

سوق الأوراق المالية من محفز للنمو إلى مولد للأزمات

أ.بن جميل هناء

جامعة محمد خيضر بسكرة

hana.ben87@yahoo.fr

د. مخفي أمين

أستاذ محاضراً - جامعة مستغانم

mokhefiamine@yahoo.fr

ملخص:

يحظى سوق الأوراق المالية باهتمام كبير لما تزاوله من نشاط فعال في توفير السيولة اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية. وتعتبر تلك الأسواق من أكثر الأسواق تأثراً بالأحداث الاقتصادية العالمية، ففي رحاب العولمة المالية زاد الطلب على التمويل وارتفع حجم تدفقات رؤوس الأموال عبر الدول، الأمر الذي ساعد على حدوث الأزمات وانتشار عدواها بما يؤدي إلى مزيد من عدم الاستقرار المالي الذي قد يهدد النظام المالي الدولي.

وقد تزايد ترابط وعولمة أسواق الأوراق المالية لتعكس ثورة مالية حقيقية من حيث حجم الأسواق، تأثيرها، علاقاتها، وأدواتها المالية الجديدة أدت إلى تشابك العلاقات المالية الدولية بشكل يلغي الحدود الجغرافية أمام انتقال المخاطر والأزمات عبر الدول. الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الأزمات المالية، عولمة الأسواق المالية، التنمية الاقتصادية.

Résumé :

Le marché boursier suscite un grand intérêt pour son activité efficace dans le fournissement des liquidités nécessaires pour parvenir à un développement économique. Ces marchés sont considérés comme les plus affectés par les événements de la vie économique mondiale vu que la mondialisation financière a augmenté la demande de financement et le flux de capitaux à travers les pays, ce qui a contribué à la survenue des crises conduisant à une plus grande instabilité financière qui pourrait menacer le système financier international.

L'interdépendance croissante et la mondialisation des marchés des valeurs mobilières ont reflété une révolution financière réelle en termes de taille, impact, relations et nouveaux instruments financiers du marché qui ont conduit à un

enchevêtrement de relations financières internationales éliminant les frontières géographiques devant les risques de transmission des crises entre les pays.

Mots-clés: Marché boursier, Les crises financières, la mondialisation des marchés financiers, La croissance économique.

مقدمة:

تنامي الاتجاه نحو الاهتمام بسوق المال وخصوصا سوق الأوراق المالية، حيث تلعب هذه السوق دورا هاما في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، كما تمثل هذه السوق أحد المصادر الهامة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة، فضلا عن أهميتها الحيوية لتمويل القطاعات التي يوجد لديها عجزا في السيولة النقدية، وفي ظل توفر المعلومات والبيانات اللازمة والتي تؤدي في النهاية إلى التخصيص الكف للموارد المالية، ومن ثم دفع عجلة التنمية الاقتصادية، فإنه يظهر جليا أهمية دراسة سبل تنمية هذه السوق ورفع كفاءتها كألية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الاستثمارية، ولاسيما الاستثمار في الأوراق المالية.

إلا أن تنامي تحركات الكتل المالية الكبيرة وتدفقات رؤوس الأموال في ظل تكامل تلك الأسواق نحو هذا النشاط وما رافقه من ملابسات من حالات المنافسة غير المتكافئة والمضاربات، جعل هذه الأسواق عرضة للارتباك والتأزم نتيجة للتغيرات المفاجئة والسريعة في أسعار الأسهم والسندات وقيام المبادلات وغيرها.

إشكالية البحث: ففي خضم التحولات المعاشة على الصعيد العالمي، والتغيرات التي يفرضها المحيط نتيجة ظاهرة العولمة، كيف تحولت أسواق الأوراق المالية من أداة لتحفيز النمو وتحقيق التنمية الاقتصادية إلى سبب لتوليد ووقوع الأزمات؟.

أهمية البحث: ويستمد هذا الموضوع أهميته من خلال الوقوف على أهم الأسباب التي أدت إلى عدوى أزمات أسواق الأوراق المالية ودورها في اختلال الاستقرار الاقتصادي الذي بات يهدد النظام المالي الدولي.

منهج البحث: وقد اعتمدنا في دراستنا لهذا الموضوع على المنهج التحليلي والمنهج الوصفي في ذكر خصائص ومميزات الظاهرة المدروسة.

خطة البحث: من أجل الإجابة على تساؤلات البحث وتحقيق الأهداف المرجوة، قمنا بتقسيم البحث إلى ما يلي:

أولاً: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية؛

ثانياً: عولمة أسواق الأوراق المالية ودورها في انتشار الأزمات.

أولاً: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

تلعب الأسواق المالية في وقتنا المعاصر دورا بالغ الأهمية في النظم الاقتصادية الحديثة، وعلى الأخص تلك التي تعتمد على نشاط القطاع الخاص والعام في تجميع رؤوس الأموال وتخصيصها نحو القطاعات الأكثر إنتاجية التي تمكن قوى الإنتاج من القيام بدفع عجلة التنمية الاقتصادية.

1- تعريف سوق الأوراق المالية.

هناك تعريفات مختلفة لسوق الأوراق المالية أو البورصة، وإن اختلفت العبارات فإنها تصب جميعها في قناة واحدة وتدل على معنى واحد. حيث تعرف على أنها " تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بيعا وشراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات و القطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي"⁽¹⁾.

كما يمكن تعريفها أيضا على أنها: " السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من الأسهم والسندات والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكن جغرافي واحد معين يعرف ب: البورصة، أما الثاني فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية"⁽²⁾.

2- أهمية سوق الأوراق المالية

يعد سوق الأوراق المالية مصدرا للتمويل طويل الأجل انطلاقا من أن المال هو العمود الفقري الذي يركز عليه النشاط الاقتصادي وعليه فقد أصبحت تلك الأسواق تساهم بشكل فعال في التنمية الاقتصادية. ومنه لسوق الأوراق المالية أهمية اقتصادية ومالية بالغة تلخص فيما يلي:

أ- الأهمية المالية⁽³⁾: لتمويل العملات الاقتصادية لا بد من توظيف الأموال المحلية والعمل على استقطاب الأموال الأجنبية من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة، ولجلب الأموال الأجنبية لا بد من منح فوائد مغرية، لأن المستثمرين غالبا ما يترددون في التخلي عن مدخراتهم لفترات طويلة، وبهذا فإن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد حامل الأوراق المالية أي المستثمر من الربح وتستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم وطويل الأجل: فالنسبة للمستثمر، يقوم بشراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات باستخدام الأموال الفائضة لديه، وهو بهذا يسعى إلى الحصول على الربح الذي قد يتحقق إما عن طريق الفوائد المتعلقة بالأوراق المالية أو بفعل المضاربة الناتجة عن

تقلبات الأسعار في البورصة. أما بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية فللحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل، حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها، حيث تكون مجبرة على تقديم كافة المعلومات المرتبطة بنشاطها ووضعيتها وهو ما يخلق درجة من الثقة لدى المستثمر:

ب- الأهمية الاقتصادية: حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامّة، حيث أن تدفقات هذه الأموال سوف ترفع حجم السيولة على مستوى البلد مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها، وهو ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد الكلي ليوجبه نحو الانتعاش والتسريع من وتيرة التنمية من خلال سد حاجياتها المالية وتغطية أعبائها وكذا تمويل أهدافها التنموية من خلال إصدار أوراق مالية يتم تداولها في البورصة. ويمكن تلخيص دور السوق المالي في:

❖ استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية: تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية وذلك من خلال منح فوائد مرتفعة ومغرية، حيث تعمل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها⁽⁴⁾.

❖ زيادة الادخار: إذ توفر سوق الأوراق المالية أصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، إذ يشجع تنويع المخاطر الوحدات ذات الفائض المالي على الاستثمار في المشروعات عالية المخاطر ذات العائد المرتفع، ويقوم السوق المالي بتلك الوظيفة بدلا من أصحاب الفائض من خلال تنويع المحافظ الاستثمارية لمؤسسات الوساطة المالية البنكية. ومن ناحية أخرى تتكامل وظائف الأسواق المالية من أجل تجميع مدخرات المستثمرين في وعاء يمكن من خلاله تمويل المشروعات ذات العجز المالي، وهذا ما يساهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي؛

❖ علاج المديونية: فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين. فضلا عن ذلك تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين التي تنطوي على تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال

الدولية. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول⁽⁵⁾.

❖ تمويل خطط التنمية: وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد التجاؤ الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الأجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

❖ تقييم الشركات والمشروعات: حيث يدل انخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها.

❖ تجنب الآثار التضخمية إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج⁽⁶⁾.

3- التعامل في سوق الأوراق المالية.

على كل مستثمر أن تكون لديه معرفة كافية بكيفية التعامل بالأوراق المالية إضافة إلى الإمام بمختلف المعلومات المتعلقة بتغير أسعارها.

3-1- المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

إن التعامل القانوني القائم في سوق الأوراق المالية يتم من خلال أعضاء البورصة والذين يكونون إما أعضاء رئيسيون أو أعضاء غير عاملين.

3-1-1- المتعاملون الرئيسيون.

وهم الذين يحصلون على عضوية الانضمام إلى البورصة⁽⁷⁾:

❖ السماسرة بعمولة: السماسر هو المستشار الأمين الذي يرشد المستثمر ويساعده على اختيار الأوراق المالية كما قد يعمل كممثل أو وكيل لأحد بيوت السمسرة، ويقوم السماسر بالتعامل مع الجمهور الذي يرغب في شراء أو بيع الأوراق المالية التي يمثلها مقابل حصوله على عمولة تحددها لائحة البورصة، أي أنه يتوسط بين البائع والمشتري، وتمثل هذه الفئة الجزء الأكبر من أعضاء البورصة.

- ❖ **تجار الأوراق المالية:** يقوم تجار الأوراق المالية بشراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص من أجل تحقيق أرباح من فرق السعر، وعادة ما يقومون بالاحتفاظ بالأوراق المالية ثم استخراجها في الوقت المناسب.
- ❖ **سماسرة الصالة:** هم الذين ينفذون طلبات البيع والشراء للأوراق المالية التي يتعهد بها سماسرة آخريين مقابل عملة، وهم لا ينتمون إلى شركات السمسرة⁽⁸⁾ ومن ثم فإن عليهم دفع رسم العضوية من أموالهم الخاصة، وإنما ينفذون الأوامر لصالح هذه الشركات التي تطلب منهم ذلك في وقت ذروة نشاط البورصة.
- ❖ **تجار الصالة:** وهم تجار مسجلين بالبورصة يقومون بدفع رسم العضوية من أموالهم الخاصة، ويتعاملون بشراء وبيع الأوراق المالية من أجل تحقيق الربح لكن دون الاحتفاظ بهذه الأوراق، ويطلق على هذه الفئة اسم المضاربين.
- ❖ **تجار الطلبات الصغيرة:** وهم أولئك الذين يقومون بشراء كميات كبيرة من الأوراق المالية 100 سهم أو مضاعفاتها ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة " أقل من 100 سهم" مقابل عمولة تتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء وهي عمولة كبيرة نسبيا مقارنة مع غيرهم من التجار.
- ❖ **وكلاء بيوت السمسرة:** هم أعضاء يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة لحساب بيوت السمسرة الكبيرة.
- ❖ **المتخصصون:** هم مجموعة من السماسرة الذين يختصون في التعامل في ورقة معينة واحتكارها حيث تصبح لهم الصلاحية في الإطلاع على الأوامر المتعلقة بتلك الورقة، وعادة ما يجمع المتخصصون بين نشاط السمسرة ونشاط التجارة، ويمكن القول بأن المتخصصون يقومون بتحديد سعر بيع وشراء أي ورقة مالية، ولهذا فإن شروط عضويتهم عادة ما تتسم بالتشدد.

2-1-3- الأعضء غير العاملين.

- يعتبرون أكبر المتعاملين في البورصة بيعا وشراء للأوراق مقابل عمولة منخفضة⁽⁹⁾:
- ❖ **الأعضء المرسلين:** وهم أعضء عاملين في بورصة أجنبية عن طريق سمسار محلي مقيد في بورصة تلك الدولة.
- ❖ **الأعضء المنضمين:** وهم البنوك وشركات وصناديق الاستثمار التي تعمل في مجال الأوراق المالية، حيث يقتصر عملها على تسويق الأوراق المالية لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص عن طريق الأعضء العاملين في البورصة.

❖ **سماصرة الخصم:** هم الذين يقومون خدماتهم الإدارية والكتابية الخاصة بإتمام عمليات البيع والشراء من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بالحفاظ على الأوراق المملوكة لعملائها في خزائنها وتحصل عوائدها بدلا من العملاء وذلك عند اقتراب تواريخ استحقاقها فضلا عن اتخاذ قرار البيع أو الشراء المناسب لهم دون الحاجة للتعامل مع الأعضاء العاملين بالبورصة.

❖ **مكاتب الخدمات الاستثمارية:** وهي تساعد على تدعيم كفاءة السوق من خلال الدراسات والأبحاث التي تنجزها البورصة سواء لحساب بعض العملاء أو بيوت السمسرة، مقابل مبلغ معين متفق عليه، وهذه المكاتب لا تمارس نشاط السمسرة وتسويق الأوراق المالية.

2-3- أدوات سوق الأوراق المالية.

تمثل أدوات سوق الأوراق المالية العمود الفقري للأسواق المالية المعاصرة نظرا لخصائصها ومرونة التعامل بها ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض.

1-2-3 **الأسهم العادية:** وهي عبارة عن أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول يحق لعاملها الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في رأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم، فهو أداة تمويل رئيسية للشركة وأداة ادخارية واستثمارية في آن واحد، وليس له تاريخ استحقاق ولا يتعرض للتقادم إذ أن بقاءه مشروط بقدرة الشركة على المنافسة في السوق⁽¹⁰⁾.

2-2-3 **الأسهم الممتازة:** هي مستند ملكية تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأس مالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية، وتعطي لحامل هاته الأسهم أفضلية الحصول على الأرباح أو اقتسام موجودات الشركة في حالة التصفية⁽¹¹⁾.

3-2-3 **أدوات الدين:** يتم إصدارها لفترة محددة بتاريخ استحقاق نهائي، تعطي لمالكها الحق في الحصول على دفعات دورية من الفوائد بمعدل محدد، وبحلول تاريخ الاستحقاق يتم تسديد رأس المال المقترض.

ويوجد أيضا:

أ- **الحكومية:** وهي التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم.

➤ **أذونات الخزنة:** وهي أذونات قابلة للتداول ولفترات قصيرة تصدرها الخزينة المركزية، حيث يمكن التصرف فيها بسهولة دون أن يتعرض حاملها لأي خسائر رأسمالية. لأن الإذن يحصل حائزها على القيمة الاسمية لها، ويتمثل الفرق في مقدار العائد الذي يجنيه

المستثمر⁽¹²⁾. وتتميز أدون الخزنة بارتفاع درجة سيولتها، إذ يمكن تحويلها إلى نقدية بأقل تكلفة، وبأدنى خطر ممكن وعادة ما يكون عائد أدونات الخزينة معفى من الضرائب.

➤ **سندات حكومية:** هي السندات التي تصدرها الحكومة، وتكون خالية من المخاطر ومعدل فائدتها محدد، تتراوح مدتها ما بين سنتين إلى 10 سنوات ويمكن الشراء من شركة الوساطة أو البنوك لقاء رسم معين أو من البنك المركزي بدون رسم⁽¹³⁾.

ب-الأدوات غير الحكومية: وهي متمثلة في سندات الشركات بكافة أنواعها:

➤ **سندات الشركات:** وهي عبارة عن صكوك قابلة للتداول يعتبر حاملها دائناً للجهة المصدرة له وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنوياً، أو نصف سنوياً، دون النظر إلى الدخل الذي حققته الشركة، ويتميز هذا النوع من السندات بتدخل طرف ثالث "بنك" يعمل على تنفيذ الاتفاق مع الشركة المقترضة، ولحملة السندات الحق في الحصول على فوائدها قبل دفع أي توزيعات لجملة الأسهم، كما لهم الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة، وبخلاف حملة الأسهم العادية فإن حملة السندات ليس لهم الحق في حضور الجمعية العمومية وليس لهم الحق التصويت والتدخل في إدارة الشركة⁽¹⁴⁾.

3-2-4- المشتقات⁽¹⁵⁾: وهي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المالية موضوع العقد، "أسهم، سندات، كذلك سلع وعمليات أجنبية..." يجري تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة لكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد، فضلاً عن ذلك تتوقف المكاسب أو الخسائر لأطراف المشقة على الأصل المالي محل التعاقد.

➤ **الخيارات:** الخيار هو عقد بين طرفين يكون بموجبه الطرف الأول أي مشتري الخيار الحق وليس الالتزام في أن يشتري أو يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أي بائع أو محرر الخيار أصلاً معيناً بسعر التنفيذ وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل قيام الطرف الأول المشتري، بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الثاني.

➤ **المستقبليات:** وهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالي منظم لهذه الغاية على أن يتم استلامها أو تسليمها في تاريخ لاحق على أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه وذلك لحماية الطرفين من مشاكل عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات.

➤ العقود الأجلة: هي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا، ويظهر هنا أسعار وسعر التسليم وهو السعر السائد والآخر السعر الأجل.

ثانيا: عوامة سوق الأوراق المالية ودورها في انتشار الأزمات.

تعنى العوامة المالية بتحرير الأسواق المالية في كل الدول بما فيها الدول النامية التي أصبحت أكثر تكاملا مع النظام المالي العالمي من خلال إزالة القيود على نشاط المؤسسات المالية والمصرفية وتخطي الحواجز التي تعوق تدفقات رأس المال عبر الحدود، وقد ترتب على ذلك نشأة أسواق جديدة ليس لها تواجد جغرافي طبيعي وإنما تجمعها وتنظمها شبكات الانترنت المتصلة ببعضها البعض، والتي توفر المعلومات اللازمة عن الأدوات المالية الجديدة التي تتعامل بها تلك الأسواق، الأمر الذي أدى إلى نمو المعاملات المالية الخارجية والتخفيف من مشكلة التمويل الخارجي للدولة إلا أن زيادة حجم التدفقات المالية يمكن أن يؤثر سلبا على الاستقرار الاقتصادي الكلي.

1- أسباب حدوث الأزمات في أسواق الأوراق المالية: غالباً ما يؤدي رواج وفاعلية التعامل في الأسواق المالية الدولية إلى حصول الأزمات وانتقالها من خلال تفاعل تلك الآليات عن طريق⁽¹⁶⁾:

- ✓ الإدراج المزدوج للأسهم في الأسواق المختلفة بمعنى إدراج سهم شركة معينة في أكثر من بورصة مختلفة في ظروفها، وبالتالي تعرضها إلى مشكلة التأثير المتتابع عند تعرض سهم معين إلى مشاكل في بورصة معينة تنتقل إلى البورصات الأخرى؛
- ✓ إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية من قبل المستثمرين نتيجة لحدوث تغيرات في أحد الأسواق المالية المهمة وما تعكسه من تأثير على الأسواق أو على دول أخرى في حالة الحصول على التمويل ومن ثم اختلال حركة تدفق رؤوس الأموال، إذ أن خسارة أي مستثمر ما سوف تؤثر على قراره في توجيه استثماراته في منطقة دون أخرى؛
- ✓ في حالة وجود تقارب استراتيجي إقليمي كان أو تنموياً كما حصل في دول أمريكا اللاتينية في ثمانينيات القرن الماضي، وجنوب شرق آسيا عام 1997، فغالباً ما يؤدي هذا التقارب إلى انتشار عدوى الأزمة بسرعة بسبب وجود هذا التداخل؛
- ✓ تحرك المستثمرين بسبب تسرب المعلومات إزاء خبر معين وما يعكسه من ردود فعل لدى المستثمرين وخاصة بعد التطور الهائل الحاصل في تكنولوجيا المعلومات وما يتبعه من انتهاج سلوك جماعي لاتخاذ القرارات التي تلعب دوراً مهماً في حركة الأزمة وسرعة انتقالها وبما يسمى بحركة القطيع Hard behavior، هذا إلى جانب غياب الإفصاح عن المستثمر الخارجي

والمحلي مما يعمل على تذبذب حركة السوق مثل قيام المستثمر بعملية الشراء أثناء صعود أسعار الموجودات ومن ثم تتبعها حالات الهبوط وبالتالي تنفجر الأزمة والتي غالباً ما تكون ناتجة من ضيق ومحدودية مردودات رأس المال الدولي أو تآكل في إيرادات الصادرات أو تدهور الظروف المحلية والسياسية وما يرافقها من إعادة النظر في الاستثمارات وتغير أسعار الصرف وإعادة جدولة الديون وما إلى ذلك من الإجراءات الوقائية التي تسهم وبشكل فعال في انتقال عدوى الأزمات بين المستثمرين.

إضافة إلى ذلك يطرح التكامل المتنامي بين شركات الأوراق المالية والمؤسسات المصرفية في كثير من الدول المتطورة احتمال حدوث أزمات، ذلك أن تجارة الأوراق المالية أقل تنظيماً وأكثر مخاطرة مقارنة بالأعمال المصرفية. ومنه حدوث أزمة في الأسواق المالية يؤدي إلى انتقالها للمصارف ومنه إلى النظام المالي الكلية وذلك نتيجة لعملة الأسواق المالية التي تسمح بنشر الأزمات المالية على الصعيد العالمي وهذا ما يسمى بالعدوى المالية⁽¹⁷⁾. وتعزى أهم أسباب العدوى إلى فقدان الثقة في النظام المالي السائد، مما يترتب عليه زيادة المعروض من الأسهم والسندات من أجل البيع؛ الأمر الذي يؤدي إلى تدهور قيمتها، ومنه زعزعة استقرار النظام المالي ككل.

ومن هنا فقد أدت العولمة المالية من خلال قناة الأسواق المالية إلى انتشار الأزمات عبر مختلف الدول نظراً لترابطها وتشابكها، وقد أكدت مختلف الأبحاث الحديثة أن احتمال حدوث أزمات مالية معدية عبر الأسواق المالية من شأنه أن يعزز دخول أدوات مالية وقوى فاعلة جديدة في الأسواق المالية الدولية وزيادة أهميتها. ولعل تجربة دول جنوب شرق آسيا خير دليل على ذلك، حيث أن السماح لغير المقيمين بدخول أسواق الأوراق المالية في بلدان جنوب شرق آسيا وتمكين المقيمين من الحصول على قدر أعلى من الأصول بالدولار، أدى إلى قيام علاقة وثيقة بين سوقين غير مستقرين وهما سوق العملات وسوق الأسهم الأمر الذي ساهم في زعزعة الاستقرار لتلك الدول. وفيما يتعلق بالروابط المحلية لدول المنطقة، فإن المستجدات المالية في كل دولة تؤثر على نظيرتها، وينطبق ذلك على نشاطات أسواق رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر والإقراض المصرفي، وفي هذا السياق قد يبيع المستثمرون الأجانب أصولهم الموجودة في دولة ما نتيجة للخسائر التي تكبدتها دولة أخرى، وعليه فإن تكامل الأسواق المالية من شأنه أن يعمل على انتقال الأزمات المالية بشكل سريع⁽¹⁸⁾.

2- دور الأدوات المالية المستحدثة في ارتفاع وتيرة الأزمات: لا تخلو أي سوق مالية من المضاربات القوية، وذلك بهدف تسجيل مكاسب كبيرة وسريعة ولعل من أبرزه هذه الأساليب نجد⁽¹⁹⁾:

- ✓ الإشاعة التي يبثها كبار المضاربين في صالات التداول لتحقيق أهداف منها إما بالشراء أو البيع و اللجوء إلى أسماء متعددة في تضليل السوق تحت اسم شركة لها وزنها في السوق، فعند صدور الإشاعة تنتشر بسرعة؛
- ✓ تدوير كميات كبيرة في شركة ما بهدف تضليل المتداولين وإجبارهم على البيع أو الدخول في عمليات شراء غير مدروسة، فتظهر عندئذ الأسعار على حقيقتها مما يؤدي إلى انخفاضها ومن ثم انهيار السوق. وهو ما يطلق عليه بالبيع الصوري أو الظاهري؛
- ✓ اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية تتم بواسطة شخصين أو أكثر، وتهدف أحداث تغيرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل العضوية في مثل هذه الاتفاقيات على سمسرة وعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة، كما قد يساهم بعض الأعضاء بالعمل بينما يساهم الآخريين برأس المال، وقد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية؛
- ✓ المراهنة بجميع الأموال على نوع أو نوعين من الأسهم، وهنا قد يعتبر المضارب مقامر؛ وعليه تتم المضاربة إما في مجال الصفقات النقدية حيث يتم تسليم واستلام الورقة المالية بين البائع والمشتري خلال فترة لا تتجاوز 3 أيام مع قيمتها فوراً، أو من خلال الصفقات الآجلة والتي تكون عادة بعد فترة معينة من إبرام الصفقة، وهنا يقوم المضاربين عند ارتفاع الأسعار بشراء ذلك المقدار من الصفقة بواسطة دفع جزء من قيمته فوراً والباقي في تاريخ لاحق متفق عليه. ويعد اللجوء إلى هذه الطريقة في إجراء الصفقات في سوق الأوراق المالية من أهم أسباب حدوث الأزمات، حيث تسمح الصفقات الآجلة بالارتفاع المصطنع لأسعار الأوراق المالية نتيجة ارتفاع الطلب.
- وفي هذا الشأن بدأ استخدام المشتقات المالية في الأساس كأداة لتغطية بعض المراكز و التعامل في العملات و لكنها تحولت بعد ذلك إلى أدوات استثمار يشتد الطلب عليها في ذاتها واستمر التوسع في تداولها في البورصات العالمية بهدف المضاربة وتحقيق الربح في الفترة القصيرة وعليه فبدلاً من قيامها بالدور الأساسي وهو تقليل المخاطر أدت إلى زيادتها. حيث تستمد المشتقات المالية ميزتها عن باقي الأدوات الاستثمارية الأخرى ومن ثم خطورتها في عدم استلزامها دفع قيمة الاستثمار بالكامل في وقت إنشائه معتمدة في ذلك على فكرة الهامش بمعنى استخدام عامل الدفع في النشاط الاستثماري أو توظيف مبلغ صغير لتحقيق استثمار ذي قيمة مرتفعة. ولعل أزمة الرهون العقارية خير دليل على دور المشتقات المالية في حدوث الأزمات، حيث قام المواطن الأمريكي بشراء بيت بالدين مقابل رهن هذا العقار، وعند ارتفاع قيمة العقار يحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة

الثانية، وبالتالي فإنها معرضة للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات. ولكن البنوك لم تكتف بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة والأكثر مخاطرة، بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل بهدف التوسع في عملية الإقراض، وذلك من خلال ما يعرف بتوريق الديون⁽²⁰⁾.

ويقصد بتوريق الديون: تجميع حزمة من القروض أو الديون المتشابهة ذات التدفقات النقدية المستمرة في المستقبل، والمضمونة بأصول معينة من أجل بيعها وإصدار أوراق مالية جديدة مضمونة بتلك الأصول. أو هي عبارة عن أوراق مالية مستحدثة قابلة للتداول في أسواق غير منظمة خلقتها بعض بيوت السمسرة وكانت تلك الأوراق في الأصل استثمارات غير سائلة لا تتحول إلى نقدية إلا عند تاريخ الاستحقاق نظرا لعدم وجود سوق تتداول فيه. وبذلك يعمل التوريق على تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية (إصدار سندات) قابلة للتداول داخل البورصة، ومنذ فترة السبعينات من القرن الماضي ازداد الاهتمام بنشاط التوريق من خلال بيع قروض الرهن العقاري، وبحلول فترة الثمانينات زاد حجم سوق الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية، حيث اعتمدت قروض الإسكان في الولايات المتحدة على الرهن العقاري، وتجميع الديون العقارية الأمريكية وتحويلها إلى سندات مضمونة بتلك الأصول العقارية، وتسويقها من خلال الأسواق المالية⁽²¹⁾.

الخاتمة:

لقد أدى تزايد ارتباط الأسواق المالية العالمية إلى انتشار عدوى الأزمات بين مختلف الدول، الأمر الذي يقتضي العمل على إيجاد حلول لها، وخصوصا أن سوق الأوراق المالية قد أصبح مسرحا هاما للعديد من الممارسات اللاأخلاقية التي تحد من استقرار النظام المالي ككل.

النتائج:

- ✓ يؤدي سوق الأوراق المالية دورا هاما في عملية التنمية الاقتصادية؛
- ✓ يعد سوق الأوراق المالية صالة كبيرة لممارسة المقامرة تحت مسميات عديدة منها المضاربة، البيع على المكشوف، اتفاقيات التلاعب، وقد كان لذلك دور كبير في إيقاع الكثير من المتعاملين ضمن دائرة الأزمات؛
- ✓ إن التعامل بالمشتقات المالية أو ما يعرف بنظام توريق الديون من خلال تحويل الديون المصرفية المضمونة بعقارات مرهونة بسندات مالية تم تداولها في البورصة، كان سببا رئيسيا في انتشار الأزمات؛

- ✓ تشمل المضاربة التداول بهدف تحقيق الربح من توقع تغير الأسعار في المستقبل، ومن ناحية أخرى تؤدي هذه المعاملات إلى ارتفاع الأسعار بشكل يفوق قيمتها الحقيقية وهو ما يعرف بالفقاعة؛
- ✓ إن سوق الأوراق المالية ليست الأداة الملائمة لتحقيق التنمية الاقتصادية، بل هي وسيلة لتوليد الأزمات طالما اتسمت تلك الأسواق بالضعف.

التوصيات.

- ✓ وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عملية التبادل في سوق الأوراق المالية على أن تتمشى هذه التشريعات مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية والاجتماعية لحماية المستثمرين والاقتصاد القومي؛
- ✓ توفير جهات متخصصة لتحليل البيانات المالية المختلفة لتكون في متناول المتعاملين في تداول الأوراق المالية حتى يتمكنوا من اتخاذ قراراتهم بشكل دقيق بناء على هذه المعلومات؛
- ✓ تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها، خاصة في ظل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني والتي تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنوع اختصاصاتهم؛
- ✓ السعي لصياغة نموذج خاص بالتنبؤ بالأزمات المالية والاقتصادية يعمل على الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي؛
- ✓ ضرورة إعادة النظر بنظم الأسواق المالية في الدول الإسلامية، والتي تحد من المضاربات المالية فتفرض قيودا على معاملاتها وتمنع المعاملات التي لا تتضمن استثمارا حقيقيا، فضلا عن منعها استخدام المشتقات المالية التي تسبب حدوث الأزمات.

قائمة الهوامش والمراجع:

- (1) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008، ص 18.
- (2) ضياء مجيد الموسوي، البورصات، أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر، 2005، ص 15.
- (3) وديع طوروس، المدخل إلى الاقتصاد النقدي، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت-لبنان، ط1، 2011، ص 317-313.
- (4) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر، 1999، ص 16.
- (5) عمر صقر، العولة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2003، ص 125.
- (6) صلاح الدين السيسي، دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة-مصر، 2003، ص 90.
- (7) عدة مراجع أهمها: - عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية-مصر، ص 44؛
- منير إبراهيم الهندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية-مصر، 1999، ص 476؛
- طارق عبد العال حماد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2002، ص 43.
- (8) شركات السمسرة: وهي شركات مساهمة أو توصية بالأسهم تتولى تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن القانون، ويشترط التعامل على أوراق مالية مقيدة بالبورصة.
- (9) محسن أحمد الخضيرى، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، ط1، 1996، ص 25.
- (10) أرشد فؤاد تميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط1، 2004، ص 30.
- (11) علي إبراهيم الشيقات، محمد عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط1، 2006، ص 99.
- (12) حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، 2002، ص 168.

- (13) أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار القباء الحديثة، القاهرة-مصر، 2007، ص 58.
- (14) علي إبراهيم الشيقات، محمد عوض عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص 104.
- (15) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2005، ص 124.
- (16) عبد الرسول عبد جاسم، أزمة الأسواق المالية الدولية وتداعياتها، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، ص ص 6، 7.
- (17) ضياء مجيد الموسوي، عولمة أسواق رأس المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص ص 71، 72.
- (18) عقبة عبد اللاوي، نور الدين جوادي، الأزمات المالية العالمية: سجل التدويل وأطروحات التعولم الثلاثي، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1 و2 ديسمبر 2010، ص ص 8، 7.
- (19) عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 20-24.
- (20) حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية: محاولة للفهم، الموقع الإلكتروني للدكتور أحمد عبد العاطي .
- (21) منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية-مصر، 2002، ص 87.