادة توقعات ركود الاقتصاد العالمي، الذي ينخفض فيه الانتاج العالمي مع التأثير على العمالة و أنشطة الاستراد و التصدير و كذا الخدمات و السفر و السياحة.
  - عملت الحكومة الصينية على إنعاش السوق المالية الصينية، حيث شهد المؤشر المركب لبورصة شنغهاي ارتداده بعد 30 مارس 2020 ليقطص خسائره و هذا بدعم من مشتريات الحكومة الصينية في أسواق المال، من خلال إطلاق بنك الشعب الصيني لطمأنة المستثمرين بخص 173 مليار دولار للحفاظ على السيولة في الاقتصاد الصيني.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: الاسواق المالية العربية

تجرعت البورصات العربية بجائحة كوفيد-19 كغيرها من البورصات العالمية مرارة الآثار السلبية لجائحة كورونا بنسب متفاوتة، ندرس ندسن منها بورصة تونس و المغرب و مصر.

#### (1): بورصة تونس

عرف مؤشر بورصة تونس "توننداكس" TUNINDEX تراجعاً هاماً بعد تفشي جائحة كورونا لاسيما إثر الاجراءات التي اتخذتها الحكومة لمواجهة الجائحة، وازدادت حدة هذه الآثار مع مرور إلى المستوى الثاني من مخطط مكافحة فيروس كورونا بغلق المجال الجوي البري و البحري. فقد مؤشر نوننداكس إثر ذلك و في ظرف ثلاثة أيام 14، 15 و 16 مارس 2020 ما يعادل 10.2% من عوائده ليواصل الانخفاض في 2020/03/17 ليبلغ 15.11%.

بصفة عامة في الثلاثي الاول لسنة 2020 انخفض مؤشر توننداكس بنسبة 8.97% في حين انخفض مؤشر القطاع المصرفي بنسبة 9.76% و شمل هذا الانخفاض البنوك بنسبة 41.4% كونها تمثل 52.6% من الرسملة الاجمالية للبورصة.<sup>2</sup>

#### (2): بورصة المغرب

لم تسلم بورصة دار البيضاء من الآثار السلبية لجائحة كورونا إذ هوت معظم أسهمها في جلسة 2020/03/13، وسجل مؤشر "مازي" إنخفاضا حادا بلغ 14.53% مقارنة مع مستواه في بداي السنة مباشرة إثر الاعلان عن أولى حالات الإصابة بكورونا في المغرب، فقدت بورصة الدار البيضاء 90 مليار درهم من رسملتها أي بمعدل 41% منها.

لمواجهة أزمة كورونا و الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي و تفادي النكسات و الركود، لجأ المغرب في السابع من شهر أفريل 2020 إلى استخدام خط الوقاية و السيولة LPL بسحب مبلغ 3 مليار

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص390.

<sup>2</sup>تحليل نواردة، تداعيات الجائحة الصحية كوفيد 19 على الاسواق المالية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، الجزائر، المجلد 16، عدد 1، 2021، ص70.

دولار من صندوق النقد الدولي قابلة للسداد على مدى خمس سنوات، و ضخت هذه الاموال في بنك المغرب لدعم الاقتصاد.

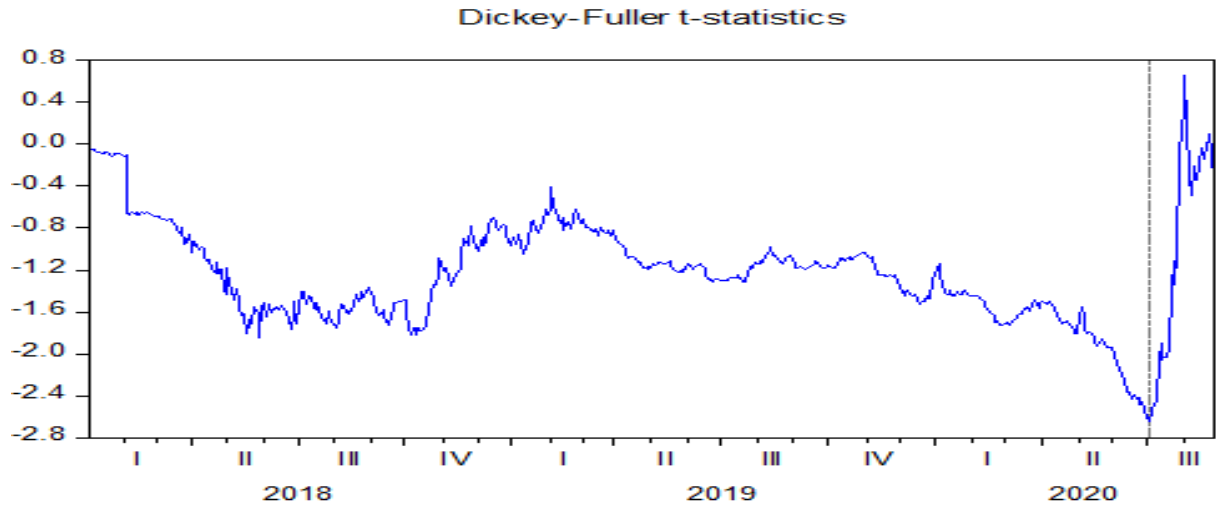
تجدر الإشارة أن اتخاذ هيئات الاوراق المالية أصدر تقريراً عاماً بتاريخ 28 أبريل 2020 يتضمن ملخص عن كل الاجراءات الاحترازية التي اتخذتها الدول العربية لمواجهة تداعيات فيروس كورونا على الاسواق المالية العربية، و قد أوردت فيه الاجراءات المتخذة من قبل كل الدول العربية لإنقاذ أسواقها بالتالي اقتصادها من الركود و الانهيار، ما عدا الجزائر.<sup>1</sup>

### (3): بورصة القاهرة

تأثرت بورصة القاهرة بجائحة كوفيد- 19 كغيرها من البورصات إثر الركود الذي منيت به مصر جراء الاجراءات الوقائية التي أعلنت عنها الدولة، خاصة و أن مصر من الدول السائرة في طريق النمو و التي تعرف عدم توازن في قطاعاتها الاقتصادية.

أما الشكل رقم (4) فيوضح التغيرات الهيكلية لسلسلة قيم مؤشر EGX30 خلال طول فترة الدراسة.

### الشكل (4): التغيرات لسلسلة لقيم مؤشر EGX30 خلال فترة (2019- 2020)



المصدر: غربي حمزة، بن البار امحمد، بدروني عيسى، دراسة قياسية لآثر جائحة كورونا على الاسواق المالية العربية، المرجع السابق ، ص455.

من خلال الشكل السابق، يتضح أن السلسلة الزمنية المصاحبة لهذه الفترة قد شهدت تغيرات هيكلية في سنة 2020، و بالضبط في نهاية الثلاثي الاول.<sup>2</sup>

### الإجراءات المتخذة للسيطرة على التقلبات في الاسواق المالية

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص70، ص71.

<sup>2</sup>غربي حمزة، بن البار امحمد، بدروني عيسى، دراسة قياسية لآثر جائحة كورونا على الاسواق المالية العربية – بورصة القاهرة نموذجاً – جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية و الاقتصادية/ المجلد 09، العدد 04، 2020، ص454، ص455.

هناك العديد من الاجراءات التي قامت بها الدول للسيطرة على التقلبات التي حدثت جراء وباء كورونا و سنعرض أهمها فيما يلي: <sup>1</sup>

**1: قاطع دائرة التداول:** قاطع دائرة التداول هي إجراءات يتم تنفيذها عن طريق البورصات عندما تعتبر تحركات الاسعار شديدة التقلب، يمكن أن تتخذ شكل تعليق للتداول أو الحد من شراء و بيع الاوراق المالية ضمن نطاق سعري محدد. حيث أدت عمليات البيع للاشهر الاخيرة في أسواق الاسهم بجميع أنحاء العالم إلى توقف التداول في العديد من الاسواق المالية، و هو أمر يمكن أن يصبح شائعا بشكل متزايد، حيث يخشى المستثمون من تأثير تفشي الفيروس التاجي، ففي الولايات المتحدة الامريكية تم إيقاف التداول 4 مرات خلال شهر مارس، حيث تفرض الارشادات الحالية وقفة لمدة 15 دقيقة للتداول في جميع البورصات الامريكية إذا انخفض مؤشر S&P 500 بأكثر من 7% قبل الساعة 3:25 مساء، بوقت نيويورك، وتم إعداد أدوات القطع لتهدئة الاسواق عن طريق إيقاف التداول الذي يكون متقلب بشكل متزايد، و المقرر أن يوقف المستويان الاوليان التداول لمدة 15 دقيقة، في حين أن المستوى 3 سيوقف التداول لبقية اليوم.

كلفت لجنة الاوراق المالية و البورصات الامريكية بإنشاء قواطع دوائر على مستوى السوق لمنع تكرار انهيار السوق الذي حدث في 19 أكتوبر 1987، و الذي انخفض فيه مؤشر داو بنسبة 22.6% و منذ ذلك الحين، تم تشغيلها مرة واحدة فقط في عام 1997 قبل أن تشغل أربع مرات في شهر مارس، و هي المدة الظاهرة باللون الرمادي في الشكل السابق و كل منها دامت 15 دقيقة، و هذا ما هو إلا دليل على شدة التقلبات التي ميزت السوق المالية الامريكية جراء وباء كورونا.

و نجد في آسيا أنه تم تشغيل قاطع دائرة التداول في العديد من البورصات بما في ذلك الهند، اليابان، كوريا الجنوبية، إندونيسيا، تايلندا، و الفلبين. و فيما يلي قاطع دائرة التداول في بعض البورصات الرئيسية في آسيا:

## - الصين

ستقوم كل من بورصة شانغهاي و شنتشن بتعليق التداول لمدة 15 دقيقة عندما يرتفع أو ينخفض مؤشر CSI300 بنسبة 5% أو أكثر من إغلاقه للمرة الاولى، إذا ارتفع المؤشر أو انخفض بنسبة 7% أو أكثر عن الاغلاق السابق، سيتم إيقاف التداول خلال اليوم، و تشمل المنتجات التي تخضع لقواطع الدائرة الاسهم و صناديق الاستثمار و بعض السندات.<sup>2</sup>

في بورصة هونج كونج لا ينطبق قاطع دائرة التداول حاليا غلا على الاسهم المكونة لمؤشر

Hang Seng Index و Hang Seng China Enterprise Index، ويعتمد قاطع الدوائر على "السعر المرجعي" أو آخر سعر تداول منذ 5 دقائق، حيث يتم تشغيل فترة التهدئة إذا ارتفع سعر السهم أعلى أو أقل من 10% من السعر المرجعي، خلال فترة التهدئة التي تستمر لمدة 5 دقائق، يسمح بالتداول فقط ضمن سعر ثابت بنسبة 10% أعلى أو أقل من السعر المرجعي، اعتبارا من شهر ماي، ستقوم

<sup>1</sup>سارة بكوش، تداعيات وباء كورونا على الاسواق المالية العالمية، المجلة المغاربية للاقتصاد و المناجمنت، المجلد 07، العدد 01، مارس 2020، مختبر تقييم أسواق رؤوس الاموال الجزائرية في ظل العولمة، الجزائر، ص32.  
<sup>2</sup>المرجع السابق، ص32، ص34.

بورصة هونج كونج بتوسيع قاطع دائرة التداول لتغطي 500 سهم أو نحو ذلك، و سيتم أيضا تسوية السعر المرجعي الذي سيؤدي إلى فترة تبريد وفقا لقيمة السوق.

#### - الهند:

يتم تشغيل قاطع التداول في الهند عندما يخرق Nifty أو Sensex حدا محدد مسبقا. هذا الحد هو 10% و 15% و 20% أعلى أو أقل من إغلاق اليوم السابق للمؤشرات.

#### - اليابان:

تقوم مجموعة Japan Exchange Group، الشركة التي تدير البورصات الرئيسية في الدولة، بتطبيق عمليات التداول لجميع العقود الآجلة و عقود الخيارات، بالإضافة إلى المنتجات المشتقة المتعلقة بالعقود الآجلة و الخيارات، حيث يحتوي كل منتج على "نطاق السعر المحدد" الخاص به الذي سيقطع التداول، و التي سيتم تعديل بعضها كل بضعة أشهر باستخدام صيغة تأخذ في الاعتبار اتجاهات الاسعار السابقة، و سيتم تعليق التداول لمدة 10 دقائق عندما يتماخرا هذا الحد.

#### - كوريا الجنوبية:

في أسواق كوريا الجنوبية، سيتم تعليق تداول جميع الاوراق المالية المدرجة (باستثناء سندات الدين) لمدة 20 دقيقة إذا انخفض المؤشر القياسي المعني KOSPI أو KOSDAQ بأكثر من 10% عن سعر إغلاق اليوم السابق، يقتصر تشغيل قاطع دائرة التداول على مرة واحدة يوميا.

**2- السندات الاجتماعية:** لمساعدة الاسواق المالية خاصة و الاقتصاد عامة برزت السندات الاجتماعية كوسيلة لتعبئة رأس المال الخاص من أجل الصالح العام، وهي شبيهة بالسندات التقليدية، حيث تقدم السندات الاجتماعية عوائد ثابتة للمستثمرين و لكنها تستخدم العائدات حصيا لأسباب اجتماعية، حيث تحدد المبادئ الأساسية للسندات الاجتماعية توجيه التمويل إلى قطاعات معينة، منها الخدمات الأساسية للرعاية الصحية، تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة، و المجالات الأخرى التي يمكن أن يؤثر عليها فيروس كورونا سلبيا، كما تستهدف أيضا هذه السندات بعض الفئات الأكثر تأثرا و العاطلين عن العمل، وفقا للمعايير التي وضعتها الهيئة العالمية لسوق رأس المال مؤخرا، ويقول معهد التمويل الدولي، إن هناك توقعات بأن يزداد العجز بصورة كبيرة في دول العالم، وبالتالي فإن سوق السندات الاجتماعية قد يوفر لمدراء الدين أداة جديدة لتنويع استثماراتهم، وهو ما يزيد الاقبال عليها.<sup>1</sup>

تم إصدار أول سند اجتماعي من قبل فرع بنك الصين في "مكاو" أواخر فيفري، حيث جمع أكثر من 600 مليون دولار من السندات الاجتماعية، و هذا للتخفيف من آثار وباء كورونا و دعم الشركات الصغيرة و المتوسطة في "مكاو".

وفي واحدة من أكبر إصدارات السندات الاجتماعية المقومة بالدولار حتى الان قام البنك الافريقي للتنمية بجمع نحو 3 مليارات دولار من إصدار سندات اجتماعية موجهة إلى مكافحة وباء كورونا، و

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص34، ص35.

جاءت هذه السندات لأجل 3 سنوات و بعائد يبلغ 0.75%، وأدى هذا الاصدار إلى إرتفاع إصدارات السندات الاجتماعية منذ بداية شهر أفريل إلى 7 مليارات دولار.

كما أشار معهد التمويل الدولي أن مصدري السندات الاجتماعية يمكنهم استخدام حصيلة الاصدارات لتطوير الطاقة الاستيعابية لاختبارات فيروس كورونا، و اللقاحات، وتصنيع أجهزة الوقاية وأدوات النظافة.

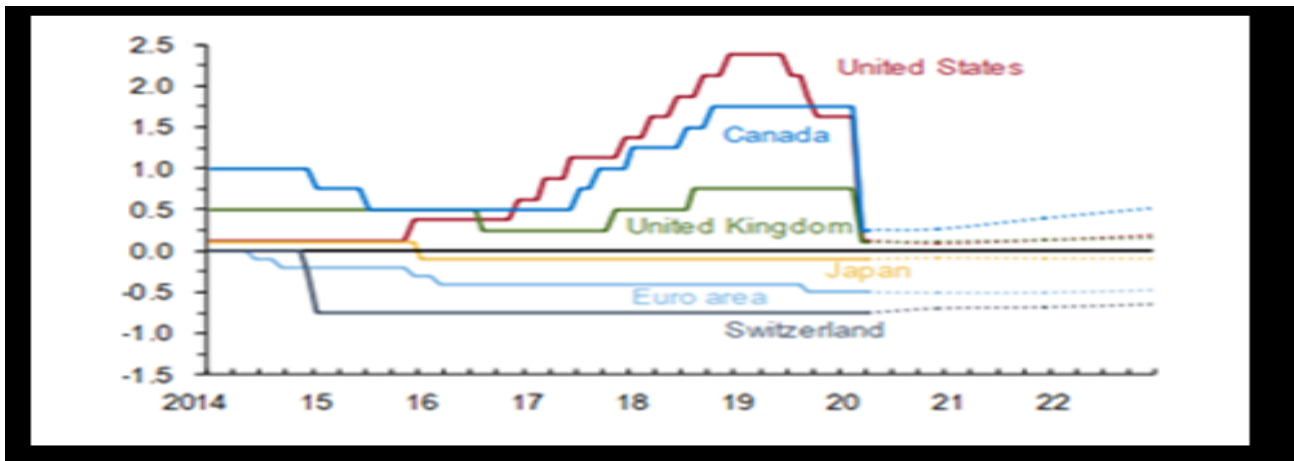
وجمعت مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي منذ مارس مليار دولار من السندات الاجتماعية، سيعزز بها إنتاج الامدادات الطبية في الاسواق الناشئة، كما تعهدت المؤسسة بتقديم 8 مليارات دولار للعملاء الحاليين في القطاعات المتضررة بشكل مباشر من الوباء، مثل السياحة و التصنيع، في العديد من البلدان المتقدمة، تتلقى هذه الصناعات قروضا و منحاً يمكن الوصول إليها من الحكومة، لكن الاقتصاديين يحذرون من أن الاجراءات الحالية بما في ذلك صندوق الاغاثة الذي تبلغ تكلفته 2 تريليون دولار أمريكي لا تكفي ببساطة لتغطية الاضرار طويلة المدى للجائحة.

### 3 - إجراءات أخرى:

هناك العديد من الاجراءات الاخرى التي تساعد السيطرة على تقلبات الاسواق المالية منها:

- تدخلت البنوك المركزية للعديد من الدول بضخ أموالا كبيرة، و الدخول في برامج مبادلة مع البنوك المركزية الرئيسية لتوفير السيولة الدولارية حول العالم، كما طلبت الحكومات من البنوك تجميد دفع الارباح ووقف المكافآت حتى تفوت الازمة، وقامت بخفض معدلات الفائدة إلى الصفر لتحفيز الطلب، كل هذا لتجنب شح السيولة وتجمد أسواق المال.<sup>1</sup>

الشكل (5): معدلات الفئدة الفعلية و المتوقعة في الاقتصاديات المتقدمة



المصدر: سارة بكوش، مرجع سابق، ص37.

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص36، ص37.

يلاحظ من الشكل أن معدلات الفائدة في كل من الولايات المتحدة، كندا، المملكة المتحدة، اليابان، الاتحاد الأوروبي، سويسرا تقترب من الصفر وهذا بداية من سنة 2020 أي سنة انتشار الوباء، كإجراء لمجابهة التقلبات الشديدة في الاسواق و الاقتصاديات ومحاولة للسيطرة عليها.

- **مساعدة منشآت الاعمال و الحفاظ على الوظائف:** حيث تواصل مؤسسة التمويل الدولية تنفيذ تسهيلها التمويلي سريع الصرف بقيمة 8 مليار دولار الذي يهدف إلى مساعدة الشركات على الاستمرار في عملها و الحفاظ على الوظائف، وقد طلبت قرابة 300 من الجهات المتعاملة مع المؤسسة المساندة، ومن الممكن أن تفوق طلبات الاستفادة من هذا التسهيل التمويل المتاح، وبناء على هذا الجهد واحتياجات السوق، تهدف المؤسسة إلى تقديم 47 مليار دولار تمويلًا للبلدان النامية خلال خمسة عشر شهرا، وقد بلغ إجمالي الارتباطات التراكمية المتصلة بمكافحة جائحة كورونا في إطار "برنامج المؤسسة لتمويل التجارة العالمية" الذي يساند منشآت الاعمال الصغيرة و المتوسطة المشاركة في سلاسل التوريد العالمية، 1200 عملية في 33 بلدا بما قيمته 1.4 مليار دولار، وكان 51% من هذا المبلغ في بلدان منخفضة الدخل و تعاني من الهشاشة.

- تستنفذ الحكومات والبنوك المركزية في جميع أنحاء العالم مجموعة أدوات السياسات الخاصة بها لمعالجة التداعيات الاقتصادية لوباء فيروس كورونا، لكن التحفيز النقدي و المالي وحده قد لا يكون كافيا للتعامل مع الازمة، ففي 14 أبريل، حذر صندوق النقد الدولي من أن عمليات الاغلاق العالمية ستنتج "أسوأ ركود منذ الكساد الكبير". و من المقرر أن ترتفع الديون السيادية من حزم التحفيز الضخمة، و هذا ما يدعو للحاجة إلى حلول تمويل أخرى للحد من عدوى فيروس كوفيد-19، و تقديم اللقاح، و الحفاظ على استمرار الاعمال التجارية.

- يواصل منظمو الاسواق المالية معالجة مختلف القضايا التنظيمية الناشئة عن أزمة كوفيد-19 المستمرة، على سبيل المثال عن طريق منح إعفاءات، و إصدار أوامر مؤقتة، ونشر الارشادات لتوجيه المتعاملين بها.

- تخطط السياسات الاستثنائية: لمساعدة مؤسسات الاعمال على إعادة تعيين العاملين بعد الجائحة، تخطط بعض الحكومات لتخفيضات مؤقتة في ضرائب الرواتب و الاجور لتشجيع الشركات على تعيين العمالة، و لتشجيع الناس على الانفاق، يمكنها استخدام تخفيضات ضريبة القيمة المضافة المحددة زمنيا أو قسائم الاستهلاك، كذلك يمكن التعجيل بمشروعات الاستثمار الاصغر، وبشكل عام يمكن أن تقوم البلدان مقدما بتشريع إجراءات يبدأ تطبيقها تلقائيا في حالات الهبوط الاقتصادي، على غرار الاعانات الاجتماعية و تخفيف الضرائب مثلا، ومن شأن هذا أن يتيح للناس ما يحتاجونه من دعم مالي ضروري بسرعة أكبر، وفي الوقت نفسه، يعتمد نطاق الدعم على قدرة البلدان على تمويل هذه الاجراءات.<sup>1</sup>

كل هذه الاجراءات تساهم في دعم الاسواق المالية و طمأننة المتعاملين بها.

### المبحث الثالث: تأثر السوق المالية الجزائرية بالجائحة كوفيد-19

تعتبر السوق المالية الجزائرية سوق فتية وليدة الاصلاحات المعمقة التي عرفتھا الدولة منذ نهاية الثمانينات، فبالموازاة مع إصلاح المؤسسات العمومية الاقتصادية، قامت الدولة بإصلاح النظام

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص37، ص38.

المصرفي بغرض إعطائه دفعا جديدا عن طريق إدخال أساليب جديدة في حركة رؤوس الاموال، وتشجيع المستثمرين الوطنيين والاجانب، من جهة أخرى حرصا منها على رسم كل ملامح الاقتصاد الجديد، أفحمت نصوصا قانونية في تشريعاتها، تنص على تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، وإنشاء بورصة لتداول هذه القيم.

## المطلب الاول: تعريف بورصة الجزائر

### أولا: بورصة القيم المنقولة في الجزائر

تعرف بورصة القيم المنقولة في الجزائر من حيث زمن تنفيذ العمليات فيها سوقا واحدة هي السوق العاجلة، تشمل قسمين أساسيين هما سوق سندات رأس المال التي تعرف بسوق الاسهم و سوق سندات المعروف بسوق السندات، تبعا للقيم المنقولة التي تصدرها شركات الاسهم.

حدد المشرع الجزائري القيم المنقولة الصادرة عن شركات المساهمة في المادة 715 مكرر 33 من القانون التجاري التي نصت على ما يلي: يمكن لشركات المساهمة أن تصدر ما يلي:

- 1- سندات كتمثيل لرأسمالها.
- 2- سندات كتمثيل لرسوم الديون التي على ذمتها.
- 3- سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأسمال الشركة عن طريق التحويل أو التسديد و أي إجراء آخر.<sup>1</sup>

ذكر المشرع في هذا التعريف ثلاثة أصناف من الاوراق المالية على سبيل المثال لا على سبيل الحصر، ألا وهي الاسهم التي سماها بسندات كتمثيل لرأسمال الشركة، السندات بعبارة سندات لتمثيل رسوم الديون التي على ذمة الشركة، أما الطائفة الثالثة فقد فضل المشرع استعمال عبارات وصيغ من شأنها احتواء قيم منقولة هجينة تميل تارة للاسهم و تارة أخرى للسندات.

كما نصحت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها على أن القيم المقبولة في بورصة الجزائر هي تلك الصادرة عن شركات الاسهم، و بما أن المشرع سردها في المادة 715 مكرر 33 من التقنين التجاري، يفهم أنها كلها صالحة لتكون محل عمليات البورصة، إلا أن نص المادة 77 من النظام رقم 97-03 قبل تعديله انتقت من هذه القيم الاسهم و السندات فقط إذ جاء مضمونها كما يلي: " إن السعر الرسمي لبورصة القيم المنقولة هو سوق وحيد يتضمن سوقا لسندات رأس المال وسندات الديون ".<sup>2</sup>

### ثانيا: استقرار نسبي في حجم الصفقات المتداولة في بورصة الجزائر أثناء جائحة كورونا

تطرح شركات المساهمة أسهمها لأول مرة في سوق الاصدار التي تسمى بالسوق الاولية، وذلك بعرضها على الجمهور للاكتتاب لأول مرة، تمتلك شركة المساهمة حق اختيار الاجراء المناسب لها، عند طرح قيمها المنقولة للاكتتاب، مع ذلك فإن عملية اللجوء العلني للادخار هي أنسب وسيلة للبحث عن المستثمرين، فعلى عكس الاكتتاب المغلق أو الخاص يتوجه هذا الاجراء إلى الجمهور عامة أو إلى السوق، يتم تداول الاسهم المصدرة، في السوق الثانوية التي تعرف ببيوق البورصة، عن طريق وسطاء

<sup>1</sup>حمليل نواردة، مرجع سابق، ص73.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص73، ص74.

معتمدين، سواء السوق الرئيسية، أو سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستحدثة بموجب النظام رقم 01-12.

لتقييم مدى تأثير بورصة الجزائر بجائحة كورونا، سنعرض حجم التداولات التي شهدتها هذه الاخيرة قبل الجائحة إلى يومنا هذا خلال فترة 2019-2021 في الجدول التالي:

### الجدول (3):

القيم المتداولة	عدد الصفقات 2021	عدد الصفقات 2020	عدد الصفقات 2019
فندق الأوراسي	21	26	58
أليانس للتأمينات	11	31	61
بيوفارم	25	96	207
صيدال	18	20	87
سندات الدين	/	/	/
أوم أنفست pme	00	00	03

المصدر: تحليل نوار، المرجع السابق، ص75.

يتضح جليا من خلال الارقام المذكورة أعلاه أن عدد الصفقات المبرمة في بورصة الجزائر أخذ منحى تنازلي منذ 2019 قبل جائحة كورونا إلى 2021، وكانت سنة 2020 التي اهتزت فيها الاسواق العالمية أفضل حفا من سنة 2021 التي عرفت فيها الاسواق العالمية دفعا جديدا وتحسنا ملحوظا، ليشكل بذلك منحى مغاير تماما للواقع العالمي، يمكن القول أن هذه الارقام لا تعكس تأثير بورصة الجزائر بجائحة كورونا وكان الجزائر في كوكي آخر غير كوكب الارض.

تجدر الإشارة أنه في سنة 2020 تم تعليق تداول أسهم شركة أنسي رويبة لكن ليس بسبب جائحة كورونا، إنما بسبب الصعوبات المالية التي كانت تعاني منها الشركة قبل ذلك منذ بداية 2018، الامر الذي جعلها تقدم طلبا إلى كل من بورصة الجزائر، ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإجراء عرض عمومي للسحب وذلك بتاريخ 19 مارس 2020، ثم تعليق تداول أسهمها ابتداء من الاحد 22 مارس 2020، بعد الموافقة على طلبها أصدرت بورصة الجزائر الاعلان رقم 20/42 المؤرخ في 2020/07/26 بتعليق نتائج العرض العلني للسحب لاسهم أنسي رويبة.

### المطلب الثاني: وضعية مؤشر دزاير أندكس خلال 2019 – 2021

اعتمدنا لدراسة مدى تأثير بورصة الجزائر بجائحة كورونا على مؤشر دزاير أندكس و هو المؤشر الوحيد لبورصة الجزائر خلال مقارنة حدوده و قيمه في فترة الدراسة وهي 2019 قبل تسجيل قبل بداية الجائحة و قبل تسجيل أي إصابة بالفيروس في الجزائر، وسنة 2020 وهي سنة الركود الاقتصادي العالمي الذي إهتزت له كل بورصات العالم، وأخيرا سنة 2021 السنة الحالية التي بدأت أغلب الاقتصاديات تتعافى خاصة مع ظهور عدة لقاحات.

## الشكل (6): تطور مؤشر دزاير أندكس



**المصدر:** ناجية سليمان عبد الله، كريم عايش، المؤتمر الدولي العلمي الافتراضي تحت عنوان: واقع ومستقبل الاقتصاد في الشرق الاوسط وشمال أفريقيا في ضوء جائحة كورونا (الجزء الاول)، المركز الديمقراطي العربي للدراسات الاستراتيجية الاقتصادية والسياسية، ماي 2020، ص9.

عرف مؤشر دزاير أندكس أدنى مستوياته بتاريخ 2018/03/14 عند نقطة 1133 ليعرف ارتفاعا في حدود 1400 نقطة بتاريخ 2018/08/20، في بداية سنة 2019 حافظ على استقرار نسبي إلى غاية 2019/04/30، ليبدأ سلسلة الارتفاعات ابتداء من 2019/05/21 في حدود 1500 نقطة.

يلاحظ أنه منذ 2020/03/01 إلى غاية 2020/07/06 عرف استقرار نسبيا عند 1570 نقطة، ليصل إلى 11769 نقطة منذ حصة 2020/04/27.

### الجدول (4) : المقاييس الاحصائية لمؤشر دزاير أندكس

البيان	المتوسط	الانحراف	معامل الاختلاف %
فترة ما قبل كورونا	1569.042	28.72	1.83
فترة أثناء كورونا	1612.411	52.41	3.25

**المصدر:** ناجية سليمان عبد الله، كريم عايش، المرجع السابق، ص9.

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسط مؤشر دزاير أندكس أثناء فترة كوفيد-19 كان أكبر من متوسط المؤشر قبل كوفيد-19 ويعتبر معامل الاختلاف المقياس الانسب للمقارنة بين الفترتين، حيث نلاحظ أن معامل الاختلاف للمؤشر قبل الجائحة كان أقل بنسبة 1.83% بالمقارنة مع فترة أثناء الجائحة.

توصلنا من خلال هذا التحليل إلى أن بورصة الجزائر عرفت استقرار نسبيا خلال فترة الجائحة الصحية، ليس لعدم تأثرها بالجائحة إنما لعد فعاليتها أصلا، فالمعاملات فيها شبه منعدمة، في الوقت الذي تحسب الصفقات في البورصات العالمية بالمليارات و البليارات سجلت بورصة الجزائر أحسن صفقة لها خلال سنة 2020 بـ 96 صفقة لشركة بيوفارم مقابل 30 صفقة لنفس الشركة خلال 2021.

هذا لا يعني عدم تأثير الاقتصاد الجزائري بصفة عامة بجائحة كوفيد-19، بل بالعكس فقد مني بعجز كبير بسبب انهيار أسعار النفط في الاسواق العالمية، الذي بلغ سعره أدنى مستوياته في حدود 25 دولار للبرميل بتاريخ 18 مارس 2020، نظرا للاعتماد الشبه كلي للاقتصاد الجزائري على المحروقات لتمويل الخزينة العمومية، بلغت نسبة عجز الخزينة العمومية لسنة 2020 بـ 19.97% و من المتوقع أن تصل إلى 15.03% في سنة 2021.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: انعدام السوق الاجلة في بورصة الجزائر جعلها في منأى عن الازمة المالية الناتجة عن الازمة الصحية كورونا.

يقصد بالعمليات الاجلة في البورصة تلك العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل تسليم الاوراق المالية المباعة ودفع الثمن إلى يوم لاحق يسمى يوم التصفية، فبموجب اتفاقهما يحدد البائع و المشتري شروط العقد على أنهما ينفذانه في وقت لاحق، وعادة ما تتم العمليات الاجلة على المكشوف، أي أن البائع لا يمتلك الاوراق المالية وقت عقد الصفقة، لان ملكية المبيع في هذه العمليات مؤجلة، فلا يضطر البائع لحيازتها وقت التعاقد، إنما تكفي حيازتها وقت التصفية، وبما أن المبيع من المثليات، أي يوجد مثلها في السوق يستطيع البائع اقتناءها قبل التصفية، لذا يقال أن البائع في العمليات الآجلة يبيع ما لا يملكه.<sup>2</sup>

#### أولاً: عدم تأثر بورصة الجزائر بجائحة كورونا لغياب سوق للعقود المستقبلية فيها

إن سوق العقود المستقبلية أكثر لاسواق تأثرا بالجائحة الصحية كورونا في العالم بأسره نظرا لفوارق الزمن بين ابرام الصفقة وتنفيذها، فهي تقوم على المضاربة على فوارق الاسعار بين الزمنين لذا تترفع درجة المخاطرة، ففج أبرمت الكثير من تاعقود في زمن قبل كورونا بأسعار معينة، لكن الركود الاقتصادي الذي عرفه العالم جراء جائحة كورونا أفرز معطيات جديدة وأسعار غير متوقعة بالمرّة، سببت خسائر فادحة للعديد من المستثمرين.

فالاصل في المعاملات أن تشتري الاوراق المالية أولاً ثم تباع فيما بعد، فهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري ورقة مالية ما على أمل أن ترتفع أسعارها فيما بعد لتحقيق أرباح معتبرة، غير أن هذا النمط لا يستهوي فئة المضاربيين، التي تبيع الورقة المالية عندما ترتفع أسعارها لتشتريها لاحقاً عند انخفاضها، وكما يبدو فإن هذا النوع من المعاملات مرهون بتكهنات البائع و توقعه انخفاض القيمة السوقية للورقة محل الصفقة بعد إجراء البيع.

بهذا يسمى البائع مضارباً على الهبوط، أي انخفاض الاسعار، بينما يسما الطرف الثاني المشتري، مضارباً على الصعود، لانه يتوقع من جهته ارتفاعاً للاسعار بحجم أكبر مما اشترى به يوم الصفقة، ويتمركز المكسب كله في مثل هذه العمليات، على فروق الاسعار التي تحدث بين نقطتين زمنييتين هما وقت العد ووقت التصفية، فاذا انخفضت الاسعار يحقق البائع مكسباً والمشتري خسارة، وفي حالة العكس يكون البائع خاسراً والمشتري رابحاً.

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص76.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص77.

تهيء العقود المستقبلية للمستثمر فرصة توظيف الاموال قبل تسليمها ببضعة أسابيع، أو الاستفادة من الاوراق المالية قبل تسليمها، إن أراد اغتنام فرصة هبوط عارض في الاسعار، وكان يخشى صعودها قبل ورود المال اليه، ففي هذه الحالة ينفذ العقد بالأجل بتسليم الصكوك فعلا في ميعاد استحقاقها أو بعد تحقيق مرابحة أو مرابحتين.

رغم المكاسب التي قد تحققها هذه العمليات للمستثمر، إلا أنها تكون دائما مصحوبة بخسائر للطرف الثاني، فبقدر كبر حجم الربح يكبر حجم الخسارة، إضافة إلى أن مثل هذه العمليات مرهونة بتكهنات وتوقعات متعلقة بالاسعار الشيء الذي يرفع من درجة المخاطر فيها، ناهيك عن قلة السيولة في مثل هذه الاسواق وصعوبة تسوية العمليات فيها.

تبنى المشرع الجزائري مبدأ حظر العقود المستقبلية في بورصة القيم المنقولة بموجب المادة 79 من النظام رقم 97 - 03، مع أنه سمح التعامل بها في السوق النقدية، كان ذلك بحجة حماية السوق والمدخرين من خطر مغامرات المضاربيين، في وقت كانت فيه بورصة الجزائر فنية وحديثة العهد، لكن الظاهر أن هذه البورصة الفنية لم ولن تكبر أبدا ما دامت منغلقة على نفسها لا تأثر ولا تتأثر بغيرها من البورصات العالمية، فجعلها هذا الحظر في منأى عن عاصفة إنهيار الاسعار التي تعرضت لها الاسواق العالمية جراء جائحة كورونا.<sup>1</sup>

### ثانيا: عدم تأثر بورصة الجزائر بجائحة كورونا لغياب سوق الخيارات فيها

تعرف عقود الخيارات بأنها اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية كالسلع، أو خيالية كالادوات المالية أو المشتريات، لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفين يعرف بسعر الخيار، يعتبر البعض أو عقد الخيار وعد من جانب واحد، إذ يعد أحد المتعاقدين المتعاقد الآخر بالشراء أو بالبيع عند سعر معين في ميعاد زمني معين، يسمى هذا الوعد بالخيار لأنه غير ملزم فللواعد خيار التنفيذ أو العدول عن التنفيذ عند حلول الاجل، إذا رأى أن ظروف السوق غير مناسبة للبيع أو للشراء، يرمز إلى خيار الشراء بتسمية " call " ويرمز إلى خيار البيع بتسمية " pirt " أما ثمن البيع أو الشراء يرمز إليه بعبارة " strike " .

أما شركة euronexy الفرنسية فقد عرفت عقود الخيارات بأنها " العقود التي بموجبها يدفع المشتري للبايع مبلغ من المال مقابل خيار الشراء الذي قد يستعمله المشتري، فيكسب حق الشراء بسعر محدد مسبقا يسمى سعر التنفيذ، خلال فترة محددة في العقد.

تنقسم عقود الاختيار إلى نوعين أساسيين هما عقد اختيار الشراء و عقد اختيار البيع.

**(1): عقد خيار الشراء:** هو عقد يبرم بين طرفين هما مشتري الاختيار، وهو الطرف الذي يملك الحق في شراء عدد معين من أسهم مؤسسة ما، من المتعاقد الثاني وهو محور الاختيار أو بائعه، خلال فترة محددة، وبسعر محدد عند التعاقد، يبادر مشتري الخيار إلى هذا الشراء حينما يتوقع ارتفاع أسهم المؤسسة، في حين يظن بأنها ستنخفض، دون أن يقرر اختيار الشراء أي حق على المؤسسة ولا على الارباحها أو فوائدها.

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص78، ص79.

يحدد سعر الاختيار باتفاق الطرفين لكنه معرض للارتفاع كلما طالت مدته، وبالعكس إذا كانت مدة الخيار قصيرة كان سعره أقل، هي علاقة منطقية تتماشى مع الفكرة التي يقوم عليها الاختيار، إذ كلما امتد تاريخ التنفيذ زاد احتمال تحقق توقعات المستثمر في تحقيق الأرباح في المقابل يتوخى البائع خسارة فادحة بارتفاع سعر الاختيار، حتى ولو كان يتوقع انخفاض سعر التنفيذ ثم ارتفع عند الأجل المحدد، فإنه لا يخسر كل شيء.<sup>1</sup>

يحقق عقد اختيار الشراء أرباحاً لمحور الاختيار أي البائع، لا تتعدى حداً أقصى يتمثل في قيمة الخيار، أي ما يعرف بمقدار المكافأة التي يدفعها المشتري، وذلك مهما انخفضت القيمة السوقية للسهم، أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ، حينئذ يمتد المحرر بخسارة تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم وسعر التنفيذ، مطروحاً منها قيمة المكافأة التي سبق أن حصل عليها تزداد قيمة الخسارة مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم، وعلى العكس فإن خسارة مشتري الاختيار محدودة بمقدار المكافأة، يحدث هذا عندما تكون القيمة السوقية للسهم تساوي أو تقل عن سعر التنفيذ، بصرف النظر عن المستوى الذي نزلت إليه الأسعار، لأنه سيستعمل خياره المتمثل في عدم الشراء فيتفادى الخسارة المتعلقة بنزول الأسعار ويكتفي بخسارة قيمة الخيار أي المكافأة، لكنه يحقق أرباحاً معتبرة حينما ترتفع أسعار الأسهم أي أن القيمة السوقية للسهم أعلى من سعر التنفيذ المنفق عليه.

**(2): عقد خيار البيع:** الذي يعرف بأنه العقد الذي يعطي لمالكه كامل الحق في بيع عدد محدد من الصكوك بسعر محدد في تاريخ محدد، يحرر الاختيار من الطرف الذي يلتزم بشراء الأصول في تاريخ محدد إن أراد مشتري الاختيار بيع هذه الأصول مقابل سعر الخيار الذي سمي بالمكافأة.

يكون من حق مشتري الخيار بيع أوراقه المالية للمحرر، الذي سيلتزم بشرائها خلال الفترة المتفق عليها، إذا رغب مشتري الخيار بالبيع وفقاً لسعر السوق أي القيمة السوقية للأسهم، ترتفع أرباح المشتري كلما انخفض السعر السوقي للأسهم، أما إذا حدث وأن ارتفعت أسعار الأسهم، فسوف يستخدم المشتري حقه في عدم تنفيذ العقد أي عدم بيع الأسهم لمحور حق الاختيار، إذ يفضل أن يخسر قيمة المكافأة بعدم تنفيذ عقد الاختيار ببيع الأسهم في السوق الفورية، هذا إذا كان سعر المكافأة أقل من إجمالي الربح المحقق في السوق الفورية.

حدة المضاربة في مثل هذه الأسواق هو سبب إجماع المشرع الجزائري عنها، خاصة وأن بورصة الجزائر غير قادرة على استقطاب المصدرين ولا المستثمرين إليها، فقلة الأدوات المعروضة فيها وقلة الطلبات عليها جعلها شبيهة بالبيت المهجور الذي لا يقترب منه أحد، في حين أن سوق الخيارات تتطلب وفرة في الأدوات المالية المطروحة وتنوعها، ومستثمرون ذو خبرة مميزة وروح مخاطبة عالية.

منيت سوق العقود المستقبلية وسوق الخيارات في العالم بأكبر الخسائر سواء في بورصات القيم المنقولة أو بورصات السلع و المعادن جراء الركود الاقتصادي الناتج عن الحجر الصحي المنزلي العالمي، وعن توقف أغلب النشاطات الاقتصادية الانتاجية منها و الخدماتية، أما بورصة القيم المنقولة في الجزائر فلم تمن بمثل هذه الخسارة لانعدام هذه الأسواق فيها أصلاً.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص79، ص80.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص80، ص81.

## خلاصة الفصل

أجمعت أغلب الدراسات التي تم الاطلاع عليها عن ترابط الاسواق المالية ببعضها البعض، وتأثرها بالاحداث العالمية سواء أكانت أحداث إيجابية أو سلبية، وهذا بسبب العولمة المالية والتحرير المالي الذي انتهجته هذه الاسواق.

أدى ترابط الاسواق المالية بفضل العولمة إلى تماثل كيفية ووقت إستجابتها وتأثرها بالجائحة الصحية كورونا، بحيث أشارت البيانات أن أغلب الاسواق المالية العالمية عرفت أدنى مستوياتها ما بين مارس وأفريل، فقد تبين أن السوق الايطالية في أوروبا كانت الاكثر تضررا من جائحة كورونا، وذلك بسبب فترة الانخفاض في البورصة ونسبة الانخفاض التي سجلتها، وهذا راجع إلى أن إيطاليا كانت بؤرة الوباء في أوروبا، ولهشاشة الاقتصاد الايطالي، وكذا لإجراءات الحجر في إيطاليا، ثم في المرتبة الثانية، السوق المالية الاسبانية، التي تأثرت بسبب توقف السياحة، والتي تمثل نسبة كبيرة من الاقتصاد الاسباني، ثم تأتي كل من السوق المالية الفرنسية، الالمانية، الهولندية والبريطانية، وتأثر كل سوق راجع لقوة اقتصادها ولمدى تأثرها بالجائحة من حيث الاصابات و الوفيات.

أما عن السوق المالية الجزائرية، أثبتت جائحة كوفيد- 19 مرة أخرى أن بورصة الجزائر لا زالت منعزلة ومنطوية على نفسها لا تأثر ولا تتأثر بما يحدث في الاسواق العالمية، يعود السبب في ذلك إلى إنعدام المنتوجات المالية فيها، فسوق بأربعة أسهم لا تستحق أن يطلق عليها تسمية بورصة.

## الخاتمة

النظام المالي هو مجموعة من الهيئات والاليات التي تسمح لبعض الاعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد للتمويل، و تتدفق الاموال داخل النظام المالي بطريقتين، الاولى مباشرة أي دون تدخل وسطاء ماليين بين المقرض و المقترض، والثانية غير مباشرة أي عن طريق وسطاء ماليين، و تعتبر الاسواق المالية هي أساس التمويل المباشر وهي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون للتعامل بالاوراق المالية، تحتوي هذه الاسواق على العديد المتعاملين سواء أشخاص او مؤسسات ولكي تتحدد القرارات الاستثمارية للمتعاملين يجب ان تتسم السوق بالتنافسية، أي تحدد فيها اسعار الاصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب وهو ما يسمى بالسوق الكفاء التي لها أهمية كبير حيث أنها تتدفق فيها رؤوس الاموال بكل حرية.

وقد تعرضت الاسواق المالية للعديد من الازمات حيث تعرف الازمة بأنها انهيار مفاجئ في سوق الاسهم أو عملة دولة ما أو في سوق العقارات كالتالي حدثت في أزمة الرهن العقاري سنة 2008 التي تعتبر من أسوأ وأعنف الازمات التي عرفها التاريخ، فهي أزمة عصفت بكبرى الاقتصاديات العالمية وأكبر المؤسسات المالية الدولية في أمريكا وأوروبا بالنظر لما خلفته من خسائر في معظم القطاعات الاقتصادية العالمية، أزمة مالية هزت أركان الاقتصاد العالمي بكامله وخلقت آثار وخيمة على حركة الاسواق المالية، فهذه الازمة بدأت في الولايات المتحدة الامريكية واندلعت من القطاع العقاري نتيجة الغموض وانعدام الشفافية الذي يلف عمل النظام المصرفي عموما في الولايات المتحدة الامريكية فضلا عن غياب الرقابة الحكومية الفيدرالية في عملية ضخ القروض العقارية.

هذا وقد شهد العالم في بداية 2020 أيضا أزمة صحية سببها الفيروس التاجي كورونا (كوفيد-19)، الذي أثر بشكل كبير على الاسواق العالمية، حيث تأثرت جميع البورصات تقريبا، وانخفضت بشكل حاد، وهذا ما يؤكد أنه رغم المسافة الجغرافية بين هذه البورصات، إلا أن ارتباطهما وثيق فيما يتعلق بالصدمة. هذا وقد أدت عوامل كثيرة إلى حدوث هذه الصدمة المترامنة في البورصات العالمية، منها العولمة التي ربطت الاسواق المالية ببعضها البعض، كذلك مشاعر المستثمرين، فحالة الخوف والهلع التي مست المستثمرين بسبب حالة عدم التأكد وعدم نجاعة إجراءات الحجر مع تزايد عدد الاصابات والوفيات، والتقارير من الهيئات الدولية الرسمية التشاؤمية حول مستقبل الاقتصاد والنمو الدولي.

إضافة العناصر التالية:

### ✓ مناقشة وإختبار صحة الفرضيات

في الاسواق المالية اليوم، نزعة داخلية إلى عدم الاستقرار، وهي مجبولة على عدم التوازن وحتى وإن مرت الاسواق بمرحلة من الاستقرار النسبي فإن هناك ما يدفعها من داخلها إلى عدم الاستقرار وهذا ما يفسر وقوعها المتعاقب في الازمات وهو ما يؤكد خطأ الفرضية الاولى.

تباين في وجهات النظر حول إشكالية تكون الازمات حتى أن البعض يعتبر الازمة شرا لا بد منه لأجل إعادة هيكلة النظم الاقتصادية وفق آليات أكثر نجاعة وهو ما لاحظناه من خلال مجموعة الاجراءات الاستعجالية المتخذة من الدول التي مستها هذه الازمات وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

إن جائحة كورونا لم يشهد لها التاريخ مثيلا في التوسع والانتشار الجغرافي، مقابل إجراءات حكومية مشددة في ما يتعلق بالحجر الصحي، وتقييد الحركة، الأمر الذي أدى إلى حالة من عدم التأكد حول مستقبل هذه الإجراءات، فكثرة الاصابات وتقييد الحركة لم تثبت بعد نجاعتها إلى ما هو لازم، الأمر الذي أثر بشكل مباشر على الاسواق المالية العالمية، ونظرا لارتباط الاسواق ببعضها البعض، ونظرا للعولمة المالية، ودرجة التأثير والتأثير الكبيرتين بين المستثمرين، وتطور تكنولوجيا المعلومات والاتصال، فقد امتدت الازمة العالمية لجميع الدول، ولم تنأ أية سوق مالية سواء كانت نشئة أو متطورة عن الازمة المالية. وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.

## ✓ نتائج الدراسة

إنطلاقا من هذه الدراسة، إستطعنا التوصل إلى النتائج التالية:

- إن سوق الاوراق المالية الراهنة ليست دوما وفي كل وقت تعمل كالأداة لتحقيق التنمية الاقتصادية أولا، والنمو الاقتصادي ثانيا، خصوصا في دول العالم الثالث، وإنما قد تشكل أرضية ملائمة لتوليد الازمات الاقتصادية.
- كان هناك إختلاف كبير في سرعة إنتقال الازمات، حيث يعتمد الاقتصاد في السنوات الاخيرة على التبادل الدولي بشكل كبير ومكثف بسبب العولمة، تحرير الاسواق وتكنولوجيا الاتصالات، وقد أدى هذا إلى تسريع عملية إنتقال آثار الازمات بين الدول في حين الازمات السابقة كأزمة الكساد الكبير ظلت ثلاث أو أربع سنوات للانتشار.
- تختلف مكومات النظام المالي من بلد إلى آخر حسب درجة التطور الاقتصادي ودرجة الابتكار المالي الذي توصلت إليه كل دولة، ووجود نظام مالي متطور يعتبر من بين مقومات ومتطلبات تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال ما يوفره من ميكانيزمات مباشرة وغير مباشرة لتدفق الاموال من الوحدات الاقتصادية ذات طاقة التمويل إلى الوحدات ذات العجز، ولا تتوقف كفاءة النظام على قدرته على جمع المدخرات اللازمة للتمويل بقدرما تتوقف على مدى كفاءته في تخصيص الموارد، كما يوفر النظام في الاقتصاد المعاصر مزايا أخرى كتسريع المعاملات، تحقيق إقتصاديات الحجم وتوفير المعلومات اللازمة للمتعاملين التي لا تقل أهمية عن الدور التمويلي له.

## ✓ أفاق الدراسة

إن بحثنا هذا لا يعدو أن يكون محاولة لإثراء واحدة من التحديات التي تشكل بؤرة توتر حقيقية على مستوى الساحة المالية الدولية، ونتمنى أن نكون قد وفقنا في تقديم ومناقشة البحث بصورة مقبولة على أن يتم الالمام بالموضوع مستقبلا وخاصة وأن هذا المجال خصب للبحث وواعد باستقطاب اهتمام الباحثين من جوانب عدة، وبهذا نكون قد ساهمنا ولو بقدر في فتح المجال لإمكانية إثراء هذا الموضوع الذي يتطلب الكثير من الجهد والتحصيل العلمي حتى نوفيه حقه، وعليه يمكن التطرق مستقبلا إلى:

- الهندسة المالية وأثرها في الازمة المالية العالمية.
- مبررات حدوث الازمات الدولية وسبل مواجهتها.

- ما مدى إمكانية نجاح إصلاح النظام المالي الدولي ؟ وإذا كانت أزمة الكساد الكبير هي التي تسببت في إنشاء المؤسسات المالية الدولية، فهل ما تزال هذه المؤسسات قادرة على أداء دورها بنفس الآليات التي ثبتت لها منذ تاريخ إنشاءها؟.

# قائمة المراجع

- 1 - عبد الباسط وفاء محمد حسن، بورصة الاوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العالم إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996
- 2 - جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الاسواق العربية لرأس المال، دار محداوي للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2008.
- 3 - عامر عبد الرحيم أهمية النظام المالي والاستثمار الاجنبي المباشر في التوجه الاقتصادي الجديد في سياسات التنمية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه تخصص علوم إقتصادية، جامعة بلعباس، 2017/2016.
- 4 - شاکر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ، 2000.
- 5 - عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل و ادارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، الاردن، 2008.
- 6 - نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح اسماعيل، الاسواق و المؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007 .
- 7 - عبد الغفار حنفي رسيمة قرباقص، اسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
- 8 - حمزة محمود الزبيدو، الاستثمار في الاوراق النقدية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الاردن، 2004.
- 9 - بلعزوز بن علي، محاضرات في النظرية النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 10 - ساعد ابتسام، تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري و دوره في تمويل الاقتصاد، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، 2009.
- 11 - زياد رمضان، مروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريد، القاهرة، مصر، 2007.
- 12 - وليد صافي، أنس البكري، الاسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، الاردن، 2009.
- 13 - ناظم محمد الشمري و آخرون، أساسيات الاستثمار العيني و المالي، دار وائل للطباعة و النشر، عمان، 1999.
- 14 - أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، مصر، 1998.
- 15 - سيف سعيد سويدي، النقود و البنوك، طبعة 3، دار الكتب القطرية، 2002.
- 16 - محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد " تحليل و تقييم الاوراق المالية"، دار الجامعية الاسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002.
- 17 - حسان حضر، تحليل الاسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الاقطار العربية، العدد 27، مارس 2004.
- 18 - وليد أحمد صافي، "الاسواق المالية العربية، الواقع و الافاق"، اطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر، 2003/2002.
- 19 - عبد الغفار حنفي، " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات"، الدار الجامعية ، مصر، 2001.

- 20 - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الاوراق المالية، مؤسسة الوراق و النشر و التوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الاولى، 2001.
- 21 - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الاوراق المالية، مؤسسة الوراق و النشر و التوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الاولى، 2001.
- 22 - ذهبي ريمة، الاستقرار المالي النظامي بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2012، 2013.
- 23 - الراوي خالد رهيب، إدارة المخاطر المالية، دار المسرة للنشر و التوزع، عمان، 2009.
- 24 - عياش زبير، فعالية رقابة بنك الجزائر على البنوك التجارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، المركز الجامع العرب بن مهدي، أم البواقي، 2007/2006.
- 25 - أبو محيّد موسى عمر مبارك، مخاطر صيغ التمويل الاسلامي و علاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الاسلامية من خلال معيار بازل 2، أطروحة للحصول على شهادة الدكتوراء الفلسفة في تخصص المصارف الاسلامية، الاكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، 2008.
- 26 - حشاد نبيل، دليلك إلى إدارة المخاطر المصرفية، الجزء الثاني لموسوعة بازل 2 ، بيروت، لبنان، 2005.
- 27 - خان طارق الله و أحمد حبيب، إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الاسلامية -، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003.
- 28 - عبد الغاني بن محمد، الأزمة المالية العالمية 2008 "أسبابها و آثارها و ما نستخلصه منها ...وقفات شرعية مع الازمة المالية"، دار البحار، الأردن، 2008.
- 29 - بلعزوز بن علي، محمد الطيب المحمد، دليلك في الاقتصاد، الطبعة الاولى، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر، 2008.
- 30 - وحيدة جبر المنشد، المصارف الاسلامية و القدرة على الاستدامة في ظل الأزمات المالية " دراسة مقارنة"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، مجلة فصيلة متخصصة محكمة، كلية الادارة و الاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 31، 2001.
- 31 - روابح عبد الرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الاوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، 2017/2018.
- 32 - مفتاح صالح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي و بديل البنوك الاسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية " النظام المصرفي الاسلامي نموذجاً، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
- 33 - ناجي التوني الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، مايو 2004.
- 34 - عمر يوسف عبد الله عابنة، الأزمة المالية المعاصرة " تقدير اقتصادي إسلامي"، الطبعة الاولى، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع، عمان، الاردن، 2011.
- 35 - عبد الله ابراهيم القويّز، الازمة المالية في دول جنوب شرق آسيا و انعكاساتها الاقتصادية على دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، العدد 4، ديسمبر 1998.
- 36 - زكي رمزي، الاقتصاد السياسي للبطالة " تحليل لأخطر مشكلات الرأسمالية المعاصرة"، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني لثقافة و الفنون و الاداب، العدد 226، الكويت أكتوبر 1998.
- 37 - عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الازمات المالية " قديمها و حديثها، أسبابها و نتائجها، و الدروس المستفادة"، الطبعة الاولى، دار إثراء للنشر و التوزيع، الاردن، 2010.
- 38 - عبد القادر بلطاس، تداعيات الازمات المالية العالمية، ليجند للنشر، الجزائر، 2009.

- 39 - مروان عطون، الاسواق النقدية و المالية والبورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، الجزء الثاني، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 40 - مراد علة، الازمات المالية الدولية من الخميس الاسود إلى تسونامي المجنون، مجلة دراسات إقتصادية، مركز الصيرة للبحوث و الاستشارات و الخدمات التعليمية، العدد 23، الجزائر، 2014.
- 41 - عبد الله خبابه، فائزة لعراف، الازمات المالية و المصرفية العالمية - السندات و الخصائص المشتركة - دراسة تحليلية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 29، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013.
- 42 - الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي و البنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
- 43 - ابراهيم عبد العزيز النجار، الازمة المالية و اصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
- 44 - أحمد يوسف الشحات، الأزومات المالية في الاسواق المالية الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة و النشر، مصر، 2001.
- 45 - يوسف مسعداوي، الازمات المالية العالمية " الأسباب و النتائج المسخلصة منها"، مجلة المستقبل العربي، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، العدد 46، ربيع 2009.
- 46 - علي أحمد درج الدليمي، الازمات المالية العالمية مع التركيز على أزمة الولايات المتحدة الامريكية عام 2008، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية و الادارية، جامعة الانبار، المجلد 3، العدد، 2010.
- 47 - صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية " الاهمية، الاهداف، السبل، مقترحات النجاح"، الطبعة الاولى، عالم الكتاب، القاهرة، 2003.
- 48 - حسن حسني، تداعيات الأزمة المالية العالمية على المستوى الدولي و الاقليمي، مجلة المدير العربي، العدد 191، جامعة الادارة العليا، مصر، 2010.
- 49 - أسماء دردور، نسرين بن زاوي، الازمة المالية الحالية و مستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي الدولي حول : الأزمة المالية و الاقتصادية و الحوكمة العالمية، جامعة فحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 50 - ودان بو عبد الله، آليات المؤسسات النقدية في التوقي و مواجهة الأزومات الدولية " دراسة حالة الازمة المالية العالمية"، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، الجزائر، 2014/2015.
- 51 - مايح شبيب الشمري، الازمة الاقتصادية العالمية لراهنة ( الاسباب و الآثار و الدروس المستفادة ) مجلة الاقتصادية الخليجي، العدد 23، 2012.
- 52 - يوسف حسن يوسف، الازمة العالمية من منظور القانون الدولي، الطبعة الاولى، المركز القومي للاصدارات القانونية القاهرة، 2011.
- 53 - نبيل جعفر عبد الرضا، يوسف علي عبد الاسدي، أزمة العولمة أم عولمة الازمة، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 8، العدد 31، كلية الادارة و الاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، 2012.
- 54 - خالد أمين عبد الله، محمد أحمد صقر، الازمة المالية الدولية و انعكاسها على أسواق المال و الاقتصاد العربي، مركز دراسات الشرق الاوسط، عمان، الاردن، 2009.
- 55 - منية خليفة، المهدي ناصر، الاساليب المنتهجة لمواجهة الازمة العالمية الالهنة دوليا و عربيا، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الازمات، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر 26-27 فيفري 2012.
- 56 - محمد ابراهيم خيرى الوكيل، الازمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور إسلامي، الطبعة الاولى، مكتبة القانون و الاقتصاد، السعودية، 2014.
- 57 - حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الازمات الدولية المالية و الاقتصادية، دار جليس الزمان للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، عمان، 2010.

- 58 - محمد سعي دمحي، دور الدولة في حل الازمة المالية العالمية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2010.
- 59 - بول ميلز، جون برسلي، التمويل الاسلامي النظرية و التطبيق، كرسي سابك لدراسة الاسواق المالية العالمية، جامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية، 2014، السعودية.
- 60 - علي عادل علي، الازمة المالية العالمية لتأثيرها و طرق مواجهتها، مجلة النهضة، المجلد 14، العدد الاول، 2013.
- 61 - عمر يوسف عبد الله عباينة، الازمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، الطبعة الاولى، عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع، عمان، 2011.
- 62 - محسن أبو عوض، الصكوك الاسلامية و مخاطرها، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد 21، العدد 1، الاكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، الاردن، جانفي 2013.
- 63 - أحمد طرطار، شوقي جباري، فعالية الصكوك الاسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية، الحلقة 2، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية، العدد 18، المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الاسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الاسلامية من نوفمبر 2013.
- 64 - رفع عبد الرحمان النجدي، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين، 2010.
- 65 - رفع عبد الرحمان النجدي، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين، 2010.
- 66 - حمادة فتح الله السمدوني، أحمد محمد عبد السيد، أثر جائحة كورونا على مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية مع دراسة ميدانية في بيئة الاعمال المصرية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس لكلية التجارة جامعة طنطا، بعنوان: أثر أزمة كورونا على الاقتصاد القومي المقترحات والحلول، جامعة طنطا، كلية التجارة، 2021.
- 67 - حمزة غربي، عيسى بدروني، الاسواق المالية الاوروبية في ظل جائحة كورونا – دراسة تحليلية مقارنة – مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، المجلد 10، العدد 02، 2020.
- 68 - كشيبة فضيلة، أثر جائحة فيروس كوفيد- 19 على الاسواق المالية العالمية – دراسة قياسية لسوق أسهم بورصة شنغهاي - مجلد: 06، عدد 10، جامعة الجليلي ونعام، خميس مليانة، جوان 2020.
- 69 - غربي حمزة، بدروني عيسى، أثر جائحة كورونا على الاسواق المالية العالمية – دراسة وصفية تحليلية لمؤشرات بعض البورصات العالمية – المجلد 08، العدد 02، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، جوان 2020.
- 70 - حمليل نواره، تداعيات الجائحة الصحية كوفيد 19 على الاسواق المالية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، الجزائر، المجلد 16، عدد 1، 2021.
- 71 - غربي حمزة، بن البار امحمد، بدروني عيسى، دراسة قياسية لأثر جائحة كورونا على الاسواق المالية العربية – بورصة القاهرة نموذجا – جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية و الاقتصادية/ المجلد 09، العدد 04، 2020.
- 72 - سارة بكوش، تداعيات وباء كورونا على الاسواق المالية العالمية، المجلة المغاربية للاقتصاد و المناجمنت، المجلد 07، العدد 01، مارس 2020، مختبر تقييم أسواق رؤوس الاموال الجزائرية في ظل العولمة، الجزائر.