

مستقبل الأسواق المالية العربية في ظل التحرر المالي و انتشار الأزمات المالية

نبيل بوفليح - جامعة الشلف

محمد طرشي - جامعة الشلف

ملخص :

بالرغم من الايجابيات التي يمكن لسياسة التحرير المالي أن تحققها إلا أنها تنطوي على مجموعة من المخاطر التي يمكن أن تؤدي إلى حدوث أزمات مالية حادة ، حيث يترافق مع هذه السياسة استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للبنوك و القطاع المالي كما ان التحرير المالي قد يتسبب في إحداث الأزمات المالية نتيجة لآلية الارتفاع الوهمي لأسعار الأصول و هي ما تعرف بالفقاعة .

إذا كانت الأزمة المالية العالمية قد خلفت أثارا كبيرة بالنسبة لاقتصاديات الدول المتقدمة ، فقد تأثرت أغلبية الدول العربية سلبا بتداعيات هذه الأزمة ولو بدرجات متباينة وحسب خصوصية كل بلد ودرجة انفتاح اقتصاده وارتباطه بالخارج ، قد تعرضت الأسواق المالية العربية لضربة قاسية حيث انخفضت القيمة السوقية للشركات وبالتالي شهدت اقتصاديات هذه البلدان تباطؤ في معدلات الاستثمار والنمو الاقتصادي وارتفعت معدلات البطالة.

Summary :

Despite the positives that can be the policy of financial liberalization be achieved unless it involves a range of risks that can lead to severe financial crises, which is associated with this policy the development of credit risk of new banks and the financial sector and that financial liberalization may cause financial crises as a result of high placebo mechanism for asset prices and what is known as bubble.

If the global financial crisis has left serious repercussions for the economies of the developed countries, it has affected the majority of Arab countries negative repercussions of this crisis, albeit to varying degrees, according to the specificity of each country and the degree of openness of its economy and its association abroad, have been of Arab financial markets hit hard with lower market value of the companies and thus saw the economies of these countries, a slowdown in the rates of investment and economic growth and increased unemployment.

مقدمة:

اعتمدت إستراتيجية العولمة التحرير الواسع للأنشطة التجارية (السلعية والخدمية) و المالية ، و تم تطبيق هذا التحرير من خلال هيئات و مؤسسات عالمية فاعلة و مسؤولة عن تنظيم هذه الأنشطة مثل: منظمة التجارة العالمية وصندوق النقد الدولي، و قد منحت هذه الإستراتيجية قوى رأس المال حرية كبيرة في ممارسة أنشطتها دون قيود عدا تحقيق مصالحها المادية ، و يعتقد مفكرو النظام الرأسمالي و رواد الليبرالية الجديدة خاصة النظرية النقدية والمدرسة النقدية (مدرسة شيكاغو) بان تمتع الأنشطة الاقتصادية و التجارية والمالية بحرية العمل في السوق يحقق أعلى مستويات الأداء الاقتصادي وبموجب هذا التوجه تم الأخذ بمبادئ سياسة التحرير المالي و المصري حيث منحت البنوك و المؤسسات المالية حرية أكبر في نشاطها المعولم .

و لكن السؤال الذي يطرح نفسه: هل تمكنت فعلا نظريات التحرير الاقتصادي و المالي من تحقيق الرفاهية في المجتمعات الرأسمالية، أم أنها ساهمت في انتشار الأزمات الاقتصادية و المالية عبر دول العالم المتقدمة والنامية؟

على الرغم من مزايا التحرير المالي إلا انه أصبح مصدرا لاحتماد حدة المنافسة في القطاع المالي و تصاعد معدل المخاطر، و إن احد أكبر مخاطر التحرير المالي يكمن في الأزمات

القوية التي قد يتعرض لها الجهاز المصرفي، و في ظل تشابك الأسواق المالية و ترابطها أصبح من الضروري التأكيد على الاستقرار المالي و ذلك من خلال إلقاء الضوء على ما يعرف بمخاطر تفشي الأزمات، والذي يعني احتمالية أن تولد أزمة مؤسسة أو قطاع أو حتى بلد صعوبات كبيرة لدى شركائهم الذين يرتبطون معهم بعلاقات مالية وثيقة، ويمكن الإطلاع على ذلك من خلال عدة أمثلة حديثة توضح مخاطر أزمة المنظومة المالية التي يمكن أن يتسبب بها الإخفاق الفردي لإحدى مؤسسات المنظومة.

وتبعاً لما سبق يمكن أن نطرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو مستقبل الأسواق المالية العربية في ظل انتشار تداعيات الأزمات المالية العالمية ؟

المحور الأول: التأسيس النظري لسياسة التحرير المالي

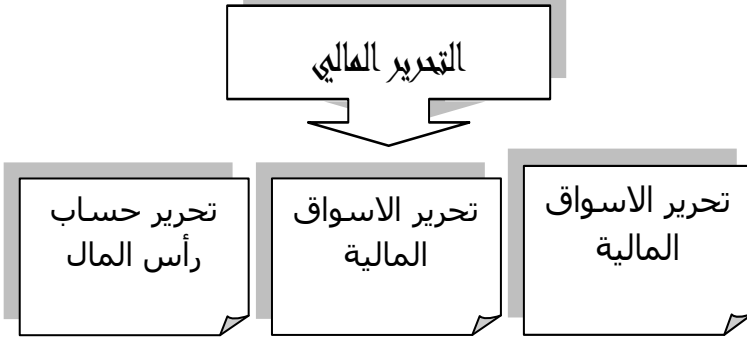
1- مفهوم التحرير المالي و المصرفي : يعتبر التحرير المالي احد مكونات وصفة التحرير الاقتصادي و التي تركز على تقليل و إزالة القيود على التجارة الداخلية و الخارجية و توسيع نشاط القطاع الخاص و إطلاق حرية قوى العرض و الطلب في التسعير و جعل السوق المحلية أكثر تنافسية و تبسيط إجراءات التجارة و الاستثمار و الدفع إلى تبني معايير الجودة طبقاً للمواصفات العالمية.

و يتمثل التحرير المالي في إعطاء استقلالية تامة للمؤسسات المالية والبنوك و ذلك من خلال إلغاء كل القيود و الضوابط و اعتماد آليات السوق (قانون العرض و الطلب) في تحديد معدلات الفائدة الدائنة و المدينة، مع التخلي عن سياسة تطير الائتمان و خفض الاحتياطي الإلزامي ،و إلغاء الرقابة الإدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينه (القطاع الحكومي) أو تقديم قروض لبعض القطاعات بأسعار فائدة تفاضلية مما يؤدي إلى تخصيص غير الكفاء للموارد المالية و التأثير سلبى على النمو والاستثمار والادخار، و فتح المجال المصرفي أمام القطاع الخاص الوطني و الأجنبي.

2- مكونات سياسة التحرير المالي: و تتكون سياسة التحرير المالي من ثلاث محاور

أساسية:

الشكل رقم 01: مكونات سياسة التحرير المالي:



المصدر: من إعداد الباحثين

أ- **التحرير المصرفي**: يشمل تحرير ثلاث متغيرات أساسية هي تحرير أسعار الفائدة عن طريق الحد من الرقابة المتمثلة في تحديد سقف عليا لأسعار الفائدة الدائنة و المدينة، و تركها تتحدد في السوق بالالتقاء بين عارضي الأموال و الطلب عليها للاستثمار، عن طريق الملائمة بين الاستهلاك والإنفاق الاستثماري، و بالتالي زيادة النمو الاقتصادي¹ و لا يمكن أن يحدث هذا ما لم تثبت الأسعار عند حد معين، و تحرير الائتمان و هذا بالحد من الرقابة على توجيه الائتمان نحو قطاعات محددة، و كذا وضع سقف ائتمانية عليا على القروض الممنوحة لباقي القطاعات الأخرى، و ثانيا إلغاء الاحتياطات الإجبارية المغالى فيها على البنوك، و تحرير المنافسة البنكية بإلغاء و إزالة القيود و العراقيل التي تعيق إنشاء البنوك المحلية و الأجنبية حيث تدعم بحوث استندت إلى مجموعة مختلفة من الأساليب بما في ذلك الدراسات القطرية فكرة انه كلما اتسع نطاق وجود البنوك الأجنبية في بلد ما تحسنت نوعية الخدمات المالية وزادت كفاءة الوساطة المالية²، و كذلك إلغاء كافة القيود المرتبطة باختصاص البنوك و المؤسسات المالية، إعطاء فرصة للبنوك لتحسين أدائها وتسييرها. ب- **تحرير الأسواق المالية**³: و يتم ذلك بـ:

- تحقيق التكامل بين الأسواق المالية: يتحقق ذلك عن طريق الربط والتشابك بين مختلف الأسواق المالية عبر العالم و ذلك عن طريق عدة وسائل منها⁴:
- الربط الحاسوبي للبورصات و يقتضي ذلك وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق .

- الربط بالوسطاء الماليين: وذلك بتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بالتسجيل فيها، وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة.

- الربط بين الشركات المالية العالمية: ويكون ذلك بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.

- تعزيز إمكانيات التمويل الدولي: أي عوامة الأسهم و السندات و ذلك لتحقيق التنوع و التوسع في إصدار مختلف الأوراق المالية على المستوى الدولي.

ج-تحرير حساب رأس المال: يتضمن إزالة الحواجز و العقبات التي تمنع البنوك و المؤسسات المالية الأخرى من الاقتراض من الخارج، و العمل على الحد من الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على الصفقات المرتبطة بالحساب الجاري و حساب رأس المال، و تقليص الفجوة بين سعر الصرف الاسمي و الحقيقي و تحرير تدفقات رأس المال.

و يشير خبراء صندوق النقد الدولي في هذا الخصوص إلى قضيتين هامتين هما⁵:

-انه من الأفضل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل، و تحرير الاستثمار الأجنبي المباشر، قبل تحرير استثمار المحافظ المالية أو الاستثمار غير المباشر.

- إن التحرير الشامل لمعاملات و تحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد و النظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، بل ربما احتاج الأمر إلى تقوية القواعد و النظم الاحترازية المتعلقة بتحويلات العملة الأجنبية.

3- أعمال **E. Shaw و R. Mc-kinnon**:⁶ تعتبر أعمال ماكنون و شو

الأعمال المؤسسة لنظرية التحرير المالي أن المساهمة الرئيسية لماكنون تكمن في إعادة صياغة دالة الطلب على النقود بحيث تتلاءم مع وضعية اقتصاد الدول النامية الذي يتميز بضعف هياكله المالية و تخلف نظامه المصرفي وعدم تطور و تنوع الأدوات المالية فيه ، و في ظل هذه الوضعية فان أهم مصدر لتمويل الاستثمار هي الودائع المتراكمة لدى الجهاز المصرفي والادخار من الدخل الجاري ، و يرى ماكنون أن النقود باعتبارها وسيلة دفع فإنها تعتبر

الأصل المالي الأكثر أهمية في الدول النامية ، و بهذا تصبح النقود في هذه الدول قناة إلزامية لتراكم رأس المال.

و يشير كل من مكنون و شو أنه عند تحرير معدلات الفائدة يرتفع حجم الادخار المحلي و التخصيص الأمثل للموارد المالية و توسع الأسواق المالية و تطوير النظام المالي و المصرفي مما ينعكس إيجابا على النمو الاقتصادي ، عن طريق الملائمة بين الاستهلاك والإفناق الاستثماري ، و عليه فزيادة الأموال الموجهة للقروض يؤدي إلى زيادة الاستثمار ، وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي⁷.

4- العوامل التي يجب توفرها لنجاح التحرير المالي : لنجاح التحرير المالي يجب توفر ما يلي:

أ- الاستقرار الاقتصادي العام: من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي العام ، يجب اتخاذ عدة إجراءات وقائية وعلاجية ، التي تمكن من التنسيق بين السياسات الاقتصادية وسياسة التحرير المالي و المصرفي⁸ ، فارتفاع معدلات التضخم قد يفرض رفع أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات مرتفعة جدا لتحقيق معدلات حقيقية موجبة، وقد يؤدي ذلك إلى أزمات مالية.

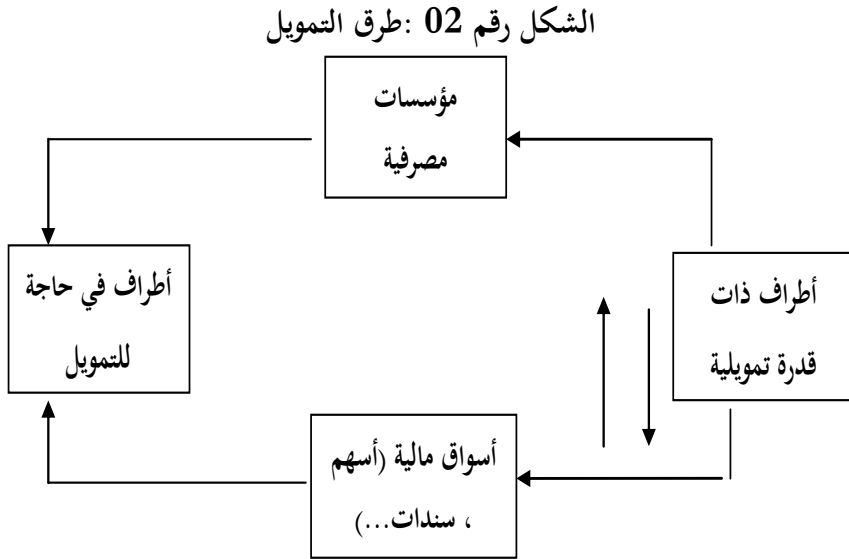
فإن أمكن لعدد كاف من الشركات الاقتراض بمعدلات كبيرة و بأسعار فائدة اسمية مرتفعة جدا، فسوف يؤدي بمعدل التضخم للارتفاع مستقبلا أمرا أكثر احتمالا، ومن شأن ذلك أن يدعم التوقعات الخاصة بعدم هبوط التضخم⁹.

ب- توافر نظام مالي مستقر مع نظام إشراف مناسب: إن كل مؤسسة مالية تقوم بالوساطة تمر بمخاطر تحتاج إلى تنظيم وإشراف جدي، وإن التنظيم والإشراف الجدي هام بالنسبة للبنوك لأن فشل أحد المؤسسات المالية أو أكثر يمكن أن يؤدي إلى أزمة في السوق كله نتيجة لفقدان الثقة في البنوك مما يؤدي إلى سحب ما فيها من أموال المودعين

والمقترضين، و إن هذا بدوره من الممكن أن يزعزع استقرار الاقتصاديات الكلية والنشاط الاقتصادي¹⁰.

ج-توافر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة¹¹: يفضل قبل الشروع في إزالة القيود و الانفتاح المالي توفير بنية مؤسسية وقانونية ملائمة، إذ أن عدم مراعاة ذلك قد يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستويات العمق المالي المفترض ارتفاعها في ظل التحرير المالي، حيث من الضروري توفر هيكل قانوني يحفظ حقوق الملكية¹²، ونظام قضائي يتسم بالكفاءة يفصل بعدالة وسرعة في الدعاوي على أن يقترن ذلك بألية فعالة لتنفيذ الأحكام.

المحور الثاني: اللاوساطة المالية و تزايد دور الأسواق المالية في نظام التمويل
1-التوجه نحو التمويل المباشر:



المصدر: De Coussergues, La Banque ,Daloz, Paris.1996.p26

و قد عرف التمويل المباشر تطوراً كبيراً خلال سبعينات و ثمانينات القرن الماضي ففي الولايات المتحدة الأمريكية عرفت ظاهرة اللاوساطة منذ أواسط السبعينات و تبعتها الدول الكبرى خلال الثمانينات ، و قد أثرت تلك التطورات تأثيراً سلبياً على

التوظيفات البنكية و موارد البنوك (تصاعد حجم صناديق التوظيف المشتركة) فقد لوحظ ان المشروعات الكبرى على وجه الخصوص والتي تعتبر من أفضل زبائن البنوك التجارية تميل إلى تفضيل التدخل المباشر في الأسواق المالية على حساب الأسواق البنكية¹³ و قد ترتب على ذلك ان أصبحت ظاهرة احتكار البنك لعمليات الائتمان محل شك ، و بالتالي تغير هيكل ميزانية البنك التجاري كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم 01: مكونات الناتج البنكي الصافي في البنوك الفرنسية من 1975 إلى 1998
الوحدة: النسبة المئوية %

1998-1993	1985	1975	
47	85	81	هامش الوساطة المالية
53	15	19	نواتج مختلفة
100	100	100	الناتج البنكي الصافي

Laurence Scialom, Economie bancaire ,op-cit p 21.
المصدر:

من خلال الجدول نلاحظ تراجع عمليات الوساطة المالية (ودائع - ائتمان) فبسبب منافسة المؤسسات المالية غير المصرفية للبنوك انخفضت حصة البنوك من الودائع و أصبح عليها أن تتجه إلى مصادر أموال جديدة فبعد أن كانت تعتمد على الودائع التقليدية اضطرت إلى التوسع في الاعتماد على ما يسمى بشهادات الإيداع القابلة للتداول¹⁴ .

2- ظهور الابتكارات المالية: تمثلت أهم مظاهر نمو الابتكارات المالية في الأسواق المالية في:

- انحيار اتفاقية برتون وودز و هو الأمر الذي ترتب عنه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف .

- النمو في استخدام التمويل ذو الحساسية لسعر الفائدة و إدارة الالتزامات
- زيادة حدة التضخم و ما صاحبها من زيادة سريعة في معدلات أسعار الفائدة القصيرة الأجل .

-الزيادة في قيمة أدوات الدين ذات الفائدة المتغيرة أو المعومة، حيث بدأت البنوك في الإقراض بأسعار فائدة متغيرة.

-نمو الأسواق المالية و كذا الأدوات المالية القابلة للتسويق .

-المنافسة الشرسة بين المؤسسات المالية و المصرفية ، دفع هذه المؤسسات إلى استنفار دوائر البحث و الابتكار لخلق أدوات مالية جديدة لإدارة المخاطر وتقديم الحلول لمشاكل التمويل وتجاوز القيود التي تفرضها السياسات النقدية.

3-نشأة الهندسة المالية: ظهرت الهندسة المالية للوجود في منتصف الثمانينات بهدف عون وخدمة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر والتخلص من القيود التشريعية والضغوط التي يفرضها السوق و بيئة المنشآت. ففي لندن عندما فتحت البنوك هناك إدارات لمساعدة منشآت الأعمال في مواجهة المخاطر التي يسببها لها عملائها وإيجاد حلول لتلك المشكلات وعدد من المحاولات لتطوير منتجات أسواق المال كانت تلك بداية ظهور الهندسة المالية.

المحور الثالث: التحرير المالي و الأزمة المالية العالمية

يمكن تلخيص علاقة سياسة التحرير المالي بالأزمة المالية العالمية فيما يلي :

إن التحرير المالي ينطوي على انتهاج السلطات النقدية لسياسات تحرير معدلات الفائدة و التوسع في الائتمان و تحرير أسعار صرف العملة بالإضافة إلى تحرير حساب رأس المال.

*إن التحرير المالي قد يتسبب في إحداث الأزمة نتيجة لآلية الارتفاع الوهمي لأسعار الأصول و هي ما تعرف بالفقاعة حيث تنشأ هذه الارتفاعات من مشكلات نقل الخطر و زيادة حالة عدم التأكد عند التوسع في منح الائتمان.

*آلية سعر الفائدة: في ظل سياسة التحرير المالي يتم تحرير أسعار الفائدة الأمر الذي قد يؤثر على البنك، حيث يواجه بعض الاختلالات في ميزانيته فيقوم برفع أسعار الفائدة القصيرة الأجل دون الطويلة منها لمحاولة توفير السيولة مما قد يوجد أزمة خاصة مع تفاوت آجال الاستحقاق بين القروض طويلة الأجل ذات أسعار الفائدة الثابتة مقارنة بالودائع قصيرة الأجل ذات الفائدة المرتفعة.

و قد اقترنت سياسة التحرير المالي بالكثير من النشاطات البنكية و المالية المستحدثة و التي كان من أهمها :

***التوريق** : لقد لعبت عملية تحويل المرهونات إلى أوراق مالية من قبل الشركات و الكيانات الاستثمارية في السوق الثانوية دورا كبيرا في اندلاع الأزمة ، فعندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من المرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه "المحفظة من المرهونات العقارية" لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق securitization ، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية فالبنك يقدم محفظته من المرهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى.

***التوسع المفرط غير الحريص في الائتمان**: يشير التحليل الصادر عن صندوق النقد الدولي إلى إخفاقات على ثلاثة مستويات مختلفة¹⁴ :

- لم تكن هيئات التنظيم المالي مجهزة بما يتيح لها اكتشاف تركزات المخاطر والحوافز المعيبة وراء طفرة الابتكارات المالية.

- لم يوجه صانعو السياسات الاهتمام الكافي للاختلالات الاقتصادية الكلية المتنامية التي أسهمت في تراكم المخاطر النظامية.

***التلاعب بشروط الإقراض** : ففرت حصة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المعروفة بـBALLOON عام 2006 لتصل نسبتها من إجمالي القروض عالية المخاطر إلى 25.2% مقابل 0.8% عام 2003 و هذه القروض تتطلب دفع دفعة كبيرة في نهاية القرض¹⁵.

***مؤسسات التصنيف الائتماني و دورها في الأزمة**: قامت هذه المؤسسات بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا آمنا (AAA) نظرا لأنها صادرة عن بنوك قوية و بذلك ساهمت مؤسسات التصنيف في الأزمة لان التصنيف كان غير دقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر الذي تتعرض له¹⁶.

*عوامل أخرى متعلقة بسعر الفائدة :

*استحوذ قروض الهيبرد إلى حوالي نصف القروض عالية المخاطر و هذا النوع من القروض هي تلك القروض التي تحمل أسعار فائدة ثابتة في بداية عمر القرض و من ثم يعاد تحديد سعر الفائدة وفقا لسعر مرجعي.

*أصبح الإقراض بمعدلات فائدة ثابتة اقل انتشارا في سوق الإقراض عالي المخاطر. وصلت نسبة التوقف عن السداد ما بين 16 % و 20 % لكافة أنواع القروض باستثناء القروض ذات أسعار الفائدة الثابتة و التي سجلت نسبة اقل من 12 % خلال الفترة من 2006¹⁷/2001

*عدم مراعاة الأسس و السياسات و القواعد المصرفية السليمة : ان بنك الاتحاد الفدرالي لم يقيم بدوره كبنك مركزي في مراقبة النظام المصرفي و اكتفى باستخدام سعر الفائدة كأداة لإدارة النشاط الاقتصادي بينما نجد أن الكثير من البنوك أخذت تعمل خارج الطريقة التقليدية و هذا في ظل سياسة التحرير المالي المتبعة في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث أن البنوك ركزت نشاطها في عمليات خارج الميزانية أي بعيدا عن ميدان الرقابة¹⁸.

بالإضافة إلى ذلك كان هناك انعدام للرقابة والإشراف على المؤسسات المالية المتخصصة وبالتحديد شركات الاستثمار في منح القروض وإصدار السندات، ففي الوقت الذي تخضع فيه المصارف التجارية إلى رقابة البنوك المركزية من حيث الالتزام بشروط المحافظة على ملاءة رأس المال ، فإن شركات الاستثمار لا تخضع لمثل هذه الرقابة¹⁹، و كذلك الأمر بالنسبة لبنوك الاستثمار التي توسعت في عمليات الإقراض.

المحور الرابع: تأثير أزمة الرهن العقاري على أسواق المال العربية

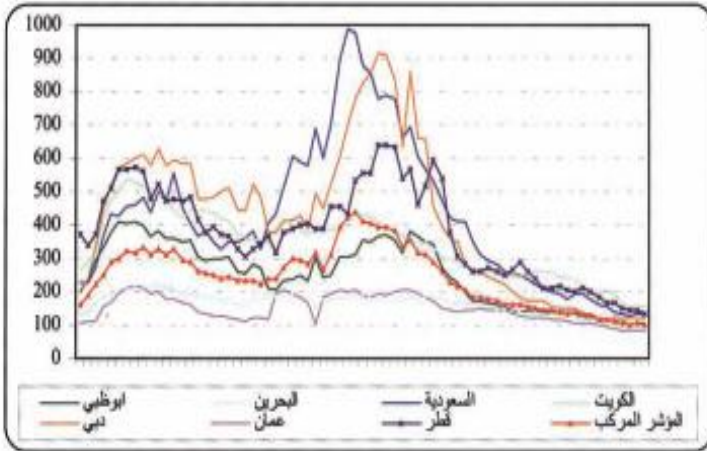
تعرضت الاقتصادات العربية إلى الأزمة العالمية و ما ترتب عنها من ركود في اقتصاديات غالبية الدول المتقدمة و النامية خلال عامي 2008 و 2009، و لقد تباينت القنوات الرئيسية التي امتدت تأثيرات الأزمة من خلالها إلى الدول العربية و ذلك حسب طبيعة اقتصاداتها و درجة انفتاحها و ارتباطها بالاقتصاد العالمي، و يمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات هي:

-المجموعة الأولى: دول مجلس التعاون الخليجي، و التي تتسم بأنظمة مالية و تجارية منفتحة و ذات انكشاف على الأسواق المالية العالمية .

لقد شهدت دول مجلس التعاون الخليجي في السنوات التي سبقت الأزمة طفرة في الموارد المالية الناجمة عن الزيادات الكبيرة في الإيرادات النفطية والتدفقات الرأسمالية الأجنبية لتمويل المشاريع الكبرى بالإضافة إلى التوسع في الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص

و مع تفاقم الأزمة و الانكماش الحاد في الاقتصاد العالمي و ما تبعه من تراجع على مستوى الطلب العالمي و انخفاض أسعار المحروقات ، تقلصت الفوائض النفطية و تقلصت معها السيولة النقدية لدى القطاع المصرفي بالإضافة إلى خروج التدفقات المالية الأجنبية و التي دخلت لأغراض المضاربة و بالتالي تراجعت ثقة المستثمرين في الأوضاع الاقتصادية المحلية.

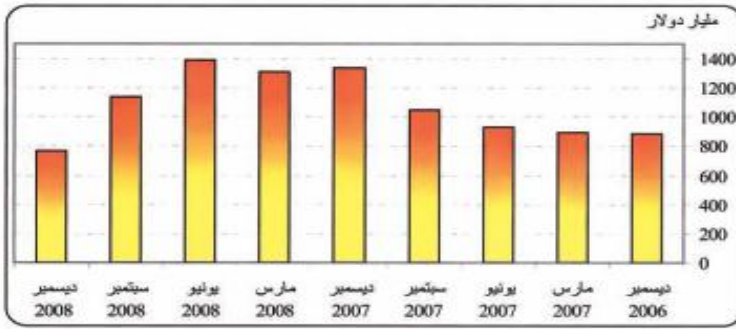
الشكل رقم 03: تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية لدول الخليج



المصدر: ابراهيم عاكوم، أسواق الأوراق المالية العربية، انعكاسات و عبر من الأزمة المالية العالمية، صندوق النقد العربي، 2009، ص 17.

لقد قدرت الخسائر في القيمة السوقية للأسواق الخليجية بنحو 41% أو ما يعادل 400 مليار دولار خلال الفترة سبتمبر الى ديسمبر 2008 كما تعرضت مؤشرات أسواق الأسهم الخليجية لتقلبات عدة وأصبحت العدوى ظاهرة بصورة واضحة.

الشكل رقم 04: تراجع القيمة السوقية للأسواق المالية العربية بعد الأزمة المالية العالمية



المصدر: ابراهيم عاكوم، مرجع سبق ذكره، ص16.

و على سبيل المثال في الوقت الذي انخفضت فيه المؤشرات الأوروبية و الأمريكية و الآسيوية الرئيسية بنسب تتراوح بين 30% و 40% خلال 2008 سجلت بعض الأسواق الرئيسية العربية انخفاضات وصلت إلى حدود 70%.

-المجموعة الثانية (الجزائر، السودان، ليبيا، اليمن):تعتبر أسواق المال المحلية فيها غير مرتبطة ارتباطا مباشرا بالأسواق العالمية ، إلا أن اقتصاداتها تعتمد على الإيرادات النفطية.

تأثرت اقتصاديات هذه الدول بالانخفاض في أسعار المحروقات الناتج عن الركود في الاقتصاد العالمي بالإضافة إلى ذلك فقد قامت كل من الجزائر وليبيا بخفض حصصهما الإنتاجية خلال عامي 2008 و 2009 و ذلك تطبيقا لقرار منظمة الأوبك و لذلك حجم الصادرات النفطية .

و لم يتأثر القطاع المالي المحلي بعدوى الأزمة المالية لكونه أكثر انغلاقاً وغير مرتبط بالنظام المصرفي و المالي العالمي حيث لم يتعرض سوق الأوراق المالية لدول المجموعة للتقلبات في القيمة السوقية نظراً لصغر حجم التداول و قلة عدد الشركات المدرجة بالإضافة الى انغلاقها التام أمام الاستثمار الأجنبي.

- المجموعة الثالثة (مثل المغرب ، تونس): هي دول يعتمد القطاع المصرفي و المالي فيها على موارد الإقراض المحلي و بالتالي لا تتأثر اقتصاداتها بصورة مباشرة في أسواق المال العالمية.

إن ارتباط اقتصاديات دول هذه المجموعة بصورة وثيقة بالنشاط الاقتصادي والطلب في الدول المتقدمة و ذلك في جانب المعاملات السلعية و المتمثلة في تركز اتجاهات الصادرات إلى أسواق الاتحاد الأوروبي و الولايات المتحدة الأمريكية و كذلك في جانب المعاملات الخدمية و الرأسمالية و المتمثلة في تحويلات عمالتها بالخارج و إيرادات السياحة و تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كان له الأثر السلبي على صادرات دول هذه المجموعة نتيجة دخول الاقتصاد العالمي في فترة ركود.

فمثلاً قد سجلت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج انخفاضاً بنسبة 3,5% سنة 2008 و بنسبة 5,4% سنة 2009 مقابل الإرتفاع بنسبة 15% سنة 2007 ، كما أن انكماش الطلب في دول الاتحاد الأوروبي و دخول الاقتصاد العالمي في فترة ركود كان له الأثر السلبي على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إليها ، حيث تراجع حجم الإستثمار الأجنبي في المغرب بنسبة 26,3% سنة 2008 و 29,2% في 2009 ، و هكذا انخفض الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 0,86% سنة 2008 و 2,46% سنة 2009²⁰.

المحور الخامس: سبل تطوير الأسواق المالية العربية لمواجهة الأزمات المالية

1- إنشاء سوق مالية عربية مشتركة: بدأت فكرة إنشاء سوق مالية عربية موحدة منذ منتصف السبعينات و قد حظيت هذه الفكرة بالاهتمام سواء من أصحاب القرار الاقتصادي (محافظي البنوك المركزية) أو القطاع الخاص ممثلاً باتحاد غرف التجارة حيث إن توحيد الأسواق المالية و توحيد السياسات والأنظمة المتعلقة بها يحقق التكامل المالي

ويساعد مواطني دول العربية الطبيعيين والاعتباريين من تداول وشراء الأسهم وتأسيس الشركات في أي دولة من الدول الأعضاء والحصول على نفس معاملة مواطنيها دون تفریق أو تمييز ومن بين الاتفاقيات الموحدة للدول الأعضاء توحيد شروط إدراج الأوراق المالية وتوحيد القواعد المتعلقة بالأسهم والاككتابات العامة، وتوحيد قواعد الإفصاح وحوكمة الشركات، وتوحيد لوائح إصدار، وطرح الأوراق المالية أو دعوة الجمهور للاكتتاب فيها، أو الترويج لها، وتحديد شروط حالات طرح الأوراق المالية، وتوحيد قواعد تمويل الشركات المساهمة، والعمل على دراسة وضع البنية التحتية والجوانب الفنية لمشروع الربط الإلكتروني بين الأسواق المالية العربية .

2- الإفصاح و الشفافية: تعد القدرة على إعداد و نقل و نشر المعلومات وتوصيلها من أهم الأمور في العصر الحالي حيث يعتبر مبدأ الشفافية والإفصاح من أهم أعمدة الاقتصاد الحر في العصر الحديث و يقصد بالشفافية قيام الشركة أو الجهة بتوفير المعلومات و البيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين و أصحاب الحصص و المتعاملين في السوق و إتاحة الفرصة لمن يريد الاطلاع عليها و عدم حجب المعلومات فالشفافية ليست هدفاً بحد ذاتها بل وسيلة لإظهار الأخطاء فقد كشفت الأزمة العالمية الانحرافات التي تحدث في الشركات الكبرى ، عن الحاجة إلى تدعيم مفاهيم الإفصاح و الشفافية و المساءلة ..

3- تدعيم الأطر الرقابية: لقد كشفت الأزمة على ضرورة أن يترافق التحرير المالي إشراف فعال على المؤسسات المالية و الأسواق المالية، فقد أثبتت انعكاسات الأزمة المالية العالمية أن عدم تبني و تطبيق اطر رقابية محلية ودولية مناسبة و للتعامل مع الابتكارات المالية و الأدوات المستحدثة والمعقدة قد يؤدي عاجلاً أو آجلاً إلى إضعاف قدرة المؤسسات المالية على إدارة المخاطر الناتجة عن هذه الأدوات.

4- إدراج الأوراق المالية الإسلامية: تشير العديد من المؤشرات على كبر حجم الأموال المستثمرة في الأدوات المالية الإسلامية و لا شك أن إدراجها في أن إدراجها في

البورصات العربية سيسهم في إدخال نوعية جديدة من المتعاملين مما يؤدي إلى تنشيط البورصات العربية .

5- تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد: وذلك من خلال حملات توعية و إعلام.

6- تقوية قاعدة الاستثمار المؤسسي: حيث أن ذلك يسمح بزيادة عمق السوق و تخفيض حساسيته لتعاملات الأفراد، و يتأتى ذلك من خلال إنشاء صناديق الاستثمار و تفعيل دور صناديق المعاشات و مؤسسات التأمين.

7- صياغة سياسات للتحوط ضد الأزمات: و ذلك من خلال تقييد أنواع معينة من التدفقات مثل نظام الاحتياطي الشيلي (فرض احتياطات على التدفقات القصيرة الأجل تودع لدى البنك المركزي)

8- وضع قيود على خروج رؤوس الأموال: فقد انتشر هذا الأسلوب بعد نجاح ماليزيا في فرض قيود على خروج أحجام كبيرة من رؤوس الأموال سواء من المقيمين أو غير المقيمين .

الخاتمة:

إن سلامة القطاع المالي و المصرفي تعتمد على سن القوانين و التشريعات التي تحد من خطر انتشار الأزمات النظامية و التي تقع نتيجة لعدم احترام البنوك و المؤسسات المالية الأخرى لقواعد العمل المصرفي و المالي السليم، خاصة بعد اتجاه الدول المتزايد نحو تطبيق إجراءات التحرير المالي و العولمة المصرفية، و التي أدت إلى التزايد الملموس في أنواع و حجم المخاطر التي تواجه القطاع المالي و المصرفي.

و ينبغي على الدول العربية قبل أن تنخرط في العولمة المالية إتباع سياسات اقتصادية سليمة تتضمن تقوية الجهاز المصرفي و تنمية الدور الذي يمكن أن تلعبه في تنمية سوق رأس المال ، و ضرورة التزام البنوك و الشركات بقواعد الإفصاح و الشفافية .

و أخيرا على الدول العربية أن تولي اهتماما كبيرا لتطوير أسواقها المالية و أن تضع ذلك ضمن أولوياتها .

التوصيات و الاقتراحات:

- عند تبني سياسات الانفتاح المالي يجب الالتزام بتحقيق الاستقرار الاقتصادي و المالي المحلي التي يجب أن تدرج ضمن برنامج إصلاحى شامل.
- لقد كشفت الأزمة المالية العالمية عن أوجه القصور و الضعف في السياسات و الاستراتيجيات التي انتهجت قبل الأزمة ، لذلك فيجب على القائمين على الأسواق المالية العربية تقييم نتائج هذه التجربة و استخلاص العبر و تطبيق الإصلاحات الكفيلة بضمان سلامة الأسواق المالية العربية التي تعتبر أسواقا ناشئة.
- وضع الأطر القانونية و التنظيمية و الرقابية اللازمة التي تؤدي إلى تحصيل أسواق المال العربية في ظل العولمة المالية و التكامل المالي.
- يجب الالتزام بالإفصاح لان ذلك من شأنه تعزيز انضباط الأسواق المالية العربية، مع ضرورة التركيز على الاستثمار المؤسسي و نشر الثقافة المالية في أوساط المستثمرين.
- ضرورة التحيت المستمر للقوانين و التعليمات و جعلها مناسبة مع الواقع و متماشية معه، مع ضرورة مراعاة الأوضاع الداخلية و عدم نسخ تجارب الدول الأخرى.
- التأكيد على ضرورة الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات ، مع إجراء تقييم دوري لمدى التزام الشركات المدرجة في البورصة بهذه المبادئ .

المراجع و الإحالات:

¹J.L.Bailly, G.Caire, économie monétaire et financière, collection grand amphi, Bréal.2006.p359.

²ايهان كوزي و اخرون ؛ العولمة المالية ، مجلة التمويل التنمية مارس 2007 ، صندوق النقد الدولي .ص 11.

³بريش عبد القادر ، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية غير منشورة، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2005/2006، ص 38

⁴- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1996، ص: 173.

⁵عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، ، الدار الجامعية طبعة 2002/2003 الإسكندرية ، ص: 35.

- ⁶ بن بوزيان محمد؛ شكوري سيدي محمد؛ التحرير المالي و اثره على النمو الاقتصادي - حالة الجزائر - من الملتقى الوطني الثاني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات الاقتصادية المركز الجامعي بشار .
- ⁷ VENET. B, " les approches théorique de la libéralisation financière", universitéparis IX dauphine, 2000.
- ⁸ عبد الوهاب عثمان شيخ موسى، السلامة المصرفية و الاستقرار الاقتصادي، الطبعة الثانية، دار السداد ، الخرطوم ، 2007. ص 40
- ⁹ رونالد ماكيتون ، ترجمة طيب بطرس و سعاد طنبولي، النهج المثل للتحرير الاقتصادي. الجمعية المصرية لنشر الثقافة العالمية ، الطبعة الاولى، 1996 ، ص 116
- ¹⁰ طارق عبد العال حماد ، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك. مرجع سبق ذكره، ص ص47. 48.
- ¹¹ حريري عبد الغني اثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية ؛ مذكرة ماجستير غي منشورة ، جامعة حسنية بن بو علي شلف 2007 ص61 .
- ¹² عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، المكتب العربي طبعة 2001، ص 112.
- ¹³ Laurence Scialom, Economie bancaire, op- cit.p
- ¹⁴ دروس الازمة ؛ نشرة صندوق النقد الدولي مارس 2009 انطلاقا من الموقع الرسمي للصندوق: <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/ser/iso/2009/pol030609Aa.pdf>
- ¹⁵ د. عدلي قندح ؛ الازمة المالية العالمية الدور و اهم الاسباب ؛ مجلة اتحاد المصارف العربية عدد 335 اكتوبر 2008 بيروت. ص 44
- ¹⁶ عدلي قندح ؛ الازمة المالية العالمية الدور و اهم الاسباب ؛ نفس المرجع السابق. ص 46.
- ¹⁷ عدلي قندح ؛ الازمة المالية العالمية الدور و اهم الاسباب ؛ نفس المرجع السابق. ص 45.
- ¹⁸ عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة، مرجع سبق ذكره. ص308.
- ¹⁹ حسين بو رغدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب و الآثار و الحلول المقترحة، بحث مقدم الى الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الدولية و الحوكمة العالمية، أيام 20 ، 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف.
- ²⁰ المندوبية السامية للتخطيط، اثر الأزمة العالمية على الاقتصاد المغربي، يونيو 2010، ص 04. انطلاقا من الموقع الالكتروني: www.hcp.ma/file/10375 تاريخ الزيارة: 17- 03- 2011.