

# تكامل الأسواق المالية العربية لمواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية

أ. باللموشي علي  
جامعة الوادي  
Belamouchi81@gmail.com

أ. الأخضر بن عمر  
جامعة الوادي  
lakhdar\_Ben82@Yahoo.fr

## الملخص:

زاد التوجه في العقود الأخيرة نحو المزيد من الانفتاح والتحرر المالي عبر مختلف دول العالم، الأمر الذي أدى إلى زيادة حركة التدفقات المالية والنقدية من بلد لآخر، وزيادة درجة الترابط بين الأسواق المالية العالمية، وهو ما أدى إلى عولمة الأسواق المالية، هذه العولمة تعتبر أحد أسباب الأزمات المالية العالمية والتي أصبحت ملازمة للنظام الاقتصادي العالمي (الرأسمالي)، والتي أثرت بشكل كبير على الأسواق المالية العالمية ومن بينها أسواق المال العربية، هذه الأخيرة لا تزال في معظمها هشّة وضعيفة الأداء، مقارنة مع الأسواق المالية العالمية، وغير قادرة على استيعاب الصدمات المالية، مما يجعل ترابطها وتكاملها أمرا ملحا لمواجهة تلك الآثار والتحديات.

**الكلمات المفتاحية:** الأزمة المالية العالمية، الرهن العقاري، التوريق، المشتقات المالية، تكامل الأسواق المالية.

## Abstract:

Increased trend in recent decades towards more openness and financial liberalization across the world, which has led to increased movement of financial and monetary flows from one country to another, and increase the degree of interdependence between the global financial markets, which led to the globalization of financial markets, this globalization is one of the reasons global financial crises, which have become synonymous with the global economic system (capitalism), which greatly affected the global financial markets, including the Arab capital markets, the latter is still in the most fragile and weak performance, compared with the global financial markets, and is able to absorb financial shocks, which makes the interdependence and integration of a matter of urgency to address these impacts and challenges.

## مقدمة:

لقد عرف النظام الاقتصادي والمالي العالمي (الرأسمالي) منذ نشأته عدة هزات وأزمات اقتصادية ومالية عالمية كبيرة، أودت بالعديد من اقتصاديات دول العالم وخاصة المتقدمة منها إلى خسائر مالية كبيرة وآثار اقتصادية استمرت لعدة سنوات، ولعل أبرز تلك الأزمات الاقتصادية وأشدّها خطورة أزمة الكساد العالمي عام 1929 وما تبعها من أزمات مالية أخرى كالأزمة المالية الآسيوية عام 1997 وصولاً إلى الأزمة المالية العالمية الحالية، والتي كانت شرارتها الأولى قضية الرهون العقارية بالولايات المتحدة الأمريكية، مسببة بذلك خسائر فادحة بالمؤسسات المالية وانهيار وإفلاس العديد منها، وانتقالها إلى مختلف القطاعات الاقتصادية مما أدى إلى حصول ركود اقتصادي عالمي لا زالت معظم دول العالم تعاني من تداعياته. وكبقيّة دول العالم فقد تأثرت الدول العربية من الأزمة المالية العالمية، وخاصة دول الخليج العربي باعتبارها أكثر الاقتصاديات العربية تطوراً وافتتاحاً على الأسواق العالمية وأكثر ارتباطاً بها، ويظهر ذلك من خلال الخسائر الكبيرة التي منيت بها أسواق المال العربية، وتراجع حاد في مؤشرات أدائها. وعليه فإن هذه الانعكاسات تحتم وتفرض على الدول العربية السير بخطى حثيثة نحو تعميق درجة التعاون والترابط بين أسواقها المالية للوصول إلى درجة التكامل الحقيقي فيما بينها، باعتباره التوجه الأنجع لمواجهة آثار وتحديات الأزمات المالية.

## أولاً: الأزمة في الفكر الاقتصادي الرأسمالي:

تُعرف الأزمات الاقتصادية Economic Crises بأنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن في أحد الأنشطة الاقتصادية أو في مجمل النشاط الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان، وتطلق بصورة عامة على الخلل الناشئ من اختلال التوازن بين العرض والطلب (الإنتاج والاستهلاك).

ويستعمل الاقتصاديون الغربيون في بعض الأحيان اصطلاح الدورة الاقتصادية Cycle بدلاً من كلمة Crises التي تدل على الأزمة، يمثل الفرق بين الاصطلاحين، إن الأزمة تدل على الاختلال أو الاضطراب في مرحلة زمنية أو مكانية معينة، في حين تدل الدورة على انتظام حصولها بصورة متعاقبة ضمن الظواهر الطبيعية لها، مما يعني أن حصول الأزمات تمثل حالة متوقعة الحصول في النظام الرأسمالي وتمثل أحد مظاهره الطبيعية. (1)

وقد سادت في الدول الغربية في بداية القرن الماضي التطبيقات الاقتصادية لأفكار النظرية الكلاسيكية (لآدم سميث)، والتي تتلخص في أن عملية التوازن بين قوى السوق وبين (العرض والطلب) تحصل بصورة تلقائية من خلال الآليات الخفية التي تعمل داخل السوق، وجاءت تفسيراتها بهذا المجال ضمن

تحليل فلسفي وضحت بموجبه كيفية عمل هذه الآليات داخل السوق، وطالبت النظرية عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لإيجاد هذا التوازن، لان تدخلها يؤدي إلى عرقلة وإرباك عمل تلك الآليات وفقدان دورها المناسب في تفعيل الأنشطة وإيجاد التوازن المطلوب.

وعندما حصلت الأزمة المالية عام 1929 والكساد العالمي الذي أعقبه في ثلاثينيات القرن المنصرم، لم تتمكن آليات السوق الخفية التي أشارت إليها النظرية الكلاسيكية من إعادة التوازن لقوى السوق ومعالجة تأثيرات ظاهرة التضخم والانكماش على الأنشطة الاقتصادية، وعندما تعاظمت الأزمة واستفحل أمرها لم ينفذ تدخل الدولة التي اضطرت لاحقا للتدخل من إعادة التوازن المطلوب، وحصل ما حصل في حينه من حالة كساد كبرى وتعطيل عجلة الإنتاج في مجمل الأنشطة الاقتصادية والمالية وانتشار البطالة بشكل واسع.

استنادا لذلك حصل انقلاب على أفكار النظرية الكلاسيكية وحلت بدلا عنها النظرية الكينزية التي طالبت بتدخل الحكومة بقوة لإيجاد التوازن في السوق، وحددت عددا من الآليات التي تستطيع بموجبها تحقيق التوازن المطلوب واهم تلك الآليات هو زيادة الإنفاق الحكومي العام لسد النقص في إنفاق القطاع الخاص، بما يؤدي إلى دفع الطلب الكلي إلى الأعلى وما يتبعه من إنشاء طلب يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتشغيل عجلة الاقتصاد والقضاء على حالة الكساد والبطالة، أما إذا أرادت الحكومات التخلص من التضخم قبل وقوعه في الحالات التي تتميز بنشاط اقتصادي يفوق حجم الطاقات الإنتاجية المتاحة، فينبغي عليها استخدام الإيرادات الضريبية لتسديد ما ترتب عليها من ديون أنفقتها في تمويل المشاريع الاستثمارية التي واجهت بها حالة الركود".

ومنذ ذلك التاريخ أصبح للدولة دور مهم في إيجاد التوازن، وطورت الحكومات على إثرها عددا مهما من الآليات والأدوات منها السياسة المالية من خلال التحكم في حجم الإنفاق الكلي والحكومي، السياسة الائتمانية وأسعار الفائدة، السياسة الضريبية وعددا آخر من الأدوات التي تستخدمها لأغراض تحقيق أو إعادة التوازن في السوق ومعالجة آثاره الاقتصادية، واستطاعت اقتصاديات الدول الرأسمالية بموجب هذه النظرية تحقيق معدلات نمو عالية واستقرار اقتصادي جيد، وأصبح تأثير الدورات الاقتصادية أقل حدة وتم السيطرة عليها دون تطورها لتصل إلى درجة الأزمة الاقتصادية الحادة والشاملة.

ومع تطور النظام الرأسمالي وطرح أفكار الليبرالية الجديدة وخاصة النظرية النقدية لتجاوز بعض السلبيات التي يعتقد بان النظرية الكينزية وقعت فيها، تمثل أهم معالم النظرية الجديدة اعتمادها على ركائز إيديولوجية في بناء إستراتيجية جديدة لتحقيق سياسة اقتصادية ناجعة تحقق قيام مجتمع الوفرة

والرفاهية، من هذا المنطلق طالب فريدمان وهايك وغيرهم من المفكرين الليبراليين الحكومات بمهمة التوسع في تحرير الأسواق ورؤوس الأموال والاقتصاد بشكل عام، وإعادة هيكلة المؤسسات طبقاً لذلك. ويعتقد مفكروا هذه النظرية بان تمتع الأنشطة الاقتصادية والتجارية والمالية بحرية العمل في السوق يحقق أعلى مستويات الأداء الاقتصادي، بموجب ذلك رفعت القيود عن حركة رؤوس الأموال وحررت التجارة العالمية ومنحت البنوك حرية اكبر في نشاطها المصرفي العولمي، وأشاروا بان تطبيق هذه الإستراتيجية سوف تحقق لكل الدول قدرا من الرفاهة والسعادة الاستهلاكية من خلال الانتقال السريع للأموال والبضائع وتقنيات الإنتاج.(2) ولكن هل حققت تلك الآليات الاستقرار الاقتصادي والمالي المنشود؟

جاء الجواب من خلال ما تعرضت له الأسواق المالية العالمية من انهيارات في قيمتها، والتي أدت إلى حالة خطيرة من عدم الاستقرار رافقها تدهور في عمل البنوك وانهيارات كبرى في أسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية العالمية وخصوصا الولايات المتحدة الأمريكية التي شهدت اعنف الهزات المالية عندما انخفضت أسعار الأسهم فيها بشكل كبير، وما أعقب ذلك من انخفاض أسعار الأسهم في أسواق لندن وفرانكفورت وباريس وغيرها، وانتقال هذه الأزمة بهزات ارتدادية في أسواق الخليج إذ بلغت نسبة الانخفاض معدلات عالية بشكل متواصل.

### ثانياً: مفهوم الأزمة المالية:

هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية، و معدل الصرف، وتعتبر على انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.(3)

كما تعرف الأزمة المالية على أنها: الانخفاض الكبير والمفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول الماليّة، والأصول تنقسم إلى قسمين:

❖ أصولٌ هي: رأس مالٍ مادي يستخدم في عمليّة الإنتاج مثل الآلات والمعدّات والأبنية، والأراضي ونحوها.

❖ وأصولٌ مبنية على رأس المال المادي مثل الأسهم والسندات ونحوها، وقد تكون حقوق ملكية للأصول المالية نفسها، وهي التي تسمى في البورصات والأسواق المالية بالمشتقات، مثل: العقود المستقبلية لسلمة معيّنّة، أو عملة ما، وكذلك عقود الخيارات ومن هنا فإن الانهيار الكبير في قيمة أصل أو أصول معينة فجأة قد يؤدي إلى إفلاس أو انهيار المؤسسات التي تملكها.

والأصول الماليّة منها ما يمثّل المملكيّة، وهي ما يقابل الأصول الحقيقيّة نفسها مثل الأسهم التي تمثل حصة من الأصل، ومنها ما يمثّل مديونيّةً مثل السندات، كالأسهام والعقود المبنية على حقوق الملكية مثل المشتقات، وقد يكون هذا الانهيار في أصلٍ معيّن، أو في عملةٍ دولةٍ، أو في سوقٍ معيّن كالعقار مثلاً، وقد

يكونُ في مجموعةٍ من المؤسسات المالية مما يتعدى أثره بعد ذلك إلى باقي الجوانب الاقتصادية للدولة، وكلما تشابكت الأسواق، وكلما ازدادت علاقات الدول الاقتصادية ببعضها كلما أدى ذلك إلى انتقال هذه الآثار من مكانها الذي حصلت فيه إلى أماكن أخرى في الدولة نفسها وفي الدول المتصلة بها. (4)

### ثالثاً: أسباب الأزمة المالية العالمية الحالية:

تعود جذور الأزمة الحالية في القطاع المالي العالمي إلى ما قبل نحو ثلاثة عقود خاصة في ضوء تطور قطاع الخدمات المالية (بنوك، بورصات، شركات تأمين واستثمار، مؤسسات مالية وغيرها) على حساب قطاعات الاقتصاد التقليدية من تجارة وصناعة وزراعة وتحول معظم اقتصاديات العالم إلى اقتصاد السوق الحر.

ومع مطلع القرن الحالي شهدت العديد من الدول فوائض مالية كبيرة ومع الارتفاع الجنوني في قيمة الأصول في العالم - وفي مقدمتها العقارات - كانت السيولة مشكلة لدى البنوك والمؤسسات المالية، بمعنى أن لديها فوائض هائلة من السيولة لا تجد منافذ استثمارية لها، ولأن العقار يبدو ملاذاً آمناً للاستثمار اتجه قدر كبير من تلك السيولة إلى قطاع العقارات.

وخلال السنوات الأخيرة لم تخل وسيلة إعلام من إعلانات عن سماسرة قروض عقارية يقدمون أفضل أسعار الفائدة دون الحاجة إلى أي ضمانات، بل كانت هناك إعلانات محددة لمن لهم تاريخ ائتماني سيء (أي مشكوك في تسديدهم ديونهم) وكيف يمكنهم الحصول على قروض، ولا يهم هؤلاء السماسرة سوى الحصول على العمولة، فقاموا بترتيب القرض دون أي ضمانات فالبنك هو الذي سيقترض في النهاية، مما أدى إلى زيادة حجم تلك الديون العقارية "الرديئة" بشكل بدأت البنوك تشعر معه أنه لا بد من حل بدلاً من إبقائها على دفاترها.

وعليه فإن ملامح الأزمة المالية الحالية تتلخص في أن المؤسسات المالية قدمت قروضاً هائلة للتمويل العقاري بلغت حوالي 11 تريليون دولار لشراء المنازل، كما قدمت مبلغاً مماثلاً بصفة قروض استهلاكية بموجب بطاقات الائتمان، ثم قامت ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق، وأعدت إقراض ما حصلته في تمويل عقاري جديد مرات متتالية

وقامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه القروض وطرحتها في أسواق المال، وتم تداولها وبيعها لآخرين ومنهم إلى غيرهم في تيارات متتالية، وذلك بأسعار أكثر من قيمتها الاسمية اعتماداً على ما تدره من فوائد والتي بدأت بسيطة لمدة سنتين ثم تتزايد بعد ذلك.

وفي خطوة ثالثة تم إصدار أدوات مالية (مشتقات) للمضاربة على فروق أسعار هذه السندات، وتم طرحها في الأسواق هي الأخرى، وتم تداولها منفصلة عن السندات، وبالتالي حملت المنازل بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمة هذه المنازل، وانقطعت الصلة بين حملة السندات وبين المقترضين بضمان العقارات. وحينما تشبع السوق العقاري، وقل الطلب انخفضت أسعار المنازل و العقارات، وفي ظل تزايد الفوائد وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها، أو رهنها والحصول على قروض جديدة توقفوا عن سداد أقساط القروض وفوائدها، وهنا بدأت أسعار السندات في الانخفاض، واتجه حملتها إلى بيعها بخسارة، وتوقفت المؤسسات المالية عن الإقراض؛ نظراً لتعثر المقترضين السابقين، وبالتالي قل الطلب مرة أخرى على العقارات فانخفضت قيمتها.

ومن المقرر قانوناً أن المؤسسات المالية المقدمة للقروض رغم بيعها تعتبر مسؤولة مع شركات التوريد عن متابعة تحصيل الأقساط والفوائد وتسليمها لحملة السندات، ويتوقف المقترضين عن السداد تركوا المنازل للمؤسسات المالية، والتي أصبحت قيمتها أقل بكثير من قيمة القروض، فضلاً عن عدم إمكان هذه المؤسسات بيعها؛ للركود الحاصل في سوق العقارات، وبالتالي أصبحت هذه القروض رديئة لا يمكن تحصيلها والممولة أصلاً من ودائع عملاء آخرين، فبدأ العملاء في سحب جماعي لأموالهم عجزت معه المؤسسات المالية عن مواجهة السحب فأعلنت إفلاسها، وفي المقابل انخفضت أسهمها وأسهم شركات الاستثمار العقاري التي تقدم قروضاً أيضاً فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية. (5)

بالإضافة إلى مشكلة الرهون العقارية التي لا يمكن أن تكون وحدها هي السبب في انهيار الأسواق المالية العالمية وعلى رأسها المؤسسات المالية الأمريكية فقد تضافرت مجموعة من الأسباب أدت إلى ظهور الأزمة المالية العالمية والتي يمكن إجمالها في ما يلي:

1 - التوسع الكبير من قبل البنوك الأمريكية على وجه الخصوص في منح الائتمان دون تطبيق القواعد والضوابط اللازمة لذلك، وعلى سبيل المثال فإن مجموع عمليات القروض العقارية والعمليات التي ترتبت عليها من توريق وإعادة توريق ونحوها بلغ أكثر من أربعة عشر تريليوناً من الدولارات، بينما القيمة الحقيقية لهذه العقارات قرابة ثلاثة تريليونات فقط، وهذا يدل على أن هذه العمليات لا تمثل السعر الحقيقي للعقارات. (6)

2- انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي مثل: الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية، وهذه الموبقات تؤدي إلى الظلم، وهو ما يقود إلى تدمير المظلومين عندما لا يستطيعون تحمله، وبالتالي يقود إلى تدمير المدنيين وحوادث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم.

3- يقوم النظام المصرفي التقليدي (الربوي) على نظام الفائدة أخذاً وعطاءً، ويعمل في إطار منظومة تجارة الديون شراءً وبيعاً ووساطةً، وكلما ارتفع معدل الفائدة على الودائع كلما ارتفع معدل الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد والشركات والمستفيد هو البنوك والمصارف والوسطاء الماليين والعبء والظلم يقع على المقترضين الذين يحصلون على القروض سواء لأغراض الاستهلاك أو لأغراض الإنتاج.

ويرى بعض الاقتصاديين أنه لا تتحقق التنمية الحقيقية والاستخدام الرشيد لعوامل الإنتاج إلا إذا كان سعر الفائدة صفراً، وهذا ما قاله آدم سميث أبو الاقتصاديين (على حد رأيهم)، ويرون أن البديل هو نظام المشاركة في الربح والخسارة؛ لأنه يحقق الاستقرار والأمن، وقالوا كذلك إن نظام الفائدة يقود إلى تركيز الأموال في يد فئة قليلة سوف تسيطر على الثروة.

4- يقوم النظام المالي والمصرفي التقليدي على نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع، كما كان المرابون يقولون في الجاهلية: (أتقضي أم تُربي)، وهذا يلقي أعباء إضافية على المقترض المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول؛ بسبب سعر الفائدة الأعلى. (7)

5- التوسع الكبير في عمليات المضاربات في الأسواق المالية المنظمة - البورصات - وغير المنظمة - الأسواق الثانوية - إلى الحد الذي أفقد هذه الأسواق مصداقيتها، فانحرفت عن المسار الذي وجدت من أجله، وهو تعبئة المدخرات لمواجهة الحاجة إلى التمويل من قبل الشركات والمؤسسات وغيرها، ونتج عن ذلك حبس الثروات عن توجيهه للاستثمارات النافعة من الزراعة والصناعة والتجارة الحقيقية، وتحويلها للمضاربات التي تقوم على أساس كسب الرباحين على حساب الخاسرين، بدون أن تكون لهذه المعاملات أية قيمة مضافة تنتج عنها، وتذكر الإحصاءات أن التوسع في هذه المعاملات بلغ حداً فاحشاً زاد مائة ضعف على حجم الاتجار في السلع. (8)

6- يقوم النظام المالي العالمي ونظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية التي تعتمد اعتماداً أساسياً على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، فهي عينها المقامرات والمراهنات التي تقوم على الحظ والقدر، والأدهى والأمر أن معظمها يقوم على ائتمانات من البنوك في شكل قروض، وعندما تأتي الرياح بما لا تشتهي السفن ينهار كل شيء، وتحدث الأزمة المالية.

7- من الأسباب كذلك سوء سلوكيات مؤسسات الوساطة المالية والتي تقوم على إغراء الراغبين (محتاجي) القروض والتدليس عليهم وإغرائهم، والغرر والجهالة بالحصول على القروض من المؤسسات

المالية، ويطلبون عمولات عالية في حالة وجود مخاطر، والذي يتحمل تبعه ذلك كله هو المقترض المدين الذي لا حول له ولا قوة، وهذا ما حدث فعلاً، وهو ما يقود في النهاية إلى الأزمة.

**8-** يعتبر التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان بدون رصيد (السحب على المكشوف)، والتي تحمل صاحبها تكاليف عالية وهذا من أسباب الأزمة، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية، زيد له في سعر الفائدة، وهكذا حتى يتم الحجز عليه أو رهن سيارته أو منزله، وهذا ما حدث فعلاً للعديد من حاملي هذه البطاقات وقادت إلى خلل في ميزانية البيت وكانت سبباً في أزمة في بعض البنوك الربوية. (9)

**9 -** تضخم الاقتصاد المالي والانفصام بينه وبين الاقتصاد الحقيقي: وهو وجود الاقتصاد المالي لخدمة الاقتصاد الحقيقي، والذي يعتبر تبادلاً بين الإنتاج والتوزيع والاستهلاك، ولكن السوق المالية انفصلت عن السوق الحقيقية، وأصبح يتم التعامل في النقود والتمويل ذاته بيعاً وشراءً من خلال المداينات، مما أدى لحدوث الأزمة. (10)

**10 -** ضعف الرقابة على المؤسسات المالية - (البنوك، شركات التأمين، شركات التمويل العقاري، أسواق رأس المال ونحوها) - مع أنها أهم وأخطر المؤسسات المؤثرة في اقتصاد الدولة، ولكنها لم تحض في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية بالرقابة الكافية من الجهات المعنية، إضافة إلى أن ما يعرف ببنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية لا تخضع لرقابة البنك المركزي، وقد توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض لأكثر من 60 ضعفاً باعتبار حجم أموالها.

وقد كان تعثر بعض الأسواق والمؤسسات فيما مضى لا يؤثر إلا في محيطه، فإذا انهارت شركة تأمين فإنها لا تؤثر إلا على سوق التأمين، والأنشطة المتصلة به مباشرة، وكذلك الحال في البنوك، وفي البورصات، ولكن انهيار الحواجز التقليدية في العقود الأخيرة من القرن الماضي، وبداية هذا القرن بين المؤسسات المالية والأسواق بسبب ظاهرة العولمة، جعل التأثير في بعضها يسري إلى بقيتها، في الدولة نفسها، وفي خارجها. (11)

**11 -** التدهور الكبير للاقتصاد الأمريكي وعلى الأخص في السنوات الثمان الماضية مما أفقده القدرة على الصمود أمام بؤادر الأزمة، وقد تمثل هذا التدهور فيما يلي: (12)

أ - تراجع فائض الموازنة العامة للدولة من 255 مليار دولار عام 2000 إلى 92 مليار دولار عام 2001، ثم تحول إلى عجز بلغ 230 مليار دولار عام 2002، وأخذ يتزايد حتى بلغ قرابة 700 مليار دولار عام 2008.

ب - ارتفاع معدل التضخم حيث بلغ في عام 2008 حوالي 5.0٪.



ج - ارتفاع معدل البطالة خلال السنوات الثمان الأخيرة إلى 5,5%، وقد صرَّح الرئيس باراك أوباما في كلمته الأسبوعية بأن الولايات المتحدة فقدت 2,6 مليون وظيفة عام 2008.

د - تزايد العجز في الميزان التجاري، حيث بلغ في عام 2007-2008 حوالي 850 مليار دولار، وتزايد العجز في ميزان الحساب التجاري، حيث بلغ في عام 2007-2008 حوالي 700 مليار دولار، وتزايدت المديونية الخارجية إلى الحد الذي أصبحت فيه الولايات المتحدة الأمريكية أكبر دولة مدينة في العالم بما يقارب ثلاثة تريليون دولار.

12- الزيادة الكبيرة والتكلفة الباهظة للإنفاق الحربي سواء في مجال التصنيع، أو في مجال الحروب التي خاضتها وتحوضها الولايات المتحدة، فهناك حرب العراق التي كلفت الخزانة الأمريكية عدداً من التريلونات لمواجهة الإنفاق على الجيش المقاتل، وقيمة السلاح والتعويضات التي تدفع للقتلى الذين تشير بعض التقارير إلى أن عددهم الحقيقي قارب 70000 ولضعف هذا العدد أو أكثر من الجرحى والمعوقين، و المرضى النفسانيين، إضافة إلى نفقات أخرى تدفع للمتعاونين، أو لدعم الحكومة القائمة، ونحو ذلك، ومن ذلك أيضاً الحرب على أفغانستان، والتسليح والدعم غير المتناهي بأحدث الأسلحة والتقنيات لإسرائيل، وقد ذكرت بعض الإحصائيات أن الولايات المتحدة تنفق كل ثلاث دقائق مليون دولار في حربها في العراق وحدها، وبذلك فإنها تنفق 20 مليون دولار في الساعة، و480 مليون دولار في اليوم، وهو ما يقارب نصف مليار. (13)

13 - فساد وكالات التقييم: وهي الوكالات المختصة بتقييم الجدارة الائتمانية في الشركات والمؤسسات ونحوها، و قد انتشرت فيها الرشوة والفساد فلم تعد تقديراتها وتقاريرها معبرة عن حقيقة الجدارة الائتمانية في الشركات والبنوك.

14- عدم مراعاة قواعد الحوكمة الرشيدة، ومنح مدراء ورؤساء البنوك الكبيرة مبالغ فلكية كمكافآت وغيرها اعتماداً على الأداء الرقمي للمؤسسات، وليس الأداء الحقيقي.

15- ومن الأسباب الجوهرية في نظر بعض الاقتصاديين سوء توزيع الثروات على الصعيدين، الأميركي المحلي، والعالمى؛ إذ إن 90% من الأرباح التي تم جنيها في السنوات الأخيرة الماضية قد تم توزيعها على 1% من الأميركيين من غير أن تفلح سنوات الرخاء التي شهدتها الاقتصاد الأميركي في إيجاد الكم المطلوب من فرص العمل، ولم تحقق الرفاهية للجميع، وما انطبق على الاقتصاد الأميركي انتقل إلى سائر اقتصاديات العالم بسبب الربط القوي بين الاقتصاد الأميركي وبين الاقتصاديات العالمية.

16- سوء توزيع القدرات الاقتصادية بين قطاع الإنتاج والقطاع المصرفي، حيث أن أموالاً هائلة تم استثمارها في قطاع المضاربات، مما أدى إلى حدوث الطفرة في سعر العقارات، ووقوع أزمة الغذاء، وأزمة البورصات. (14)

#### رابعاً: مظاهر الأزمة المالية العالمية:

لقد بدأت إرهابات ومعالم انهيار النظام المالي العالمي في الظهور وأصابت أصحاب الأموال وغيرهم بالهلع والذعر والرعب، كما ارتبكت المؤسسات المالية والوسطاء معها في التفكير في وضع الخطط للإنقاذ، كما أحدثت للحكومات خوفاً على أنظمتها وديمومتها.

وكان من مظاهر هذه الأزمة على سبيل المثال ما يلي: (15)

- الهرولة في سحب الإيداعات من البنوك؛ لأن "رأس المال جبان"، وهذا ما تناولته وكالات الإعلام المختلفة.
- قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفاً من صعوبة استردادها.
- نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي جميع نواحي الحياة؛ مما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم.
- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال، وهذا أحدث ارتباكاً وخلافاً في مؤشرات الهبوط والصعود.
- انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جداً وضمانات مغلظة.
- انخفاض المبيعات، ولاسيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها؛ بسبب ضعف السيولة.
- ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية وأصبح كل موظف وعامل مهدداً بالفصل.
- ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات.
- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار، وهذا أدى إلى مزيد من الكساد، والبطالة، والتعثر، والتوقف، والتصفية، والإفلاس.

## خامساً: الأسواق المالية العربية: نشأتها وخصائصها:

### 1- نشأة أسواق المال العربية:

لقد تضافرت عوامل ومتغيرات عديدة كان لها وزنها في توفير مناخ وبيئة ملائمة لتدعيم حركة إنشاء الأسواق المالية في الدول العربية، ولقد كان من بين هذه المتغيرات التي شهدتها معظم الدول العربية ذلك التحول والتوجه نحو إعطاء دور أكبر للمشروعات الخاصة في الحياة الاقتصادية، والذي كان كمنحصره طبيعية للتحول الاقتصادي العالمي وتبني معظم الدول العربية نظام اقتصاد السوق الحر الذي يتعاظم فيه دور القطاع الخاص وهو الأمر الذي استدعى ضرورة إيجاد آليات وأدوات مالية يتم من خلالها نقل أو تحويل القطاع العام ووضعها بيد الخواص فضلاً عن تأمين استيعابية التمويل للقطاع الخاص البديل، وهو ما لا يمكن تحقيقه إلا بإنشاء أسواق رأس المال.

ومن منطلق حس وإدراك معظم أصحاب القرار الاقتصادي في الدول العربية لأهمية هذه الأسواق في تطوير وتنمية الاقتصاديات العربية فقد انطلقت حركات إنشاء أسواق رأس المال في العديد من الدول العربية، والمتتبع لأهم الأحداث التي طرأت على البيئة العربية في العقد الأخير من القرن العشرين، في شقها المتعلق بأسواق رأس المال، يتبين له أن معظم الدول العربية لم تعرف ظاهرة أسواق رأس المال إلا حديثاً، حيث أنه والى غاية عام 1989، لم يكن يحتمي العالم العربي سوى بست بورصات فقط، في كل من المغرب (1967)، والكويت (1977)، وتونس (1968)، والأردن (1978)، ومصر (1983، 1904)، هذا بالإضافة إلى بورصة لبنان (1920)، والتي بقيت معطلة حتى عام 1995 بسبب ظروف سياسية واقتصادية، ولم تنقضي سنة 1989 حتى تم إنشاء ثلاث بورصات عربية في كل من البحرين (1989) وسوق بغداد المالي، وسوق مسقط للأوراق المالية (1989)، إضافة إلى قيام سوق الأسهم السعودية، وبنهاية عقد الثمانينات ودخول العقد الأخير من القرن العشرين حتى انطلقت حركات إنشاء وتأسيس أسواق رأس المال في معظم الدول العربية، وهي سوق الأوراق المالية بالسودان (1994)، وبورصة الجزائر (1993)، سوق الدوحة للأوراق المالية في قطر، سوق الأوراق المالية بفلسطين، ودولة الإمارات العربية المتحدة (2000).

### 2- خصائص الأسواق المالية العربية:

هناك عدد من الخصائص الأساسية التي تشترك فيها معظم الأسواق المالية العربية وهي على النحو التالي:

أ- **ضيق حجم السوق:** الذي يتسم بالنقص الشديد في كل من العرض الذي يقاس عادة بعدد الشركات المدرجة، وتشير البيانات في هذا المجال إلى أن عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية كان 1184 شركة عام 1997 ثم ارتفع إلى 1656 شركة في نهاية الربع الأول من عام 2000، لينخفض إلى 1543

شركة ثم إلى 1493 شركة خلال عامي 2008 و2009 على التوالي، أما عن جانب الطلب فيلاحظ أن احد أهم أسباب ضآلة حجم السوق، هو الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تشييط السوق أما فيما يتعلق بالقيمة السوقية فيلاحظ وجود تذبذب في مؤشراتهما حيث ارتفعت من 1167,7 مليار دولار عام 2005 لتصل إلى 1389,5 مليار دولار عام 2007، ثم لتتخفص إلى 769,6 مليار دولار عام 2008 وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، والخسائر الكبيرة التي منيت بها أسواق المال العربية، وخاصة الخليجية منها، وفي عام 2009 ارتفعت القيمة السوقية لتصل إلى 903,3 مليار دولار بنسبة ارتفاع قدرت 17,3 بالمائة مقارنة بعام 2008. (16)

#### الجدول رقم (01): أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية 2005 2009

	القيمة السوقية (القيمة: مليون دولار)			عدد الشركات المدرجة		
	2009	الربع الثاني 2008	2007	2005	2009	
80201	55519	133923	71689	67	65	سوق أبوظبي للأوراق المالية
31889	10967	57031	37631	272	262	بورصة عمان
16263	9702	30471	17276	49	51	سوق البحرين للأوراق المالية
318751	157164	473247	647503	135	127	سوق الأسهم السعودي
93824	61312	119562	139486	205	204	سوق الكويت للأوراق المالية
74186	11556	90591	55770	73	77	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
-	-	102	-	-	2	بورصة الجزائر
9237	2195	6614	2836	52	50	بورصة الأوراق المالية بتونس
58095	35109	137166	86872	67	65	سوق دبي المالي
3033	-	3772	-	53	52	سوق الخرطوم للأوراق المالية
2377	3752	3118	2404	39	37	سوق فلسطين للأوراق المالية
23616	6615	29140	10928	120	122	سوق مسقط للأوراق المالية
87930	40436	135722	60913	44	43	سوق الدوحة للأوراق المالية
12843	10503	16231	4917	11	13	بورصة بيروت
91092	27909	152817	79703	306	373	بورصة القاهرة والإسكندرية
<b>903337</b>	<b>423739</b>	<b>1389506</b>	<b>1167728</b>	<b>1493</b>	<b>1543</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 54، الربع الثاني 2008، ص81، التقرير السنوي للأسواق المالية العربية، 2008، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2009، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2010.

ب- ضعف درجة السيولة في الأسواق المالية العربية: يمكن رصد ما تعانيه الأسواق المالية العربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا وعدد أيام التداول في السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين. (17)

ج- التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية: تعاني الأسواق المالية العربية من شدة التقلبات في حركة الأسعار نتيجة اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم بدرجة أكبر من اعتمادها على الأرباح المحتجزة، ويترتب على ذلك النمط التمويلي في ظل ما يسمى الرفع المالي زيادة حدة التقلبات في ربحية السهم وقيمه السوقية، وبالتالي عدم تمكن المستثمرين من تغطية استثماراتهم ضد المخاطر وعدم كفاءة تسعير الأصول في العمل بكفاءة نتيجة عدم توافق المعلومات بالنسبة لتسعير الأسهم والسندات. (18)

د- ضيق نطاق الأسواق الأولية: حيث يلاحظ تذبذب الإصدارات وضآلتها وعدم انتظامها وقلة أدوات الاستثمار فيها وعدم تنوعها، كما تختلف الأهمية النسبية للإصدارات من سوق لآخر. (19)

هـ- ارتفاع درجة تركيز التداول: يقصد به نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول وهذا الأمر يعكس درجة جودة الأوراق المالية المتداولة، وهذا المؤشر يشير إلى أن كافة بورصات الأوراق المالية العربية تعاني من هذا الارتفاع وهناك سببان رئيسيان يرجع إليهما هذا الارتفاع وهما:

- احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.
- انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لا سيما أسهم شركات قطاع الأعمال.

الجدول رقم (02): نسبة تركيز أنشطة عشر شركات عربية

الدولة	نسبة التركيز
الأردن	72 %
مصر	28.7 %
المغرب	70.4 %
السعودية	77.3 %
عمان	45 %
الكويت	54.5 %

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

و- محدودية الفرصة المتاحة للتبوع: حيث أن الأسواق المالية العربية تتسم بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتبوع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي أي المؤسسات.

ي- القصور التشريعي والمؤسسي للأسواق المالية العربية: لا تزال قوانين عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية تحتاج إلى المزيد من الإصلاح والتحديث، أما القصور المؤسسي فلا زال يتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة وصانعي السوق ودور الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق وهيكلها التنظيمي، وقد انعكس هذا القصور على كفاءة الأسواق المالية وأدائها، حيث لا زالت تقتصر على الأسهم والسندات التقليدية، ولا زال هناك افتقار في استخدام الأساليب الحديثة في عمليات التداول الإلكتروني أو إجراءات التسوية والمقاصة رغم الإصلاحات الكبيرة التي تمت في هذا المجال.

### سادساً: أسباب ضعف أداء الأسواق المالية العربية:

إن ضعف الأسواق المالية العربية وضيقها وعدم انتشارها ونموها على نطاق واسع يعود إلى مجموعة من الأسباب نذكر منها ما يلي:

1- لم تبلغ البلدان العربية بعد مرحلة متقدمة من النضج الاقتصادي والمالي ومن المعلوم أن الأسواق المالية العربية لا يمكن أن تقوم إلا في ظل نظم سوقية ليبرالية تؤمن بأهمية ومركزية الدور الذي يلعبه القطاع الخاص في اقتصادياتها وأهمية الأسواق المالية في تعبئة الإدخارات الفردية وتمويل المبادرات الاستثمارية الخاصة بما يوفر ذلك من مزايا و ضمانات كما أن انخفاض الدخل الفردية في بعض الأقطار العربية يحد من عرض الإدخارات والتي ينصرف معظم أصحابها إلى استثمارها في مكنتزات نقدية أو في عقارات وأراضي وغيرها من توظيفات غير إنتاجية بعيدة عن أسواق المال المحدودة أصلاً. (20)

2- عدم تنوع الأوراق المالية وعدم توافر أساليب وأدوات مالية متنوعة ومتطورة سواء كانت الأدوات أو الأوراق المالية قصيرة أو طويلة الأجل، قابلة للتداول بيعا وشراء من خلال أجهزة و آليات تعمل بدقة وبسرعة وتؤمن إمكانية إعادة السيولة إلى الاستثمارات الطويلة الأجل لذا فإن غياب دور الوساطة العربية المالية المباشرة والمتخصصة وبخاصة منها العاملة في السوق الثانوية بين أصحاب الفوائض المالية من جهة والمستثمرين من جهة أخرى، تبقى هذه الوساطة محدودة وغير منتظمة ولا تتحقق من خلال أسواق مالية دولية وبشكل غير مباشر، حيث أنها تتعرض إلى مضاربات من قبل الوسطاء غير المؤهلين وغير أمناء يهدفون للربح السريع، مما يدفع بأسعار بعض الأسهم إلى مستويات غير واقعية لا يستند إلى كفاءة أداء المشاريع وربحياتها.

3- تتميز الشركات القائمة في العديد من الأقطار العربية بسيطرة عدد محدود من كبار المستثمرين على نسب عالية من أسهمها، و تفضيلهم الاحتفاظ لمدة أطول، مما يؤدي إلى ركود تداولها، وقد تكون الطبيعة العائلية سببا في انغلاق العديد من الشركات أمام مساهمين جدد، مما يحد من انتشار الأوراق المالية وبقاء أسواقها في حدود ضيقة، وقد تكون تلعب ملكية الدولة ومؤسساتها دورا في ذلك في العديد من الأقطار العربية.

4 - ضيق الطاقة الاستيعابية لرأس المال في الدول التي أقامت مثل هذه الأسواق سواء كانت هذه الدول نفطية أو غير نفطية، وخاصة بسبب عدم تطور أساليب الإدارة المالية وانقسام الأقطار العربية إلى كيانات صغيرة لا يساعد حجمها المحدود على نمو أسواق مالية متطورة. (21)

5- عدم انتشار الشركات المساهمة والاتجاه نحو الشركات أو المشاريع العائلية التي لا تفصل بين الملكية والإدارة وعادة ما تقوم شركات المساهمة بالتمويل من خلال إصدار الأسهم والسندات التي يوجد الطلب عليها في أسواق المال عادة.

6- و لعل أهم عوامل الانفصال يكمن أساسا في ضعف التشابك العربي الاقتصادي بل حتى ضعف العمل العربي في مختلف أشكاله ومن مظاهر ذلك ضآلة التجارة العربية البينية ومحدودية مؤسسات العمل العربي المشترك والتفكيك الواضح سياسيا واقتصاديا، مما يشكل عائقا أمام الاتصال بين مؤسسات الاستثمار والمال والتعاون المالي بأضيق معانيه.

## سابعاً: آثار الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية:

1- تداعيات الأزمة المالية: لقد خلفت الأزمة المالية العالمية تداعيات وخسائر كبيرة علة مختلف الاقتصاديات العالمية نظرا للترابط الكبير بين مختلف تلك الاقتصاديات والتي يمكن إجمالها فيما يلي:(22)

أ- يُعدُّ شح السيولة من أهم نتائج الأزمة المالية، وهذا ما ظهر واضحاً في البنوك، وفي شركات التأمين التي لم تستطع أن تدفع ما عليها من مستحقات، وفي شركات الاستثمار، وشركات التمويل العقاري، وقد أدى ذلك إلى تسارع الانهيار في البورصات، حيث اتجه كثيرٌ من المستثمرين في البورصات بسبب نقص السيولة إلى بيع جزء مما في محافظهم من أسهم وسندات، فحدثت موجة بيع كبيرة أدت إلى كثرة العروض فانهارت بسبب ذلك الأسعار.

ب- أثر هذا الوضع على الاقتصاد الحقيقي، فانخفضت معدلات النمو الاقتصادي في مختلف دول العالم على تفاوت بينها، ومن أهم مظاهر ذلك:

- نقص السيولة لدى الأفراد والمؤسسات.

- نقص الطلب على السلع، والخدمات.

- تخفيض الإنتاج.

- نقص الطلب على المواد الخام.

- الاستغناء عن عدد كبير من العمالة.

وكل هذا أدى إلى تأثر التجارة الدولية، ونقص الاستثمارات الخارجية.

ج- تأثر ميزانيات الدول، بتقليص الإنفاق على المشاريع، وزيادة الفقر وانتشار البطالة، جاء في تقرير منظمة العمل الدولية في نهاية يناير 2009 أنه يتوقع أن يفقد العالم خلال هذا العام الحالي 51000000 وظيفة.

د- ضعف التمويل العالمي للعالم الثالث، حيث أنه لن يزيد في أحسن أحواله في عام 2009 عن 150 مليار دولار في حين أنه قد تجاوز 900 مليار دولار فيما مضى.

هـ- انخفاض أسعار البترول والمواد الخام مما سيؤدي إلى تأثر القطاعات التنموية في الدول التي تعتمد أساساً في صادراتها على البترول.



و- تأثر الاستثمارات الخارجية، وعلى الأخص الصناديق السيادية وبعض هذه مملوكة للحكومات العربية، ولبعض المؤسسات، وقد خسرت بضياع جزء كبير منها بسبب إفلاس البنوك والشركات التي أودعت فيها، أو انخفاض قيمة أصولها.

## 2- آثار الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية: لقد تأثرت أسواق المال العربية بأزمة الرهون

العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي أصبحت أزمة مالية عالمية، ويظهر ذلك من خلال ما يلي:

أ- التراجع الكبير الملحوظ في مؤشرات المعاملات في البورصات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة، وترتب على ذلك خسائر مالية فادحة.

ب- ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك والمصارف العربية بسبب الذعر والخوف والهلع غير المنضبط، وسبب لها ذلك خلافاً في حركة التدفقات النقدية والمالية، مما اضطرت بعض البنوك المركزية في الدول العربية إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد، وهذا بدون شك أحدث ارتباكاً في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطيات النقدية في البنوك والمصارف المركزية العربية.

ج- قيام العديد من البنوك والمصارف العربية بتجميد تمويل المشروعات التي تقوم بها الشركات والمؤسسات وفقاً للخطط والاتفاقيات والعقود، وهذا سبب انكماشاً في مجال الأعمال مما قاد في النهاية إلى تعثر وتوقف وعدم قدرة الشركات المقترضة عن سداد مستحققاتها للبنوك والمصارف، وهذا بدوره ساهم في تفاقم الأزمة.

د- زيادة المخاطر المالية التي تواجه البنوك والمصارف العربية عن المعدلات المتعارف عليها بسبب عدم القدرة على التنبؤ بما سوف تأتي به الأزمة من آثار سلبية سواء كانت نفسية أو سلوكية أو مالية أو سياسية.

هـ- تأثر أسعار النفط بالانخفاض بسبب الأزمة، وهذا له تأثير كبير على الدول النفطية العربية، كما أن هناك خوفاً من توقع أن تقوم أمريكا من خلال الضغوط السياسية على الحكومات العربية النفطية بأن تساهم بطريق مباشر أو غير مباشر في خطة الإنقاذ الأمريكية، كما فعلت من قبل في حرب الخليج وفي حرب الإرهاب وهذا سوف يسبب خلافاً في الموازين المالية للدول العربية الباهظة.

و- ضخامة الخسارة التي منى بها المستثمرون العرب وكذلك البنوك والمصارف العربية في أسواق النقد والمال في أمريكا وأوروبا وغيرها بسبب الأزمة المالية، وهذا بالتأكيد أثر على ثرواتهم وعلى معاملاتهم في الأسواق العربية وكذلك على السيولة في أسواق النقد والمال العربية.

ي- ارتباط كثير من المعاملات في أسواق النقد والمال في معظم الدول العربية بالدولار، وما يحدث في أسعاره من انهيار غير مسبوق، وما ترتب على ذلك من آثار خطيرة على المعاملات المالية والاقتصادية سبب كل هذا خسائر باهظة على الثروة المالية في الدول العربية.

ز- قيام بعض كبار المستثمرين من الأجانب بسحب أموالهم وتجميد معاملاتهم في أسواق النقد والمال العربية، وهذا أحدث ارتباكاً وخلاً ملحوظاً في استقرار المعاملات وتأثرت البورصات العربية بهذا السلوك.<sup>(23)</sup>

وحتى يتسنى لهذه الأسواق مواجهة آثار الأزمة المالية العالمية والحد والتقليل من سلبياتها، فإنه أصبح إلزاماً عليها القيام بما يلي:

- تطوير أدائها الاقتصادي بما يؤهلها لاستقبال الاستثمارات الأجنبية التي تعود عليها بآثار إيجابية.
- تنويع وتعميق فرص الاستثمار في الأسواق المالية العربية من أجل جذب الاستثمارات الأجنبية وتجنبها السيطرة والتحكم في مجالس إدارتها.
- الاستفادة من الثروة المعلوماتية الحديثة.
- مجابهة التحديات التي تواجه الدول العربية والمديونية الخارجية، التقدم التكنولوجي الهائل في الصناعة المالية.

### ثامناً: تكامل الأسواق المالية العربية:

إن تكامل الأسواق المالية العربية كان حلماً راود العديد من الدول العربية التي أنشأت فيها أسواق مالية، شأنه في ذلك شأن التكامل الاقتصادي العربي الذي لم يتحقق بعد، ومع بروز ظاهرة العولمة المالية وما تفرضه من آثار وتحديات يحتم على الدول العربية المضي نحو ربط وتكامل أسواقها المالية.

**1- أهمية التكامل بين الأسواق المالية العربية:** تتزايد أهمية التكامل بين الأسواق المالية العربية في عصر العولمة والألفية الثالثة، ويرجع هذا التزايد إلى العديد من الجوانب والمبررات والفوائد والعوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة من إقامة سوق مالية عربية مشتركة، كما يظهر من التحليل التالي: (24)

- إضافة درجة عالية من السيولة للأصول المالية العربية، وإدخال شرائح أكثر وأكبر من المستثمرين في المشروعات العربية وإقامة الشركات والمؤسسات الجديدة لتصب في التنمية العربية الشاملة وتدفع عجلتها، وهذا له مردوده على المستوى القطري ومستوى الاقتصاد العربي، وهو ما سيؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

- إقامة سوق مالية عربية مشتركة تعمل على إعادة تشخيص الموارد العربية بكفاءة اقتصادية أعلى تحدث التوازن المطلوب بين مجموع المدخرين العرب ومجموع المستثمرين وتوفر بالتالي مصادر تمويل على درجة كبيرة من الضخامة والوفرة التي يمكن أن تحدث تغييراً جوهرياً للواقع الاقتصادي العربي في مجموعه.
  - المساعدة في تحقيق ما يسمى بالاعتماد الجماعي على الذات العربية في تمويل التنمية العربية لتكون تنمية مستقلة، والاتجاه إلى تشكيل التكتلات الاقتصادية والبحث عن كيفية إحداث التكامل المالي والتمويلي بين الأطراف العربية في شكل سوق عربية مالية مشتركة.
  - مقابلة احتياجات التنمية الاقتصادية في الدول العربية حيث أن البنوك التجارية فيها لا تستطيع بإمكانياتها المعروفة أن تتحمل مخاطر التنمية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل ولن يتم ذلك إلا بوجود بورصات عربية موحدة، أو سوق مالي عربية مشتركة.
  - إن التكامل بين أسواق المال العربية سوف يكون بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار وتجميع الادخار بطريقة غير تضخمية على مستوى المنطقة العربية، وهي بذلك تتلافى الآثار التضخمية إلى حد كبير، حيث إن التمويل من خلال الأسهم والسندات إذا ما قورن بالتمويل المصرفي من سوق النقد فإن هذا الأخير يمكن أن يؤدي إلى زيادة مفرطة في عرض النقود وبالتالي إحداث موجات تضخمية، بينما إصدار الأسهم والسندات يتضمن امتصاص قوة شرائية من جمهور المتعاملين وبالتالي يقلل من الآثار التضخمية وهذا في صالح المنطقة العربية.
  - إقامة سوق مالية عربية مشتركة من شأنها تقليل مخاطر وجود الأموال العربية في الاقتصاديات المتقدمة وخاصة بعد أحداث الحادي عشر من سبتمبر 2001، فمن الأفضل أن تزداد العلاقات المالية فيما بين الدول العربية حتى تتفادى المخاطر المحيطة بالأموال العربية في الخارج مع ملاحظة أن هذه الأموال العربية المودعة في الخارج وصلت إلى أكثر من 1400 مليار دولار، حسب بعض التقديرات.
  - إن الطاقات الاستيعابية وفرص الاستثمار المتاحة لبعض الدول العربية تسمح باستيعاب الفوائض المالية في بعض الدول العربية التي يكون لديها فوائض تفضل استثمارها خارج المنطقة العربية.
  - إن السوق المالية العربية المشتركة ما هي إلا جزء من البناء الفوقي للاقتصاد العربي يوفر عادة السيولة اللازمة للتبادل التجاري وتعميق العلاقات الاقتصادية العربية.
- إذا كان مشروع إقامة بورصة عربية موحدة، يُعد لدى الكثيرين أملاً وطموحاً صعب المنال، قياساً بما واجهته مشروعات اقتصادية عديدة مشتركة، فإنه مطلب مُلح وضروري لما يحققه من منافع عديدة لعل من أهمها:

- أ - الإسراع بتنشيط الاقتصاديات العربية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو.
- ب- جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، واستعادة رؤوس الأموال المستثمرة في خارج أسواق المال العربية والتي يقدر حجمها بما يزيد على 1400 مليار دولار.
- ج- تنشيط الأسهم الضعيفة التي تنتشر في معظم البورصات بلا استثناء.
- د - تدعيم إقامة السوق المشتركة وزيادة رواج المنتجات والأسهم وتطوير أداء الاستثمارات والتجارة البيئية.
- هـ- إعطاء أسواق المال العربية المزيد من المرونة والقدرة على امتصاص الهزات التي تتعرض لها أسواق المال نتيجة للعوامل المختلفة التي تكون سبباً لذلك، كما أن عمليات الاندماج تتطوي على إمكانية تحقيق قدر كبير من التوفير، من خلال اقتصاديات الحجم الكبير، حيث يمكن استخدام رؤوس الأموال بطريقة أكثر فاعلية، ويمكن خفض المنظومة الواسعة من البرتوكولات والممارسات الموجودة في الوقت الحاضر في الكم الهائل من الكيانات التي تتولى أعمال التداول، والمقاصة، والتسويات، وذلك من شأنه أن يعود بالفائدة على كل المتعاملين في السوق، وكذلك على أداء الأسواق بشكل كبير.

**2- دوافع التكامل بين الأسواق المالية العربية:** هناك العديد من المتغيرات على الساحة العربية والعالمية تعتبر كقوى دافعة لتكامل الأسواق المالية العربية وهي: (25)

أ- تزايد الاتجاه نحو العولة المالية وفتح الأسواق والتحرير المالي، وتزايد التدفقات الهائلة للاستثمارات الأجنبية وتحركات رؤوس الأموال عبر مختلف الأسواق العالمية، وظهور الأزمات الاقتصادية والمالية في مختلف دول العالم سواء المتقدمة منها والنامية، وتخطي آثارها وانعكاساتها الحدود الوطنية والإقليمية للدول.

ب- توقيع الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS)، وهي إحدى النتائج التي أسفرت عنها جولة الأوروغواي الأخيرة للاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (GATT)، والتي شملت عدة أنواع من الخدمات كان أهمها الخدمات المالية، وبما أن الأسواق المالية العربية ستواجه منافسة كبيرة من جراء هذه الاتفاقية، الأمر الذي يستدعي إقامة سوق مالية عربية مشتركة.

ج- شهد عقد التسعينات من القرن الماضي وبداية العقد الأول من القرن الواحد والعشرين تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي في العديد من الاقتصاديات العربية، والتحول لآليات السوق، وقد واكب هذا الإصلاح حركة إصلاحات للأسواق المالية العربية.

د- توافر البنية الأساسية التي تتولى مهام الإشراف والرقابة على تداول و تشابه الأجهزة المؤسسية من بورصات ووسطاء وشركات المقاصة والتسوية وتوفر بيئة تشريعية وتنظيمية مشتركة، حيث يوجد اتحاد

البورصات وهيئات لأسواق المال، وتزايد الوعي بتحديات المقاصة والتسوية والحفظ والتحسين النسبي في مناخ الاستثمار.

هـ - النشاط الفعال الذي يقوم به اتحاد البورصات العربية في مساعيه لإقامة سوق مالية عربية مشتركة على أسس جديدة حيث استطاع أن يصنع أول نواة لقيامه وذلك عن طريق إبرام الاتفاق الثلاثي بين بورصات لبنان والكويت ومصر.

## تاسعاً: متطلبات التكامل بين الأسواق المالية العربية:

هناك العديد من المتطلبات التي يجب أن تتوافر لإحداث التكامل بين أسواق المال العربية وبتوافرها يمكن إسراع الخطى بإقامة السوق المالية المشتركة وتتمثل في: (26)

1- تحسين مناخ الاستثمار العربي: إن العلاقة بين سوق مالي مشترك متطور ومناخ الاستثمار علاقة تغذية مرتفعة بمعنى انه كلما توفر مناخ الاستثمار الجاذب والمواتي للاستثمار في الأوراق المالية كلما ساعد ذلك على قيام سوق مالية عربية مشتركة وكلما توفرت سوق منظمة ومتطورة كلما ساعد ذلك على تحسين مناخ الاستثمار.

2- تنمية دور المؤسسات المالية والنقدية: حيث يرجع قصور التدفقات المالية الاستثمارية البينية بين الدول العربية إلى حد كبير ضعف أو عدم اكتمال جسر الوساطة المالية الذي لا بد أن تعبئه تلك التدفقات، ويرجع السبب في ذلك إلى ضعف المؤسسات المالية العربية وقصورها في تشكيل الإطار المؤسسي المتكامل.

3- إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة: حيث بإنشائها يساعد كثيرا على ربط وتكامل الأسواق المالية العربية، من خلال سرعة الاتصال ونقل المعلومات فيما بينها، كما أن إنشاء مركز عربي للمعلومات المالية لدى صندوق النقد العربي واتحاد البورصات العربية من شأنه أن يوفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق المالية العربية.

4- إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية: حيث أن إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية سوف يساعد كثيرا على ربط وتكامل الأسواق المالية العربية، ويقتصر نشاط هذه الشركة على العمل كوسيط مالي للأوراق المالية للشركات العربية المشتركة، والعمل كوسيط مالي يقوم بترتيب عمليات بيع الأوراق المالية الجديدة المتداولة وتقديم الاستشارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية العربية.

5- تأسيس شركات كبرى على مستوى الاقتصاد العربي كله: على أن تعمل هذه الشركات في مجال المقاصة والتسوية والحفظ، لان وجود شركة كبرى واحدة لها فروع في جميع الأسواق العربية سيؤدي إلى

وفورات في الإنتاج الكبير من جهة ويسهل عمليات المقاصة والتسوية والحفظ من جهة أخرى، وفي مجال التأمين ضد المخاطر المحتملة وضمنان تغطية التزامات الوسطاء.

**6- تحسين المركز التنافسي لأسواق الأوراق المالية العربية بين الأسواق الدولية:** وذلك من خلال تحسين الوزن النسبي في السوق العالمية للأوراق المالية وهذا الوضع يتطلب تزويد الأسواق العربية بالمزيد من الأوراق المالية من خلال برامج الخصوصية، والعمل على تشجيع الشركات المغلقة لكي تتحول إلى شركات مفتوحة أي شركات اكتتاب عام من خلال توفير حوافز جيدة لها، كما يجب تواجد الأسواق المالية العربية في سوق السندات الدولية بقوة، حيث أن بعض الأسواق الناشئة والصاعدة لها تواجد جيد في تلك الأسواق.

### عاشراً: سبل الربط بين الأسواق المالية العربية:

ما يلاحظ في الأسواق المالية العربية التباين الكبير بين تشريعاتها المالية والأطر المؤسسية من جهة، وكذا تباين متطلبات الإدراج والإفصاح وإجراءات التداول والتسعير كل حسب خصوصياته، وعليه فإن محاولة التنسيق بين الأسواق المالية العربية ليست بالعملية السهلة، إلا أن هناك بعض الأطر التي يمكن خلالها تحقيق درجات عالية من التنسيق والربط بينها:

**1- تدعيم القطاع المالي:** أظهرت التجارب أن الدول التي تحضى بقطاع مالي و مصرفي متحرر و متطور هي التي استفادت في الغالب من قدوم الاستثمارات إليها، و حققت أداءً اقتصادياً أفضل، كما برهنت هذه التجارب على أن نجاح الإصلاحات الهيكلية و قدرة الاقتصاد على مقاومة الصدمات الخارجية الفجائية، ترتبط بسلامة القطاع المالي و البنكي نظراً لأهمية القطاع المالي و البنكي و أهميته في رفع كفاءة الاقتصاد و تحقيق الاستقرار الكلي المنشود. (27)

**2- تحديث القوانين والأنظمة:** وذلك من خلال مواكبة تطور التشريعات واللوائح والقوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية العربية لمثيلاتها في الأسواق العالمية، والسير في طريق الربط بينها خاصة ما بين الأسواق المالية العربية المتشابهة من حيث الخصائص والتطور، ومحاولة إعطاء استقلالية أكبر في إدارة الأسواق المالية، وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص فيها، والفصل بين المسؤوليات التنفيذية والرقابية، ومحاولة توحيد قواعد ومتطلبات إدراج الشركات في السوق، إضافة إلى توحيد اللوائح والمعايير وشروط ومتطلبات الإفصاح المالي من أجل تعميق الشفافية فيها، وتحديث القوانين ذات الصلة بالأسواق المالية مثل القوانين النقدية وقوانين الضرائب ومراجعة الحسابات والاستثمار الأجنبي.

**3- تطوير البنية التحتية للأسواق المالية العربية:** من خلال تطوير نظام التداول وعصرنته بإنشاء نظام إلكتروني لوضع أوامر الشراء وعروض البيع وتنفيذ العمليات التي تنتج عنها، وذلك بمستوى كل دولة، ثم يتم الربط بين هذه النظم على مستوى الأسواق العالمية التي يتم فيها تداول تلك الأوراق، وذلك من أجل زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة سهولة التداول فضلا عن زيادة شفافية السوق.

**4- إنشاء نظام إيداع مركزي للأوراق المالية:** لأنه يشكل دعامة أساسية في قيام السوق بوظائفه بكفاءة ويزيد من درجة سيولته مما يجعل التعامل فيه عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والأجنبي، ويقوم هذا النظام على حفظ جميع الأوراق المالية التي يتم عليها التداول لدى جهة مركزية واحدة بدلا من تداول الأوراق المالية من حائز لآخر، إضافة إلى تطوير نظام التسوية والمقاصة وتطبيق المعايير العالمية عليها. (28)

**5- نشر المعلومات والبيانات الاقتصادية:** كالمعلومات والبيانات المالية العالمية، وكذا بيانات المؤشرات الاقتصادية الكلية عن الاقتصاديات العربية لإعطاء نظرة صحيحة عن الفرص الاستثمارية فيها، وكذا معلومات البيئة الداخلية كدرجة المنافسة، الفرص المستقبلية لتطوير المنتجات، الاعتماد على العنصر البشري، إضافة إلى نشر البيانات عن المؤسسات الاقتصادية، كمركزها التنافسي، تنظيمها الداخلي، مستواها التكنولوجي، وكذا نشر المعلومات لأهم العمليات التي تدعم عملية التداول، وعليه فإن الدول العربية مطالبة في هذا المجال بإنشاء مركز معلومات وبيانات موحد يتم فيه تبادل المعلومات الاقتصادية والمالية بين مختلف الدول العربية.

**6- تحسين المناخ الاستثماري:** إن تطوير سوق الأوراق المالية له علاقة وطيدة مع تحسن المناخ الاستثماري، حيث تشكل أسواق الأوراق المالية احدي أهم القنوات لجذب التدفقات الاستثمارية الأجنبية إلى الاقتصاديات الوطنية، وهذا يعني انه كلما توفر سوق منظم ومتطور للأوراق المالية كلما ساعد ذلك على تحسين وتطوير مناخ الاستثمار، وقد شهدت أسواق المال العربية توجها ملحوظا نحو تخفيف القيود على الاستثمار الأجنبي، كما يتعين العمل على إزالة المعوقات الإدارية التي كثيرا ما تمثل العنصر الأكثر تنفيرا للمستثمرين، وكذلك إزالة القيود الرقابية على النقد التي تعرقل محاولات الربط بين الأسواق المالية العربية.

## الخاتمة:

إن الدول العربية ومن أجل مواجهة ومسايرة تحديات وآثار العولمة المالية على أسواقها المالية مطالبة باتخاذ مجموعة من الإجراءات والتدابير وسن القوانين والتشريعات من أجل بداية فعلية لترابط وتكامل أسواقها المالية، لأن حدة الآثار التي تعرضت لها من جراء الأزمات المالية العالمية، والتي تعتبر أحد نتائج العولمة المالية كانت كبيرة جدا انعكست سلبا على مختلف النشاط الاقتصادي في الدول العربية، وهو ما أثبتته الأزمة المالية العالمية الأخيرة (أزمة الرهون العقارية)، ومن هذه الإجراءات والتدابير ما يلي:

- التعامل مع العولمة المالية بمرونة وذلك باتخاذ الإجراءات اللازمة والمناسبة، حتى تستطيع تحقيق مصالحها وتعظيم مكاسبها.
- إنشاء أنظمة مالية قوية وعميقة وزيادة كفاءتها وإتباع سياسات اقتصادية سليمة مع إدارة الأعمال والمخاطر المالية بشكل جيد، وإنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية وهذا ما يساعد على الربط وانفتاح الأسواق المالية العربية.
- تعزيز الشفافية والإفصاح المالي وإدخال التقنيات الحديثة لأنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين.
- إنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة، وإنشاء بنك معلومات مشترك بين الدول العربية.



## المراجع:

- (1) فلاح شفيق النشاط الربوي والأزمات المالية، لندن في: 15-10-2008 ص01: على الموقع التالي:  
<http://www.baghdadtimes.net/Arabic/?sid=35291le:25/10/2010>.
- (2) المرجع السابق، ص03.
- (3) (ل)، الأسباب المباشرة للأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي، ص 05. على الموقع:  
[http://media.kenanaonline.com/files/0013/13240\\_13/03/2011](http://media.kenanaonline.com/files/0013/13240_13/03/2011).
- (4) حمزة بن حسين الفعير الشريفي الأزمة المالية العالمية .. قراءة في مآزق الأسباب والنتائج والبحث عن مخرج على الموقع:  
[http://www.aldaawah.com/?p=336\\_13/03/2011](http://www.aldaawah.com/?p=336_13/03/2011)
- (5) إسلام عبد العزيز فرحات الأزمة الاقتصادية.. حوار مع فقيه اقتصادي على الموقع:  
<http://ahmedbouachrine.maktoobblog.com/1386888/le:25/10/2010>.
- (6) حمزة بن حسين الفعير الشريفي، مرجع سابق.
- (7) داليا أبو الغيط عبد المعبود الأزمة المالية العالمية وأثرها على علي العالم العربي دراسة مقدم إلى: إدارة مشروع "الطرق المؤدية إلى التعليم العالي" ضمن متطلبات الحصول على شهادة حضور البرنامج التدريبي بشتاء 2009، محافظة التدريب، القليوبية.
- (8) حمزة بن حسين الفعير الشريفي، مرجع سابق.
- (9) داليا أبو الغيط عبد المعبود، مرجع سابق.
- (10) محمود الشريف قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية على الموقع:  
[http://www.baghdadtimes.net/Arabic/?sid=37502\\_13/03/2011](http://www.baghdadtimes.net/Arabic/?sid=37502_13/03/2011)
- (11) حمزة بن حسين الفعير الشريفي، مرجع سابق.
- (12) المرجع السابق
- (13) المرجع السابق
- (14) (ل)، الأسباب المباشرة للأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، مرجع سابق، ص 10.
- (15) داليا أبو الغيط عبد المعبود، مرجع سابق.
- (16) التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010.
- (17) عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص232، 233.
- (18) شذا جمال الخطيب العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، الطبعة الأولى، عبيد مصر 2002، ص84.
- (19) عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مرجع سابق، ص 234.
- (20) عبد المنعم السيد علي: التكامل الاقتصادي العربي، الواقع و الآفاق، الطبعة الأولى، بيروت، 1998، ص 178.
- (21) صلاح الدين حسن السبسي: بورصة الأوراق المالية العربية و الدولية، الطبعة الأولى، القاهرة، 1998، ص 30.
- (22) حمزة بن حسين الفعير الشريفي، مرجع سابق.
- (23) حسين حسين شحاته، كيف النجاة من أثر الأزمة المالية الرأسمالية على أسواق المال العربية، سلسلة بحوث في الفكر الاقتصادي الإسلامي، على الموقع:  
<http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=13669/le: 08/04/2010>
- (24) عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مرجع سابق، ص235.
- (25) المرجع السابق، ص 215.
- (26) المرجع السابق، ص 240، 241.
- (27) البعد المالي للعولمة (العولمة المالية)، على الموقع:  
<http://forum.univbiskra.net/index.php?topic=13821;le: 25/07/2011>.
- (28) بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 291.