

# وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 قالمة



قسم العلوم

كلية العلوم الاقتصادية  
الاقتصادية

و علوم التسيير

تخصص: نقود و مؤسسات مالية

## مخاطر عولمة أسواق المال دراسة حالة - السوق المالي الكويتي -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية  
تخصص نقود و مؤسسات مالية

إشراف الأستاذة:  
بن يوب فاطمة

إعداد الطلبة:  
يخلف فاطمة الزهراء  
زرداوي مريم

السنة الجامعية  
2011 - 2010

## المقدمة العامة:

لقد شهد الربع الأخير من القرن العشرين، و بشكل أكثر تحديدا عقد التسعينات العديد من التغيرات العالمية السريعة و العميقة في أثارها و توجهاتها المستقبلية، و التي مهدت لبداية عصر جديد ، و هذا ما جسده الاقتصاد الدولي الذي شهد العديد من التطورات و التي أدت الى ميلاد نظام اقتصادي جديد، تميز بالتحريك المالي و الدفع الى الاندماج الكلي بين الأسواق المالية الدولية، خاصة مع سرعة و سهولة الاتصال بين المراكز المالية بين مختلف دول العالم. و نتيجة لكل هذه التطورات ظهرت مصطلحات جديدة و متعددة برزت على أساسها عولمة أسواق المال، و التي تعتبر من الموضوعات المعاصرة و الجديرة بالاهتمام.

ان السرعة التي تميزت بها عولمة الأسواق المالية جعلت البعض يقول أن العالم أصبح قرية صغيرة من خلال ترابط أسواقه المالية، فقد غدا بمثابة قرية مالية كونية. حيث أن التطور الذي عرفته هذه الأخيرة في العقدين الماضيين قد ارتبط بالانفتاح المالي، فمع تقرير حرية انتقال الأموال عبر الحدود الدولية من خلال إلغاء القيود و الضوابط التي كانت مفروضة على هذا الانتقال، زادت حركة رؤوس الاموال الدولية بصورة عجيبة، و زادت من ثم علاقات الترابط و الاتصال زيادة لا سابق لها في التاريخ .

و على ضوء التخلي عن القيود و الضوابط و مع الاستخدام الموسع للابتكارات المالية الجديدة التي ظهرت مؤخرا، تحولت حركة رؤوس الأموال بين تلك الأسواق الى حركة هائلة يصعب السيطرة عليها، و أصبح من الصعب تجنب ما يتمخض عن تلك الحركة من آثار على الدول التي عولمت أسواقها. حيث أصبحت تلك الحركة تجرى بشكل مستقل عن حركة الانتاج الحقيقي، و هذا الذي كان تأثيره عميقا و خصوصا على البلدان النامية، التي انسأقت بلا ضوابط نحو الاندماج في الأسواق المالية العالمية.

هذا أدى الى حدوث تغيرات في معالم خريطة المال من ناحية نمط التمويل و أدواته، و توسع المجال المالي في حد ذاته و خاصة بالنسبة للدول المتقدمة، و هذا تماشيا مع الأحداث المستجدة. و بطبيعة الحال هذا التغيير يحمل في طياته الكثير من المخاطر التي تهدد اقتصاديات الدول. لذا ينبغي الوقوف أمام هذه التطورات العالمية المعاصرة، و محاولة الاستفادة من الفرص و المكاسب المحتملة منها و بأقل التكاليف.

## اشكالية البحث:

من خلال ما سبق ذكره يمكن طرح الاشكالية التالية:

ما هي حجم المخاطر التي خلفتها عولمة أسواق المال في ظل الظروف الاقتصادية الراهنة؟

ومن خلال الاشكالية الرئيسية المطرحة نصوغ التساؤلات الفرعية التالية:

لماذا من الأسواق المالية التقليدية الى الأسواق المعولمة؟

فيما تتمثل أبرز مخاطر عولمة أسواق المال؟

هل نحن في عصر الأزمات التي تزامنت مع عولمة أسواق المال؟

كيف كانت تجربة الدول النامية و العربية خاصة أمام عولمة أسواق المال؟

## ✓ فرضيات البحث:

و كمنطلق للدراسة و البحث ارتكزنا على الفرضيات التالية:

- تعتبر عولمة أسواق المال من نتائج العولمة المالية، و هي ظاهرة حقيقية مؤكدة لا يمكن تجاهلها و يجب قبولها بالشروط و الآليات التي تتم بها.
- أدت عولمة أسواق المال الى سرعة انتشار الأزمات المالية بين الدول.
- خلقت الابتكارات المالية فوضى في الأنظمة الاقتصادية.
- لم تستطع الدول النامية مواكبة التطورات السريعة لعولمة أسواق المال.

## ✓ أسباب اختيار الموضوع:

يعود سبب اختيارنا لهذا الموضوع للأسباب التالية:

نظرا للتحويلات الاقتصادية التي يشهدها العالم اليوم من أزمات مالية، بسبب الفوضى المالية و زيادة الترابط و التكامل العالمي لأسواق المال. هذا الذي أدى الى سرعة انتقال الأزمات أو بما يعرف بعدوى الأزمات المالية بين الأسواق الدولية .

ولهذا نجد أن موضوع مخاطر عولمة أسواق المال من أبرز المواضيع الساخنة التي لا بد من دراستها و كشف مواطن الخلل فيها، من أجل إيضاح الصورة الحقيقية للعولمة المالية و الأخذ بالاحتياطات الضرورية لتجنب المخاطر الناجمة عن هذه الأخيرة.

#### ✓ أهمية البحث:

يعتبر الموضوع محل الدراسة من المواضيع الهامة و الحديثة، و هذا راجع للأسباب التالية:

- للطلبة و الباحثين لأخذ فكرة عن عولمة أسواق المال، و ما نجم عنها من تغيرات في الأسواق المالية.
- من أجل إثراء المكتبة الجامعية.
- لعامة الناس، من أجل نشر ثقافة مالية بينهم .

#### ✓ أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بشقيها النظري و التطبيقي الى:

- التعريف بالأسواق المالية الدولية من خلال توضيح خصائصها، شروط التعامل بها و أدوات الاستثمار فيها و عوامل الترابط بينها. باعتبارها من نواتج عولمة أسواق المال.
- دراسة ظاهرة عولمة أسواق المال، و ما نجم عنها من مخاطر و فوضى مالية في الأسواق العالمية. و الوقوف على المستجدات الناجمة عن هذه الأخيرة.
- تسليط الضوء على تجربة دولة الكويت أمام عولمة أسواق المال.

#### ✓ منهج الدراسة:

من أجل التحقق من الفرضيات المطروحة كمنطلق في عملية البحث، اعتمدنا على المنهج التاريخي للوصول الى جذور الظاهرة و الالمام بمختلف الجوانب المتعلقة بها، و المنهج التحليلي نظرا لتلاؤمه مع طبيعة الموضوع و طريقة البحث. حيث قمنا بالاعتماد على:

- المنهج التاريخي الذي حاولنا من خلاله تتبع المسار التاريخي لظاهرة عولمة أسواق المال، و الوقوف على كل العوامل التي ساهمت في تطورها. بالإضافة الى نبذة عن اقتصاد دولة الكويت.
- المنهج الوصفي التحليلي، اذ يعد المنهج الوصفي ضرورة أملتھا علينا الدراسة، و ذلك لدراسة و استعراض كل من الأسواق المالية الدولية، عولمة الأسواق المالية و المخاطر و الأزمات الناجمة عنها. أما المنهج التحليلي فيتجلى في تحليل أثر عولمة أسواق المال و اسقاط الجانب النظري على التطبيقي من خلال دراسة تجربة دولة الكويت.
- المنهج الاحصائي من خلال عرض البيانات على دولة اقتصاد الكويت بطريقة احصائية و هذا من خلال جداول و مخططات بغرض تحليلها و جعل الفكرة أكثر وضوحا.

### تقسيمات البحث:

اشتملت دراستنا على ثلاث فصول، فصلين نظريين و فصل تطبيقي حيث:

كان الفصل الأول حول الجانب التاريخي و التحليلي لعولمة أسواق المال، حيث قمنا بتقسيمه الى ثلاث أقسام رئيسية. خصص القسم الأول لدراسة الجوانب النظرية للأسواق المالية الدولية، و هذا لمعرفة عوامل قيامها و تقسيماتها و أهم الأدوات المتداولة فيها. أما القسم الثاني تحدثنا فيه عن عولمة أسواق المال، و أبرزنا من خلاله أهم العوامل التي ساعدت على تطورها و تسارعها و أهم مرتكزاتها. و في القسم الأخير تعرضنا الى نتائج و آثار عولمة أسواق المال على الصعيد الدولي.

أما الفصل الثاني فقد تمحور حول المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، و قد قمنا بتقسيمه هو الآخر الى ثلاث أقسام رئيسية، حيث تعرضنا في القسم الأول الى المخاطر الحديثة لعولمة أسواق المال، و أظهرنا من خلال هذا القسم ملامح المناخ المالي الدولي الحديث و مخاطره على صعيد النظام المالي النقدي و البنكي. و في القسم الثاني تطرقنا الى أبرز الانهيارات المالية التي حدثت نتيجة عولمة أسواق المال. أما القسم الأخير تناولنا فيه أزمة الرهن العقاري 2008، و أبرزنا أسبابها الرئيسية و الاجراءات الدولية التي اتخذت للحد منها.

و في الفصل الثالث و الأخير ختمنا دراستنا باستعراض نموذج عن السوق المالي الكويتي و تجربته أمام عولمة أسواق المال، و تقييمه من خلال استخراج نقاط القوة و الضعف لأسواقها، و استخلاص الآثار الايجابية و المخاطر المحتمل حدوثها من جراء تجربتها. و.....

### ✓ التوثيق العلمي:

لغرض اثراء الدراسة، اعتمدنا في سبيل حصر جوانب الموضوع على البحث المكتبي، و ذلك لتغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال مجموعة من الكتب باللغة العربية و الفرنسية، و التي تعرضت للموضوع بصورة كلية أو جزئية ، أو بصفة مباشرة أو غير مباشرة. و كذا مجموعة من الملتقيات و المجلات بالعربية و الانجليزية، و عدد من الرسائل العلمية. أما الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على مجموعة من الاحصائيات الحديثة المستخرجة من الأنترنت عبر مواقع مختلفة.

### ✓ الدراسات السابقة:

لقد اعتمدنا على مجموعة من الرسائل التي تناولت الموضوع من قبل، سواء كان هذا بنسبة كلية او جزئية و تمثلت فيما يلي:

- بن باحان محمد، العولمة المالية و اثرها على اقتصاديات الدول النامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود و مالية، كلية علوم اقتصاد و التسيير، الجزائر، 2007.
- بن يوب فاطمة، العولمة المالية جدور واقع و آفاق، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالم، 2004/2003.
- بو الدراهم لويزة و بو ساحة مفيدة، توريق الديون كأداة مالية حديثة في التمويل، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل التنمية، كلية علوم الاقتصاد و علوم التسيير، جامعة قالم، 2010/2009.
- زدوري أسماء، واقع الدولة في زمن العولمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالم، 2004/2003.
- سلايمية ظريفة، تحديات العولمة و المعلوماتية على الدول النامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالم، 2004/2003.

- عمر عبدة سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالمة، 2004/2003.

#### ✓ صعوبات البحث:

أثناء اعدادنا للبحث، صادفتنا العديد من العراقيل، و يأتي على رأسها قلة المراجع التي تخدم الموضوع. لكننا حاولنا بما تيسر لنا من معلومات الالمام بالموضوع، فنأمل أن نكون قد وفقنا في ذلك. و ما توفيقنا الا من عند الله.

## خطبة الفصل

الفصل الاول : عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

مقدمة الفصل

### I - الأسواق المالية الدولية.

- 1- ماهية الأسواق المالية الدولية.
- 2- أقسام الأسواق المالية الدولية.
- 3- مراكز الأسواق المالية الدولية.
- 4- ترابط الأسواق المالية الدولية.

### II - نمو عولمة أسواق المال.

- 1- ماهية عولمة أسواق المال.
- 2- العوامل المساعدة على تطور عولمة أسواق المال.

### III- نتائج عولمة الأسواق المالية على الصعيد الدولي و آثارها.

- 1- آثار عولمة الأسواق المالية.
- 2- نتائج عولمة الأسواق المالية.

خاتمة الفصل



## الفصل الاول :عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

### مقدمة الفصل:

لقد شهد العالم العديد من التطورات التي أدت إلى ميلاد نظام اقتصادي جديد، تميز بالاندماج و التحرير المالي، و الذي أدى إلى بروز الأسواق المالية الدولية كنتيجة لعولمة أسواق المال، هذه الأخيرة التي تؤدي إلى التشابك و الترابط بين الأسواق .

و لقد شهدت عولمة أسواق المال تطورات كثيرة، و تميزت بالنمو السريع للمعاملات المالية الدولية، و هذا راجع لتصاعد الثورة التكنولوجية و تقرير حرية انتقال الأموال عبر الحدود الدولية من خلال الغاء القيود و الضوابط التي كانت مفروضة على هذا الانتقال و تكامل الأسواق المالية و زيادة ترابطها، و مساهمة العديد من المؤسسات العالمية في توسعها و انتشارها دوليا، هذا الذي جعلها تحدث تغيرات في معالم خريطة المال تماشيا مع الأحداث المستجدة.

بناء على هذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، في المبحث الأول تحدثنا عن الأسواق المالية الدولية و في المبحث الثاني تعرضنا لماهية عولمة أسواق المال، و خصصنا القسم الأخير لدراسة نتائجها على الصعيد الدولي و آثارها الايجابية و السلبية.

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

تلعب الأسواق المالية الدولية دورا هاما في اقتصاديات الدول كونها تعمل على تعبئة المدخرات المحلية و أداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية. ومع تنامي عجز الموازنات العامة لبعض الدول فقد أخذت هذه الدول في البحث عن موارد مالية غير سيادية لتمويل خططها التنموية، فغدت الأسواق المالية الدولية واحدة من الأدوات الهامة التي تستخدم لمثل هذه الغايات.

**1- ماهية الأسواق المالية الدولية:**

تتميز الأسواق المالية الدولية بسمات و خصائص متعددة كما أنها تستلزم العديد من الشروط للتعامل فيها.

**1-1- تعريف الأسواق المالية الدولية:**

يطلق مصطلح الأسواق المالية الدولية على أسواق النقد و أسواق الأوراق المالية من أسهم و سندات و أسواق الصرف الأجنبي و أسواق المشتقات التي توجد في الدول الصناعية.<sup>(1)</sup>(السيد متولي عبد القادر، 2010).

و يقصد بالأسواق المالية الدولية بالمعنى الواسع بأنها مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى دور الوساطة المالية بين طالبي الأموال و عارضيهها على مستوى العالم أجمع و من أهم المؤسسات التي تتألف منها هذه السوق:

- البنوك التجارية و المتخصصة.
- شركات التأمين و شركات الأموال.
- صناديق التمويل و الادخار.
- مؤسسات أخرى.<sup>(2)</sup>(قطاف نبيل، 2011).

**2-1- خصائص الأسواق المالية الدولية:**

تتميز الأسواق المالية الدولية بسمات متعددة منها ما يلي:

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة ، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي مثل سوق لندن بالنسبة لليورو و دولار .
- ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد من البلدان بشكل عام أو أسواق معينة بشكل خاص في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.
- اعتماد شبكات الاتصال الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها. ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية و كافة الأسواق النظامية وغير النظامية.
- تزايد دور التعاملات غير النظامية، سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين اطراف العقود او بشكل مباشر بين اطراف العقود او بشكل غير مباشر من خلال الوساطات المالية او الاتصالات اللاسلكية والسلكية. وقد صارت هذه التعاملات سمة بارزة للأسواق المالية الدولية بسبب تعاضم نسبتها في القيمة الكلية لهذه الأسواق.
- قيام مؤسسات (ائتمانية و تجارية و استثمارية) عبر الوطنية (متعددة الجنسيات) بممارسة وظائف المشاركة او الضمان او الادارة في التبادلات المالية الجارية ، بشكل مباشر او من خلال اسواق مالية معينة.
- ان غالبية الأسواق تسودها المضاربة ، فتعاني من تقلبات شديدة و حساسية عالية للشائعات.
- ان المتتبع لتقلبات الأسواق المالية الدولية و بمختلف فتراتها يجد ان هناك ارتباطا واضحا بين هذه الأسواق ، و هذا ما يؤكد مدى عالميتها .

و بالرغم من توفر هذه الخصائص السابقة الذكر الا ان الصفة الدولية لسوق مالية معينة يعد حاليا امرا نسبيا و ذلك لان غالبية الأسواق القائمة و حتى الحديثة منها(في الدول النامية)تتعامل جزئيا بشكل او بأخر بأدوات صادرة عن مؤسسات اجنبية.(3) (هويشار معروف،2003).

### 1-3- شروط التعامل في الأسواق المالية الدولية :

التعامل في الأسواق المالية و النقدية يقتضي توفير العديد من الامور و الجوانب منها ما يلي:

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

- توفير المعلومات الكافية و الدقيقة عن الأسواق المالية و النقدية المختلفة، و مدى علاقة و تأثير كل منها على الاخر، العرض و الطلب على الادوات التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق ، و اسعار الادوات حتى يتم مثل هذا التعامل على اساس معرفة كافية بحالة السوق بحيث يتم تلافي حصول خسائر في هذه التعاملات، ومحاولة الحصول على اكبر قدر ممكن من الارباح، باقل قدر ممكن من المخاطرة، و بأعلى درجة سيولة ممكنة.
- متابعة التغيرات و اتجاهاتها و التي يمكن ان تحصل على حالة التعامل في الأسواق المالية و النقدية الدولية، و التي تؤثر على اسعار بيع و شراء الادوات التي يتم تداولها و التعامل بها في هذه الاسواق.
- ضرورة العمل على اتمام عقد الصفقات الخاصة. بيع و شراء الادوات التي يتم تداولها و التعامل بها في هذه الاسواق في الوقت الحاضر و بأقصى سرعة ممكنة تلافيا للتغيرات التي يمكن ان تحصل مثل هذه التغيرات بشكل سريع و قد يكون واسع في عدد غير قليل من الحالات .
- الأخذ في الاعتبار عند التعامل بالأدوات المختلفة في الأسواق المالية و النقدية الدولية و اسعار الصرف للعملات ذات الصلة بهذا التعامل، و اتجاهات اسعار الصرف لتحديد مدى تأثيرها على هذه التعاملات. و من ثم مدى المخاطرة و المكاسب التي يمكن ان ترتبط بهذه الأسواق.(4) ( فليح حسين خلف،2006).

## 2- اقسام السوق المالي الدولي:

تنقسم الأسواق المالية الدولية كغيرها من الأسواق المحلية إلى اسواق النقد التي تتم فيها العمليات قصيرة الاجل، و اسواق راس المال التي تتم فيها العمليات المتوسطة و الطويلة الاجل.

### 2-1- سوق النقد الدولية:

اولا: تعريفها

تعرف سوق النقد الدولية على انها ذلك النظام الذي يمكن المؤسسات والحكومات من التزود برؤوس الاموال قصيرة الاجل .

و يرجع السبب في تطورها إلى ان المدخرين استطاعوا تحقيق عائد اكبر مما لو ادخروا في السوق الوطنية ، كما ان المستثمرين و المقترضين من هذه السوق تمكنوا من الحصول على رؤوس اموال بسعر فائدة اقل مما لو كانت قروضهم من السوق الوطنية ،لهذه الاسباب و غيرها توسعت هذه السوق من سنة إلى اخرى، خاصة منذ منتصف الستينات من هذا القرن . (5) (جبار محفوظ، 2002).

### ثانيا:مزايا سوق النقد الدولية

- اهم ما يميز سوق النقد الدولية هو تأثير و تأثير كل نظام نقدي لبلد ما ببقية الانظمة. فارتفاع سعر الين في اليابان ينعكس مباشرة سعره في بقية الدول وبالتالي على ما يقابله بالعملات الاخرى و بنفس الشيء يمكن ان يقال عن بقية العملات الاخرى.
- يمكن طلب قروض قصيرة الأجل بأسعار فائدة ثابتة طول فترة القرض, او طلب قروض متوسطة او طويلة الاجل و يطلق عليها اسم القروض ذات الفترة المتجددة، حيث يتم الاتفاق على سعر الفائدة غير ثابت في اول فترة القرض و يتحدد في فترات زمنية قصيرة.
- تتميز السوق النقدية الدولية بعدم خضوعها لأي سلطة نقدية محلية او دولية.
- تتحدد القيمة الاجمالية للقرض عند توقيع العقد كما تتحدد قيمة الاقساط الواجبة الدفع في اوقات معينة و من الممكن الاتفاق على ان تبقى الطلبات غير محددة, حيث من حق المدين طلب أي مبلغ بشرط ان لا تتجاوز حد معين كما انها لا تطلب ضمانات على القروض الممنوحة و يعتبر عامل الثقة الائتمانية هو اساس التعامل في السوق النقدية. (6) (جبار محفوظ ، 2002).

### ثالثا: أدوات سوق النقد الدولية

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

تتعدد ادوات السوق النقدية فمنها ما نجده اصولا بنكية تتمثل في العملة الاجنبية الاوروبية، شهادات الايداع الدولية و القروض الاوروبية المشتركة. و منها ما نجده في شكل اوراق مالية و تجارية و المتمثلة في ادونات الخزينة ،اتفاقيات اعادة الشراء و غيرها...الخ.

#### أ- الاصول المالية الدولية:

و تتمثل اساسا في العملة الاجنبية الاوروبية و القروض الاوروبية المشتركة بالإضافة إلى شهادات الايداع الدولية .

#### أ-1- العملة الاجنبية الاوروبية:

و تضم الودائع و القروض بعملة معينة لدى البنوك المتواجدة خارج الدولة المصدرة لهذه العملة. سواء كانت هذه الودائع و القروض من قبل مقيمين او غير مقيمين. فهي ناجمة اذن اختلاف بين العملة التي يتم بها الايداع او الاقراض و الدولة التي يتمركز فيها البنك، و بالتالي سوق العملة الاجنبية الاوروبية هي سوق الايداع و الاقراض لتلك العملات لدى البنوك المتواجدة خارج دولة اصدار تلك العملات.(7) (جبار محفوظ وعمر عبدة سامية، 2008).

#### أ-2- شهادات الايداع الدولية:

يتم اصدار هذه الادوات من طرف احد المؤسسات او البنوك الدولية مثل (bank of new dentsche bank - york ) بالدولار الامريكي او أي من العملات الاجنبية المتداولة في السوق الحرة. مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الاسهم المحلية و ذلك بناء على اتفاق مع شركة مصدرة محلية.

و يتم ايداع الاوراق المالية لتلك الشركة لدى وكيل بنك الايداع او بنك الاصدار (في المعتاد يكون بنكا محليا).ومن ثم فان الشهادات التي يتم تداولها كبديل عن الاوراق المالية الاصلية في اسواق المال الدولية مثل بورصة لندن و لان مالك شهادات الايداع هو في حقيقة الحال مالك الاسهم المحلية المقابلة لها فان له الحقوق المترتبة لمالك السهم المحلي من حيث التوزيعات النقدية و العينية و بيع الاسهم.(8) (السيد متولي عبد القادر، 2010).

ولقد تداولت هذه الشهادات لأول مرة سنة 1966 حيث اصدرت من قبل (first national city bank) في لندن ، و تتراوح مدة استحقاقها من شهر إلى سنة.<sup>(9)</sup>(جبار محفوظ، 2002).

### أ-3- القروض الأوروبية المشتركة:

القرض المشترك هودين يوضع تحت مقترض معين من طرف مجموعة من البنوك تعرف ب "syndicat" بشروط مدرجة في القانون الاساسي لهذه البنوك المشتركة ، و هي قروض تمنح من مجموعة من البنوك بعملة اجنبية حتى و ان اشترك في منح هذا القرض بنوك محلية.

و تمنح هذه القروض بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي الاصول البنكية منها:

- مدة الاستحقاق: على خلاف بقية الادوات تتراوح مدة القرض الاوروبي المشترك من 6 اشهر إلى 25 سنة.
- قيمة القرض: هي عادة اكثر من 500 مليون دولار ، لكن رغم ذلك سجلت بعض القروض ب 15 إلى 20 مليون دولار.
- سعر الفائدة: معظم هذه القروض تمنح بأسعار فائدة متغير، حيث يتم إضافة هامش معين إلى سعر فائدة مرجعي(قاعدي)يتمثل عادة في مؤشر LIBOR و تتم مراجعة سعر الفائدة كل شهر، شهرين، ثلاث اشهر، و في الغالب 6 اشهر.
- الضمانات: القروض الأوروبية المشتركة تمنح في الغالب بضمانات من مجلس الادارة سواء كلياً او جزئياً، يمنح القليل منه دون ضمان و الضمان يعني انه في حالة رفض بنوك التجمع المشاركة في منح القرض يقوم مجلس ادارة التجمع البنكي بمنح القرض او منح جزء منه.<sup>(10)</sup> ( جبار محفوظ وعمر عبدة سامية، 2008).

### ب- الاوراق المالية و التجارية الاخرى:

و هي تصدر بعملات مقبولة في نطاق التعامل الدولي من خلال الأسواق المالية و النقدية الدولية و هي تتعدد و تنتوع إلى حد كبير، و من بينها نجد اذونات الخزينة، اتفاقيات اعادة الشراء... و

غيرها، حيث تتباين في مدى التعامل بها حسب طبيعة الأوراق المالية من ناحية، و حسب الأسواق التي يتم التعامل فيها من ناحية اخرى.

### ب-1- اذونات الخزينة:

الاذن اداة دين تباع بخصم عن القيمة الاسمية و بطريقة المزايمة العلنية ، و لحاملها الحق في الحصول على القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الاذن عند الاستحقاق.

تصدر اذونات الخزينة من قبل الحكومة ، و يقوم البنك المركزي بتسويقها للمستثمرين فهي تشكل جزء من الدين العام للدولة و تحظى بثقة و سمعة عالية من قبل المستثمرين، كما ان هذه الاداة تنشط كثيرا في الأسواق النقدية للدول ذات الاقتصاديات المتقدمة، و تتراوح مدتها عادة بين 3 اشهر و 12 شهر.

و تتمتع اذونات الخزينة بأهمية اقتصادية و مالية في ان واحد و يمكن تحديدها كما يلي:

- تمويل العجز بالميزانية، و هي عبارة عن عملية اقراض من الجمهور من قبل الحكومة لتمويل نشاطها.
- تستخدم كأداة للتأثير على عرض النقد، و بالتالي فهي تشكل وسيلة من وسائل السيطرة على التضخم النقدي.
- تشكل قناة استثمارية للأموال الفائضة بشكل مؤقت لبعض الشركات غير المالية.
- و من مزايا اذونات الخزينة ما يلي:
- خالية المخاطرة كون الحكومة قادرة على تسديد قيمتها عند الاستحقاق.
- ذات قابلية تسويقية عالية و يمكن تسليمها قبل الاستحقاق .
- تباع بالمزايمة العلنية و بخصم عن القيمة الاسمية.
- تصدر بانتظام و بفئات مختلفة و بمبالغ كبيرة وفقا لاحتياجات الدولة.
- الدخل في اذونات الخزينة معفى من الضريبة.<sup>(11)</sup> (أرشد فؤاد التميمي، 2010).

### ب-2- الكمبيالات او القبولات المصرفية:



تعد القبولات المصرفية ادوات مالية قصيرة الاجل، و هي موارد مالية للبنوك الكبيرة التي تمول التبادلات الدولية قصيرة الاجل. و الذي حفز اكثر على الاهتمام بها هو اعفاء حاملها الاجانب من الضرائب.

و تصدر القبولات المصرفية عن البنوك التجارية عادة مقابل خصم معين و ذلك كوثائق دفع آجلة عند محاولة التجار في بلد ما استيراد سلع معينة من بلد اخر فتكون هذه القبولات ضمانا على قيمة هذه السلعة التي يقوم بتصديرها التجار الاجانب لحين تسليمها إلى المستوردين بإرسال القبولات المصرفية إلى المصدرين في البلد الاخر من جهة اخرى.

و تقوم الشركة المستوردة عادة بتغطية المبلغ المقرر كودائع لحسابها مما يدفع البنك المسؤول عن اصدار الوثيقة إلى اجراء الضمان المطلوب و بذلك يصبح المصدر الاجنبي في مأمن من مخاطر فشل الشركة عند الدفع و هو ما يتم ضمانه حيث يستمر امر البنك قابلا للدفع و يمكن تداول هذا الامر في الأسواق الثانوية مقابل خصم معين.

و بما ان القبولات المصرفية اداة نقدية قصيرة الاجل فان فترة تسديدها تتحدد غالبا ما بين 30 يوما و 270 يوما. و يمكن للمصدرين الاجانب الاحتفاظ بوثائق الضمان المصرفي هذه حتى يحين موعد استحقاقها ليستلموا قيمتها كاملة و ذلك بشكل خاص للبنوك التجارية.

وهكذا فان القبولات المصرفية تحمل البنوك المسؤولية النهائية لتسديد المدفوعات المطلوبة. (12) ( هويشار معروف، 2003 ).

### ب-3- الاوراق التجارية الاستثمارية :

هي اصدارات تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة و ذات المكانة الراسخة و المعروفة في المجتمع، بالإضافة إلى شركات التأمين و بعض الشركات غير المصرفية و البنوك الكبيرة، حيث ان اجل استحقاق هذه الاصدارات يكون قصيرا.

فقبل عقد الستينات من القرن العشرين، بدأت الشركات تقترض من البنوك ، و لكن بعد هذا العقد، بذات هذه في اصدار و بيع اوراق تجارية للوسطاء الماليين في السوق المالي مما ساعدها في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها بصورة مباشرة بدلا من الاعتماد على المصارف. و عموما تتمثل الاوراق التجارية في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من 5 أيام إلى 9 شهور. (13) (السيد متولي عبد القادر، 2010).

**ب-4- الحوالات الخارجية:**

و يتم بموجبها تحويل عملات اجنبية يتم شراؤها من قبل الجهة التي تطلب التمويل، و بيع العملة المحلية مقابل شراء عملة اجنبية، و هذه الحوالات الخارجية يتم استخدامها في تأدية اغراض و التزامات مختلفة و بالذات في مجالات الاستيراد و التصدير. حيث تتم هذه الاخيرة عن طريق الاعتماد المستندي او الحوالات المسندية، و القيام بالتحويل الخارجي من خلال بيع و شراء العملات. و حسب مقتضيات هذه العمليات فان هذه الحوالات الخارجية قد تكون مصحوبة بالمستندات كما في الاعتمادات و الحوالات المسندية، او دونها كما في حالة الحوالات الخارجية العادية غير المسندية.

و قد تتم الحوالات الخارجية من خلال سحبات زمنية ، و قد تكون مضمونة من قبل البنوك التي تلعب دور الوسيط في التعاملات الدولية. و يطلق عليها القبولات المصرفية ، او قد لا تنقضي قبولا بها من البنوك و انما تقوم بالوسيط فقط دون تعهدا من خلال عدم قبولها تمثل هذه السحوبات الزمنية، و كذلك الحوالات الخارجية التي تتضمن تحويل عملة من دولة إلى اخرى في حالة السفر و السياحة و الدراسة و غير ذلك. (14) (فليح حسين خلف، 2006).

**ب-5- شهادات الايداع المصرفية القابلة للتداول:**

و هي شهادات تمثل أداة دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين. و تعطي لحاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، و تسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي اصدرها.

و قد كانت هذه الشهادات اسمية و غير قابلة للتداول من شخص لأخر قبل عام 1961 و لكن فيما بعد اصبحت تتمتع بإمكانية اعادة بيعها في السوق الثانوية ، و من هنا جاء وصفها بانها شهادات قابلة للتداول، و تقوم معظم المصارف التجارية حاليا بإصدار هذه الشهادات بنجاح كبير، حيث تمثل مصدرا هاما للموارد المالية التي تحصل عليها البنوك التجارية ، و بالتالي اصبحت هذه الشهادات غير شخصية و التي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع او التنازل ، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة.

ونظرا لان تلك الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل و لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، فان السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها في السوق الثانوية الذي

يشمل بيوت السمسرة و البنوك التجارية و ما شابهها من المؤسسات المالية التي تتعامل في الاوراق المالية قصيرة الاجل.<sup>(15)</sup> (السيد متولي عبد القادر، 2010).

#### ب-6- قرض فائض الاحتياطي الالزامي:

يمكن للبنوك التي لها فائض في الاحتياطي الالزامي ان تقرضه لبنوك اخرى تعاني من عجز فيه، و لا تعتبر تلك القروض

اوراقا مالية بالمعنى المفهوم ، ذلك انها تتمثل في تعهد غير مكتوب مضمون من البنك المركزي، او مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي، يلتزم فيه البنك المقترض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض و الطلب.

و على الرغم من ان اقتراض تلك الاموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة يهدف إلى سد العجز في الاحتياطي الالزامي. الا ان الواقع قد اثبت ان تاريخ استحقاق تلك القروض قد يمتد لفترة اطول، و ذلك عندما يضطر البنك لإقراض تلك الاموال لاستخدامها في الاستثمار ، و حينئذ يصبح الزاما عليه ان يطلب مد فترة القرض يوما بيوم، هذا و يلعب البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقرضة و المقترضة كما يمكن ان يكون الاتصال مباشرا بينها او بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض.<sup>(16)</sup> (منير ابراهيم هندي، 2007).

#### ب-7- شهادات المديونية و كمبيالات الخزانة:

حتى تتمكن وزارة الخزانة من جذب اكبر عدد من الراغبين في الاستثمار في الاوراق المالية الحكومية ، عادة ما تصدر اوراق مالية يطلق عليها كمبيالات الخزينة تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح بين سنة و سبع سنوات، حتى يجد كل راغب في الاستثمار بغيته.

و تظهر تلك الكمبيالات في الصحف الامريكية تحت حرف ( n )، و يحصل حاملها على فوائد نصف سنوية ، و كأى اصدار حكومي اخر عدا سندات الادخار، تتوافر تلك السندات سوق ثان نشيط من خلال بيوت سمسرة متخصصة، يسهل فيها تحويلها إلى نقدية في أي وقت.<sup>(17)</sup> (السيد متولي عبد القادر، 2010).

**ب-8- اتفاقيات إعادة الشراء:**

و هي عبارة عن عقد بيع اوراق مالية، يتعهد البائع بإعادة شراءها في تاريخ محدد و سعر محدد يذكر في عقد الاتفاقية مسبقا.

و التسمية الشائعة لهذه الاتفاقية في سوق النقد هي (repo) و هي بمثابة قروض مضمونة ،عنصر الضمان يتمثل بالورقة المالية موضوع العقد، و هي اما اذونات الخزينة او السندات الحكومية، او اوراق مالية مدعومة برهونات عقارية، او اوراق مالية مدعومة بالموجودات.<sup>(18)</sup>(أرشد فؤاد التميمي، 2010).

و هي اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الاجل تقدم بضمانات حكومية و تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد و اسبوعين. و تستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة احدى الشركات تحريك اموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، و ذلك عن طريق شراء اذونات الخزينة من إحدى المصارف لفترة قصيرة جدا. على ان يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الاذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء هذه الاذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها. وبذلك يمكن للمصرف ان يتصرف بمبلغ القرض و تحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة.<sup>(19)</sup> (هويشار معروف، 2003).

**2-2- سوق رأس المال الدولية:**

لأسواق رأس المال الدولية عدة خصائص و أدوات و مراكز.

**أولاً: تعريف سوق رأس المال**

تعرف سوق رأس المال بأنها "تلك السوق التي يقوم فيها المقرضون و المستثمرون بعرض قروض مالية متوسطة و طويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقترضون أو حاملوها الأصليون ."

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

إن هذه السوق شبيهة إلى حد ما بالسوق الوطنية، غير ان المتعاملين فيها من مقرضين و مقترضين هم بنوك و مؤسسات مالية دولية و شركات متعددة الجنسيات و غيرها من الشركات العالمية، اذ تقوم هذه الأخيرة بإصدارات مختلفة للأوراق المالية و بيعها في أسواق المال الدولية و الحصول على مصادر التمويل من النوعين المتوسط و طويل الأجل. (20) (جبار محفوظ ، 2002).

ثانيا: مزايا سوق رأس المال

- المتعاملون في هذه السوق هم الذين يتمتعون بالثقة الائتمانية من الدرجة الأولى.
- هي الأسواق الوحيدة التي تتحقق فيها شروط المنافسة الحرة بدرجة كبيرة نسبيا (غير خاضعة للقيود).
- قيمة القروض المطلوبة في هذه الأسواق قد تصل إلى 500 مليون دولار و فترات القروض تتراوح ما بين 5 إلى 15 سنة، اما اسعار الفائدة فإنها تتحدد حسب درجة الثقة الائتمانية التي يوليها الدائن(المقرض) للمقرض.
- خلال العقد الثامن من هذا القرن ظهرت اشكال و تقنيات جديدة للتمويل في مثل هذه الاسواق.
- التطور الثاني الذي ظهر في هذه الأسواق هو شمولية و عالمية الأسواق المالية بحيث اصبح في الامكان التعامل مع جميع الأسواق في العالم بصورة متواصلة. (21) (منتديات كلية الاقتصاد بحلب، 2011).

ثالثا: أدوات سوق رأس المال

نجد من بين اهم ادوات سوق راس المال كلا من السندات و الاسهم الدولية بالإضافة إلى القسيمة الأوروبية و الاوراق التجارية الأوروبية، و كذلك نجد الاوراق المالية المختلفة، و على العموم فان كل ادوات سوق راس المال تكون متوسطة او طويلة الاجل.

أ- السندات الدولية :

السندات الدولية هي اوراق مالية تمثل ديننا على المصدر لها و تصدر بعملة غير عملة او عملات الدول التي تتعامل فيها. (22) (جبار محفوظ، 2002).

و ترجع اهمية السندات الدولية كونها اداة ملائمة لتوظيف الاموال في مجال مضمون و قليل المخاطر و ذات سيولة مرتفعة ،اذ يمكن التناول عنها بالبيع في السوق الثانوية. (23) (صالح مفتاح ، 2006).

ومن ناحية اخرى فان السندات الدولية هي وسيلة من وسائل جلب رؤوس الاموال من دول اخرى بغرض تمويل المشروعات اذ تتراوح مدة استحقاقها من 10 إلى 15 سنة، و عليه فهي وسيلة تمويل طويلة الاجل.

و من خصائص السندات الدولية ان الفوائد عليها ثابتة على مدى الفترة الخاصة بالإصدار و هذا شيء ايجابي بالنسبة للمقترضين. اذ يمكنهم الحصول على مصادر التمويل بسعر فائدة ثابت، مما يجنبهم مخاطر ارتفاع هذا الاخير في الأسواق المالية و يمكنهم من تحديد سياستهم الطويلة الاجل على هذا الاساس. (24) (جبار محفوظ، 2002).

#### أ-1- انواع اسواق السندات الدولية:

و تنقسم اسواق السندات الدولية إلى نوعين رئيسيين هما:

##### - السندات الاوروبية:

وهي عبارة عن سندات يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم و في اسواق راس المال لدول اخرى وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب. و عادة تتولى تجمعات مصرفية دولية ادارة هذا الاصدار. (25) (صالح مفتاح ، 2006).

##### - السندات الاجنبية:

هي عبارة عن سندات دولية يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم، وفي اسواق راس المال لدولة اخرى و بعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها.

و تتميز السندات الاجنبية بانخفاض تكاليف عملية الاصدار خاصة اذا قورنت هه التكاليف بتكاليف اصدار سندات الاورو. (26) (صالح مفتاح، 2006).

## أ-2- الأشكال المختلفة للسندات الدولية:

يمكن ايجازها فيما يلي:

- **سندات بفائدة ثابتة:** و تتحدد معدلات الفائدة الثابتة لهذه السندات لخطه اصدارها بالاستناد إلى اسعار الفائدة السائدة في اسواق المال الدولية على نفس العملة التي اصدرت بها هذه السندات.
- **سندات بفائدة مقومة:** هي أدوات دين ذات فائدة غير ثابتة ،حيث يتم تغيير معدلات الفائدة وفقا لما يطرأ من تغيرات على اسعار الفائدة السائدة في اسواق المال الدولية.
- **سندات بحق تحويل إلى اسهم:** هذا النوع من السندات يعطي الحق لحاملها ان يحولها إلى اسهم في أي فترة سابقة على تاريخ استحقاقها، بحيث يصبح حامل السند مالكا لاسهم الشركة التي اصدرت السند.
- **سندات اخرى بشروط اخرى:** هناك العديد من السندات الدولية الاخرى، منها ما يصدر بخليط من العملات الاجنبية ،و منها السندات متعددة الشرائح، بحيث يمكن طرح شريحة منها للاكتتاب كل فترة زمنية معينة. (27) (صالح مفتاح، 2006).

## أ-3 - تداول السندات الدولية:

يمكن تداول السندات الدولية كما هو الحال بالنسبة للسندات المحلية و الجدول التالي يوضح تداول السندات الدولية و توزيعها حسب نوع السند و عملة الاصدار .

جدول رقم (01): تداول السندات الدولية

حسب نوع السندات				التداول (بليون دولار)
المجموع	مرتبطة بالسهم	معدل ثابت	معدل متغير	
100	03.5	71.5	25.0	نهاية 2002 8757.6
100	03.2	75.3	21.5	نهاية 2003 11111.9

100	02.8	69.8	27.4	13300.0	نهاية 2004
100	02.3	69.3	28.4	13995.4	نهاية 2005
<b>حسب نوع العملة</b>					
<b>المجموع</b>	<b>عملات اخرى</b>	<b>ين</b>	<b>جنيه استرليني</b>	<b>اورو</b>	<b>دولار امريكي</b>
100	4.1	5.0	7.1	37.5	46.0
100	4.7	4.4	7.0	43.5	40.4
100	4.9	4.0	7.4	46.7	37.0
100	5.3	7.6	7.6	45.1	38.6

المصدر: جبار محفوظ و عمر عبدة سامية، اسواق رأس المال الدولية: الهياكل و الادوات، مجلة العلوم الانسانية و الاجتماعية، جامعة بسكرة، العدد 03، 2008، ص ص 94-95.

من الجدول السابق يمكن ملاحظة:

- ✓ مقارنة تداول السندات الدولية تتداول القروض البنكية الصافية في الأسواق الدولية .
- ✓ سجل تزايد الاتجاه نحو التمويل دون وساطة مقارنة بالتمويل بوساطة بنكية تدريجيا.
- ✓ تفوق السندات العادية (بسعر ثابت) على بقية الانواع الاخرى من السندات.
- ✓ تراجع الدولار كعملة مسيطرة على هذا النوع من الأسواق تدريجيا ابتداءا من سنة 2003 لصالح الاورو. (28) (جبار محفوظ و عمر عبدة سامية، 2008).

#### ب - الاسهم الدولية:

ان الاسهم الدولية تمثل ملكية المستثمر او المشتري لتلك الاسهم لجزء من الشركة المصدرة. يتم الاصدار من قبل شركة معينة في بلدان غير البلد الاصلي لها. اما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك و مؤسسات مالية متخصصة. (29) (جبار محفوظ، 2002).



### ج - القسيمة الأوروبية:

و يتم إصدارها في إطار تسهيلات الإصدارات متوسطة الأجل المضمونة. و تعود نشأة القسيمة إلى نهاية 1970 حيث اعتبر بعض المقترضين ان الشروط التي تفرض عليهم من البنوك في إطار القروض الدولية لا تتناسب مع مستوى الخطر مما دفعهم إلى البحث عن اداة تؤمن افضل تجانس بين السعر و الخطر. و في 1978 استحدثت (citibank) القسيمة الأوروبية و بذلك استفادت المؤسسة المقترضة من ضمان تمويل متوسط الأجل بتكاليف اصدار اوراق مالية قصيرة الأجل ، مع امكانية تعديل حجم الاصدار عند بداية كل فترة تجديد للقرض او انتهاء برنامج الاصدار دون تحمل أي تكلفة اضافية. (30) ( جبار محفوظ وعمر عبدة سامية، 2008).

### د- الأوراق التجارية الأوروبية:

و تعكس الاصدار الدولي للأوراق التجارية الأمريكية، و تمثل هذه الأخيرة كمبيالات تصدرها منشآت الاعمال كبيرة الحجم ذات المكانة الراسخة و المعروفة في المجتمع دون ضمان. و تتراوح مدة استحقاقها من 5 ايام إلى 9 اشهر، ورغم ان هذه الاداة تعود إلى القرن الثامن عشر الا ان اول اصدار مباشر لها كان سنة 1920 من قبل (general motors acceptance corporation)

اما الاوراق التجارية الأوروبية فقد ظهرت في بداية الستينات لكنها لم تعرف تطورا حقيقيا الا منذ 1984 و توقف العمل بها منذ التسعينات نتيجة المنافسة الشديدة للقسيمة الأوروبية متوسطة الأجل. (31) (جبار محفوظ وعمر عبدة سامية، 2008).

### و- الأوراق المالية المختلفة:

و هي اوراق مالية قابلة للتداول في اسواق المال، تخلفها بعض بيوت الوساطة المالية ، و كانت تلك الاوراق في الاصل استثمارات غير سائلة لا تتحول إلى نقدية الا في تاريخ الاستحقاق لعدم وجود سوق تتداول فيها.

و يطلق على عملية تحويل الديون او الاصول غير القابلة للتداول إلى اصول قابلة للتداول "بالتوريق" "securitization"، و تلجأ البنوك إلى تلك الالية لتحويل القروض المصرفية إلى اوراق مالية قابلة

للتداول يمكن نقلها بيعا من المقرض الاساسي (البنك) إلى مقرضين اخرين. (32)عاطف وليم اندراوس،2006).

و من الامثلة على ذلك قروض الاسكان ، و هي تمثل اتفاق يبرم بين احد الافراد الراغبين في شراء منزل للإسكان، و بين مؤسسة مالية للإقراض، و بمقتضى الاتفاق يتحصل الطرف الاول على قرض لشراء المنزل على ان تسدد قيمته على اقساط شهرية. و ان يتم رهن العقار لصالح المؤسسة المعنية، و لا تنتظر المؤسسة حتى تاريخ الاستحقاق لاستعادة تلك القروض بل تصدر في مقابلها صكوكا قابلة للتداول و مضمونة بتلك القروض و تستخدم حصيلة القروض من فوائد و اقساط في خدمة الصكوك التي قد تم اصدارها. و لتسيير تداول تلك الصكوك عادة ما يصدر الصك بقيمة اسمية صغيرة، كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة حكومية للتأمين. و في حالة فشل المقرض(مشتري العقار) في الوفاء بما عليه من التزامات تقوم مؤسسة التأمين بسداد مستحقات حامل الصك. (33) (رسمية أحمد أبو موسى،2010).

و تنطوي عملية التوريق على وجود خمسة اركان و هي:

- وجود علاقة دائنية اصلية أي علاقة بين دائن و مدين.

- رغبة الدائن في التخلص من الدين و تحويله إلى جهة اخرى.

- قيام الجهة المحال لها الدين بإصدار سندات جديدة قابلة للتداول في اسواق الاوراق المالية.

- استناد الاوراق المالية الجديدة إلى ضمانات عينية او مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة.

- وجود مستثمر، و يقصد به الفرد او المؤسسة التي تشتري السندات الجديدة ثم يقوم بتحصيل فوائدها في المواعيد المحددة. (34)عاطف وليم أندراوس،2006).

## ي - المشتقات :

مشتق هو اتفاق نقل المخاطر، و قيمته مستمدة من قيمة احد الاصول الاساسية. يمكن ان يكون سلعة مادية، وهو سعر الفائدة و اسهم الشركة، و هو مؤشر الاسهم و العملات او صكوك قابلة للتداول اخرى، التي يمكن ان على الطرفين الاتفاق و اكثر من دون وصفة طبية. وهو مشتق الثنائية، خاصة التفاوض حول الاتفاق الذي ينقل المخاطر من طرف إلى اخر. (35) ( International swaps and derivatives association,2011). تمثل المشتقات ادوات ترتب لحاملها التزاما او اختيارا لشراء او

بيع اصل مالي، وتشتق تلك الادوات قيمتها من اسعار الاوراق المالية الاصلية( قد تكون اسهم او سندات او مجموعة من الاسهم و السندات ).

و بدأ التعامل بها مع اوائل التسعينات، و تستخدم من اجل التحكم في الخطر المصاحب للاستثمار في محافظ الاوراق المالية و كذلك للتحوط ضد المخاطر في مجال الاستثمار في الاصول المادية الاخرى كالذهب. (36) (عاطف وليم أندراوس، 2006).

و هناك عدة انواع من المشتقات اهمها:

### ي -1- الخيارات(option )

الخيارات تعطي لحاملها الحق و ليس الالزام لشراء او بيع كمية محددة من الاسهم، السندات، و العقود الآجلة وما إلى ذلك بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة. (37) (rita.w.moss , 2011).

و يتمثل الخيار في عقد بين طرفين احدهما مشتري الخيار و الاخر بائع او محرر الخيار، و بموجبه يكون للطرف الاول أي المشتري الحق و ليس الالزام في ان يشتري (اذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر، و ان يبيع (اذا ما رغب) للطرف الثاني اصلا معينا بسعر و في تاريخ معين حسب الاتفاق. و ذلك مقابل ان يقوم الطرف الاول (المشتري) بدفع علاوة او مكافأة

معينة للطرف الثاني.(38) (رسمية أحمد أبو موسى، 2010).

و يستخدم المستثمرين الخيارات للحماية من مخاطر تغير اسعار الاوراق المالية. كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق الارباح. ويمكن بين نوعين من الاختيار، الاختيار الامريكي و الاوروبي، و يمثل الاختيار الامريكي اتفاقا يعطي لطرف ما الحق في شراء او بيع عدد من الاسهم او السندات و ربما العملات من طرف اخر بسعر متفق عليه مقدما، على ان يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد من ابرام الاتفاق حتى تاريخ محدد لانتهائه .

اما الاختيار الاوروبي فلا يختلف الا في ان التنفيذ لا يتم سوى في التاريخ المحدد لانتهائه حسب نص الاتفاق.

وكما يبدو فان هناك نوعين اساسيين من الاختيار الذي يعطي الحق في البيع و الاختيار الذي يعطي الحق في الشراء يضاف اليها نوع ثالث يعطي الحق في الشراء و البيع معا.(39) (منير ابراهيم هندي، 2007).

## ي -2- المستقبليات (futures)

العقود المستقبلية هي في جوهرها العقود الآجلة المتداولة في بورصات الاوراق المالية ، ولكن توجد بعض الاختلافات الهامة منذ عقود، و يتم التفاوض بشكل فردي إلى الامام. ويمكن ان تنظم كل الشروط لتتطابق تماما مع بند تغطيتها. العقود الآجلة هي موحدة فيما يتعلق بالكميات و نقاط التسليم و مواعيد التسليم. و بناءا على ذلك سيتم تسليم كمية محددة من سلعة في وقت محدد و في مكان محدد. هذا يمكن ان يؤدي إلى عدم فعالية بين التغيرات في البند المعطاة و التغيرات في العقد المقبل. (40)

، (alan blankley et richard schorder، 1999).

## ي -3- العقود الآجلة (forword contracts)

تعطي العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء او بيع قدر معين من اصل مالي او عيني بسعر محدد مسبقا، و بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق.

و هي بذلك التعريف لا تختلف عن المستقبليات باستثناء معيار التداول، حيث يتم تداول المستقبليات في الأسواق المالية بينما لا تتداول فيها العقود الآجلة و لا يوجد لها سوق ثانوية. و تبعا لذلك فان العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الاخر على الوفاء بالتزامات العقد حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبليات. (41) (عاطف وليم أندراوس ، 2006).

## ي -4- المبادلات : swaps

المبادلات عبارة عن عقد بين طرفين ، لتبادل تدفق نقدي مقابل تدفق نقدي اخر، و يتم تحديد ميعاد تسليم التدفق و طريقة الحساب. وتستخدم هذه المبادلات للتحوط ضد المخاطر كما انها لا تخضع لشروط نمطية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه، و لذا يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة فقط. (42) ( السيد متولي عبد القادر، 2010).

و يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية ) وهذا العقد ملزم على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما ان المتحصلات او المدفوعات ( الارباح او الخسائر ) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية يضاف إلى ذلك ان عقد المبادلة لا يتم تسويته

مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ. و لذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ. (43) ( محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، 2006 ).

### 3- مراكز الأسواق المالية الدولية:

ان الأسواق المالية الدولية لا تتواجد في مكان محدد، و انما هي عبارة عن مجموعة من الأسواق المنتشرة عبر العالم، وندكر اهمها فيما يلي:

#### 3-1- الأسواق الاوروبية:

سابقا و قبل انشاء الوحدة الاوروبية كانت النظرة للأسواق الأوروبية انها اسواق مستقلة لم تستطع و بشتى الطرق الوصول إلى اندماج و اشتراك و وحدة فيما بينهم، مع العلم انها بدأت الوحدة و اتسعت من 6 دول إلى 9 دول من بينها بريطانيا، ولكن الأسواق الأوروبية الاخرى و هم باريس، فرانكفورت بقيت تتنافس في من سيصبح السوق المالية الكبرى لدول اوروبا المتبقية. (44) ( وليد صافي وأنس البكري، 2009 ).

#### أولاً: سوق فرانكفورت

تتميز اسواق المال الالمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات المانيا الضخمة و باحتياجات مشروعاتها، كما ان تلك الأسواق تكاد تكون محتكرة المصارف. (45) ( السيد متولي عبد القادر، 2010 ).

ان المشكلة الرئيسية داخل السوق الالمانى يعود إلى الانظمة و القوانين الخاصة بألمانيا و خاصة نظامها المصرفي لأنه لم يكن عالميا منذ الحرب العالمية الاولى و الاتجاه كان دائما نحو النمو الاقتصادي، و بالتالي فهو قد حقق نجاحا باهرا على الصعيد الداخلي لأنه قام بالعمل على تحويل الموارد القصيرة الاجل إلى قروض طويلة الاجل.

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

و تعتبر السياسة المصرفية داخل المانيا هي الاساس للتطوير و النمو الاقتصادي الالمانى مع تجاهل النظر إلى الاتجاه نحو الأسواق الخارجية، و من مثالك السوق في المانيا انها تعتبر مجموعة من الأسواق الفرعية المجزأة في فرانكفورت ، ميونيخ و هامبورغ و بالتالي فتعدد هذه الأسواق يعطيها صفة الكثرة و لكنها صغيرة الحجم و القوة. (46) (وليد صافي وأنس البكري، 2009).

**ثانيا: سوق لندن**

ان التاريخ الحديث لبورصة لندن كان عام 1986 ، و منذ ذلك اخدت لندن في تحرير راس المال ، خاصة في مجال التشريعات و القيود المفروضة على الممارسين، و استخدم نظام تكنولوجي متقدم للتسعير في البورصة. و في بورصة لندن يجب الاشارة إلى إلى سوق هام يعرف باسم ( united securities market، "USM") حيث يتم فيه تمويل الشركات المتوسطة الحجم، و يعد بمثابة السوق الثانوي. (47) (السيد متولي عبد القادر، 2010).

و من اهم خصائص السوق المالى البريطانى نذكر ما يلى:

- الخبرة في مجال المعاملات المالية.
- استقرار سوق العملات الاجنبية.
- الضرائب منخفضة على ارباح الاوراق المالية.

كما ينقسم سوق لندن إلى سوق الاسهم، سوق السندات، سوق العقود المستقبلية، و سوق العملات الاجنبية. (48) (منتديات الازهر التعليمية، 2011).

**ثالثا: سوق باريس**

في السوق الفرنسى يمكن نشر الاوراق المالية في بورصة واحدة فقط من ضمن سبع بورصات (باريس، بوردو، ليل، مارسيليا، نانسي، نانت). هذه البورصات السبع تمثل معا نظاما متكاملًا يخضع للسلطات نفسها و للقواعد نفسها للنشر، و يتم المتاجرة فيها تحت نظام الكتروني يعرف باسم «cac» (49) (وليد صافي وأنس البكري ، 2009).

**رابعا : اسواق جنيف**

تعتبر الأسواق السويسرية ذات الامان العالمي و الخالي من المشاكل و الاضطرابات و القوانين الحكومية المقيدة، و بالتالي كانت اسواق سويسرا معلما لاستقطاب الاموال المهربة من دولتها لأسباب سياسية، عسكرية، اقتصادية او بسبب فرض ضرائب اضافية . و لكن ينظر إلى الأسواق السويسرية من الالتزام او الايمان بما يسمى بإعادة التوزيع ، و من هنا كنا نلاحظ عدم وجود صادرات عالمية للفرنك السويسري لان القوانين و السلطات الحكومية لا تقبل بعملات امتصاص الاموال الجاهزة من الأسواق السويسرية و كذلك كانت دائما اسعار الفوائد لديها منخفضة. (50) ( وليد صافي وأنس البكري ، 2009).

### 2-3- الأسواق الأمريكية:

تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المرتبة الاولى من ناحية التقدم في اسواق المال ، حيث يوجد اكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الاسعار في السوق الثانوية المنظمة ( البورصة ) في نيويورك، بالإضافة إلى الأهمية الكبيرة للأسواق المعروفة بخارج المقصورة او الأسواق غير المنظمة ، و التي تقوم بدور بارز في تطوير رأس مال المخطرة ، و قد كان دورها مشهورا خاصة في مجال تأسيس شركات الكمبيوتر. (51) ( السيد متولي عبد القادر ، 2010 ).

الا ان الأسواق في نيويورك لم تستطع الوصول إلى الوحدة من خلال سوق نقدي مالي لان القوانين التي تحكم السوق المالي الأمريكي هي خارج سيطرة الولايات المتحدة الأمريكية.

و يمكن تصنيف اسواق نيويورك على انها لم تقم بعمليات تمويل لمشاريع العالم الخارجي ، عن طريق سوقها النقدي بل كانت هذه العمليات تتم من خلال الشركات المالية الأمريكية و خاصة الشركات متعددة الجنسيات. (52) ( وليد صافي وأنس البكري ، 2009).

### 3-3- أسواق الشرق الاقصى و الأسواق الآسيوية:

يمكن تقسيمها إلى الأسواق اليابانية و أسواق سنغافورة.

#### اولا: الأسواق اليابانية

تحتل بورصة طوكيو المكانة الاولى بين البورصات الآسيوية إلى جانب بورصة هونج كونج ، فالأسواق اليابانية تتجاوز

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

قيمة رسملة تعاملاتها حجم البورصات الاوروبية مجتمعة ، و قد شهدت ارتفاعا مستمرا و سريعا منذ بداية التسعينات و هو ما صاحب الاداء المرتفع للشركات اليابانية. (53) ( السيد متولي عبد القادر ، 2010).

فلقد اخذت اليابان سياسة مالية نشطة لتمويل مشروعاتهم و قاموا بالإصدارات العالمية في اسواق طوكيو و كذلك بالاستثمارات في الخارج. (54) ( وليد صافي وأنس البكري ، 2009 ).

و لعل اهم خصائص بورصة طوكيو ما يلي:

- ✓ تنوع ادوات الاستثمار المتداولة فيه و انخفاض المخاطر .
- ✓ الانفتاح الكبير على تسجيل و تداول الاوراق المالية للشركات الاجنبية.
- ✓ تطور نظم المعلومات و القدرة على الاتصال المستمر بالأسواق المالية الدولية.
- ✓ الاتسام بالسيولة العالية. (55) ( منتديات الازهر التعليمية ، 2011).

#### ثانيا : أسواق سنغافورة

تعتبر اسواق سنغافورة من الأسواق المالية الحديثة ، و يتوقع لهذه السوق ان تلعب دورا كبيرا في المستقبل بالنسبة للأسواق العالمية الدولية و تتمتع اسواق سنغافورة بوجود جهاز مصرفي كبير ضخم و حديث جدا يحتوي على بعض المصارف الدولية الكبيرة .و بدأ الانتقال إلى انشاء ما يسمى بالدولار الاسيوي و هي السوق المشابهة لأسواق الدولار الاوروبي. و هذه السوق تشجع على استخدام العملات الصعبة إلى المنطقة الاسيوية و القيام بتوظيفاتها داخل هذه الأسواق ، و الودائع داخل هذا السوق تقبل لمدة محدودة من الشهر إلى 36 شهر و الحد الادنى لحجم الودائع 25000 دولار. و هذه السوق تعمل على خلق فرص اضافية للمودعين و المقترضين اصحاب مدخرات قليلة و صغيرة التي تنقل من الدولار الاوروبي إلى سوق الدولار الاسيوي. (56) ( وليد صافي وانس البكري ، 2009 ).

#### 4- ترابط الأسواق المالية الدولية:

ان زيادة حجم الأسواق المالية و ترابطها ادى إلى زيادة التشابك المتبادل بين دول العالم.

#### 4-1- عوامل الربط بين الأسواق المالية:



تتطلب عملية الربط للأسواق المالية توفر الشروط التالية:

- قبل الدخول في التحالفات الدولية يجب ان يكون البلد متطورا محليا، بعبارة اخرى توفر محيط ماكرو اقتصادي ذو بنية سليمة، و على المستوى الداخلي وجود قطاع مالي في صحة جيدة. فهذه العوامل تشجع على دخول رؤوس الاموال الدولية مع تخفيف خطر الازمات المالية.
  - تكامل الانظمة الاقتصادية للدول المعنية و تقارب الانظمة السياسية.
  - قبل اجراء عملية الربط ينبغي ان تعمل الحكومات على تحرير الاقتصاد و الاندماج في النظام المالي العالمي من خلال تسهيل عمل القطاع الخاص و انشاء قنوات تبادل المعلومات ما بين الأسواق مما يحفز التجارة الإلكترونية و كذلك تبني نظام ضريبي محفز.
  - يجب على السلطات العمومية خصوصا البنوك المركزية و السلطات الرقابية ان تؤسس ميكانيزمات تسمح بمتابعة و تحليل هذه التحولات من اجل ضبط افضل للمتغيرات فيما يخص الاخطار النظامية.
  - توافر الأسواق على قواعد و انظمة مقبولة تتعلق بكفاءة راس المال و محاربة المتاجرة غير القانونية للاسهم و الممارسات غير الشرعية في الأسواق.
  - قبل اتمام عملية الربط يجب توحيد النظم المحاسبية ، و نظم المقاصة و التسوية. و تطبيق نظم تداول كفؤ و التي تسمح بالتنفيذ السريع للمعاملات و الصفقات و الشفافية التامة.
  - تبني انظمة معلوماتية مشتركة و شيوع اللغة، الثقافة و الانظمة القانونية.
  - التطور التكنولوجي و الاتصالات السلكية و الاسلكية تلعب دورا هاما في تفعيل عملية الربط.
- و تجدر الاشارة إلى انه اذا خلق المحيط التشريعي و القانوني للنظام المالي ، فان اعضاء السوق سيسهمون من ناحيتهم في انشاء و تطوير السوق الموحدة و ذلك بالاستفادة في نفس الوقت افرادا او جماعات من الفرص التي يقدمها، و يتطلب تحقيق الاندماج ما بين الأسواق المالية تفاعل كل من السلطات العمومية و القائمين على ادارة و تسيير هذه الأسواق و مجمل المتدخلين فيها مما يسمح بزيادة عمق و سيولة السوق. (57) ( عمر عبدة سامية ، 2004).

#### 2-4- مقومات الربط بين الأسواق المالية:

تتمثل مقومات الربط فيما يلي:

- الربط المعلوماتي للأسواق:

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

يعتمد نمو التمويل و الاستثمار الدوليين بدرجة كبيرة على تطبيق تكنولوجيا المعلومات ، و كلما كانت المعلومات متاحة كلما اصبحت الاسعار عادلة، بحيث تعكس كفاءة السوق.

من الضروري نشر المعلومات بالصحف و استخدام الحاسب بصفة فورية و دورية .

تزداد الكفاءة التسويقية للأسواق المالية بزيادة القدرة على انتاج و استخدام المعلومات ، حيث يؤدي ذلك إلى خلق طلب جديد و مستمر على الاوراق المالية.

توفير بيانات تفصيلية و فورية على اسعار الاوراق المالية المتداولة في مختلف الأسواق بالإضافة إلى اسعار الصرف و رسوم تقلبات الاسعار و تكلفة الصفقات و الضرائب و قنوات تدفق الاموال و غيرها من المعلومات ، و كلما زادت المعرفة زادت قدرة المقترض على توفير الاموال اللازمة باقل تكلفة ممكنة.

• صناعة تكنولوجيا المعلومات:

استطاعت الحواسيب الالكترونية نشر المعلومات عبر الحدود الجغرافية و ذلك عن طريق تكنولوجيا البرمجيات و الاستثمارات الصناعية و موصلات الكمبيوتر. و قد انتشر استخدام نظم المعلومات الاوتوماتيكية مما سمح بتقليل التكاليف و ربط الأسواق المالية بالتلفونات و الفاكسات و الحواسيب الالكترونية و شبكات المعلومات المالية و مراكز المعلومات، و بالتالي اصبحت المعلومات متوفرة على مدى 24 ساعة.

• خدمة البريد الالكتروني:

و يمكن استخدام هذا النظام في المجالات التالية:

- ✓ تصدير الرسائل إلى المستخدمين
- ✓ تصدير الرسائل إلى المشتركين في الانظمة الاخرى
- ✓ استخدام ملفات المشتركين في حفظ و تلقي الرسائل.
- ✓ تلقي و حفظ الرسائل في ملف مشترك. (58) (عمر عبدة سامية ، 2004).

3-4- زيادة ترابط الأسواق المالية :

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

لقد حققت العولمة المالية منافع كبيرة للاقتصاديات الوطنية و للمستثمرين و المدخرين، و لكنها غيرت ايضا هيكل الأسواق و خلفت مخاطر و تحديات للمشاركين في الأسواق و لصانعي السياسات. و في الوقت نفسه ادت التغييرات الهيكلية لأسواق المال إلى رفع كفاءة هذه الأسواق و ذلك بتخفيض تكاليف الوساطة المالية و زيادة القدرة على التغطية الآجلة من المخاطر المالية المرتبطة بالعملات و سعر الفائدة و تقلبات اسعار الأسواق المالية الوطنية اكثر اندماجا في نظام مالي عالمي واحد تخدم فيه المراكز المالية الكبرى جميع المقترضين و المستثمرين في انحاء العالم، حيث يستطيع المقترضين في مختلف مراحل التنمية الاقتصادية و المالية الحصول على رؤوس الاموال من السواق الدولية.

و يشير ترابط و تكامل الأسواق المالية إلى الوضعية التي تتضمن عدم الاختلاف او التميز بين الاعوان الاقتصادية فيما يخص حصولهم على رؤوس الاموال الضرورية لتمويل استثماراتهم ، و يسمح ترابط الأسواق المالية بإلغاء جميع الحواجز امام الاستغلال الامثل للمؤسسات الشبكية و اقتصاديات الوفرة لصالح المتعاملين في السوق الواسعة بالإضافة إلى انشاء قواعد ، اجراءات و معايير مشتركة لكل المتدخلين و مقرضي الخدمات المالية.

فنتيجة لترابط و اندماج الأسواق المالية يستطيع المستثمرين في بلد ما شراء و بيع الاوراق المالية المصدرة في بلد اخر دون أي عوائق او قيود كما يسمح الترابط بإصدار و تداول الاوراق المالية المتشابهة بسعر موحد عبر تلك الأسواق بعد تعديل سعر الصرف.

في الواقع ان الهدف من التكامل هو ربط الأسواق المالية العالمية الكترونيا مما يسمح لأعضائها بتنفيذ الاوامر في السوق التي تقدم عروض افضل لعملائها. كما انه يزيد من عمق و سيولة الأسواق و يشجع على منافسة اكثر فاعلية فيما بين الأسواق العالمية. (59)، (عمر عبدة سامية، 2004).

و فيما يلي اهم دوافع الربط بين البورصات العالمية:

**\*الاتجاه نحو تحرير اسواق البورصات:** شهدت الأسواق المالية الدولية تطورا هائلا، بحيث زادت مصادر التمويل الدولية و اسواق الاقتراض المحلية و العربية و الدولية، كما زادت ايضا دور البنوك و صناديق التنمية في تشغيل منظومة الاستثمار و التجارة، كما أدت مناطق الافشور إلى انشاء مراكز مالية كبيرة مع التوسع في الاوراق المالية و التجارية بالعملات المختلفة. و ادت زيادة المنتجات المالية الجديدة إلى توسيع جانب العرض و من ثم جذب الطلب على تلك المنتجات المالية الجديدة و الاستمرار في تطويرها و كان هذا اساسا لبناء البورصات و اسواق المال الدولية.

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

و أدت الدعوة إلى التكامل و انشاء التكتلات الاقتصادية إلى تطبيق اليات جديدة في تحرير اسواق المال عن طريق الغاء الحواجز و القيود في التعامل في المال، و يتضح ذلك في العلاقات بين اسواق المال و البورصات في دول الاتحاد الاوروبي و بين بورصات امريكا و كندا و اليابان.

**\*التدفقات المالية و الدولية الحرة و المقيدة:** يتم تنظيم تداول الاجانب للأوراق المالية و تحديد نسب الودائع و الرقابة على الاصدارات الجديدة من السندات الحكومية. كما يتم تحديد الضرائب على الارباح الموزعة على الاسهم و فوائد السندات. و تتجه بعض الدول إلى فرض ضريبة على المواطنين الذين يشترون الاوراق المالية الاجنبية و يفرض البنك المركزي قيودا على عمليات السوق المفتوحة و العملات الاجنبية و الاحتياطات، و لكن تتجه الدول نحو تحرير التدفقات المالية الدولية عن طريق تشجيع الطلب على الاستثمارات الدولية و تنويع محفظة الاستثمارات.

**\*اثر اتفاقية الجات على تحرير تجارة الاوراق المالية:** تنص قرارات الاوروغواي في اتفاقية الغات 1993 على تحرير الخدمات المالية و المصرفية و تجارة الاوراق المالية بالبورصات و الغاء القيود و العوائق امام التجارة الدولية من اجل زيادة حجم التداول في البورصات مع الاتجاه نحو تشابكها مع بقية البورصات. (60) ( فريد النجار، 1999).

#### 4-4 نماذج التكامل بين الأسواق المالية:

يتم التكامل بين البورصات من خلال تطبيق نموذج من النماذج التالية:

- الاتحادات المالية حيث يتمتع الاعضاء بمزايا مشتركة.
- البورصة الموحدة حيث يتم تداول الاوراق المالية للدول الاعضاء و الشركات المسجلة.
- تكامل البورصات عن طريق السياسات و الاجراءات و العملات و شركات الوساطة المالية و السماسرة.
- وتحقق نماذج التكامل بين البورصات ضمنا لتدفق رؤوس الاموال و توفير الاتصالات بين المقترضين و المقرضين. و يتم تكامل البورصات الاقليمية في منظمة ما مثل ربط البورصات في دول الخليج العربية و ربط البورصات في دول المغرب العربي. كما يمكن توفير التكامل بين البورصات المحلية مثل بورصتي القاهرة و الاسكندرية.

و يعوق تطبيق نماذج الربط بين البورصات ما يلي:

- فقدان توافق السياسات النقدية، حيث يؤدي انتقال الاموال للخارج إلى ارتفاع اسعار الفائدة، و يؤدي انخفاض العرض إلى جذب رؤوس الاموال الاجنبية.
- اتجاه رأس المال للأسواق الاقوى مع حرمان بقية الأسواق من الاستثمارات. (61) ( فريد النجار ،1999).

## ||- نمو عولمة الاسواق المالية:

تعتبر العولمة المالية من اكثر القضايا التي اختلف عليها المتخصصون فقد تعددت التعاريف و التسميات بشأنها و اختلفت الآراء في مراحل و اسباب ظهورها.

### 1- ماهية عولمة أسواق المال:

لقد ادت العولمة المالية إلى زيادة التشابك المتبادل بين دول العالم بشكل شديد و هذا من خلال تزايد حجم الأسواق المالية و ترابطها و ادواتها المالية المختلفة.

### 1-1- تعريف عولمة أسواق المال:

العولمة هي وجهة اقتصادية جديدة بصفة عامة ، و التي ظهرت مع نهاية هذا القرن و كل المعطيات او التوجهات تغيرت سواء بالنسبة لطرق المعاملة في الاسواق التي تحت على دور جديد في حالات الشراكة ، المستهلكين ، الزبائن ، المورد .(62)، (Mohamed Yacine . 2001).

العولمة المالية بمصطلح الاستثمار المالي ، و هي ظاهرة مرتبطة بالنمو و التطور الرأسمالي و التراكم المضطرد في راس المال. (63) (رميدي عبد الوهاب وسماي علي ، 2006).

و حسب الاقتصادي Alonso G فيرى بانها الزيادة في التجارة الدولية و الروابط المالية التي دعمها التحرير الاقتصادي و التغيرات التكنولوجية. (64) (صالح مفتاح ، 2002).

كما ان البعض يعرفها بانها تجليات لظاهرة اقتصادية تتمثل في تحرير الاسواق ، الخصخصة ، و انسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي و من بعض وظائفها مثل الرعاية الاجتماعية ، و تغير نمط

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

التكنولوجيا ، و توزيع الانتاج عبر القارات من خلال الاستثمار الاجنبي المباشر و التكامل بين الاسواق الرأسمالية . (65) (شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي ، 2008).

و تعتبر العولمة المالية الناتج الاساسي لعمليات التحرير المالي و التحول الى ما يسمى بالاندماج المالي مما ادى الى تكامل و ارتباط الاسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال الغاء القيود على حركة رؤوس الاموال و من ثم اخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في الاسواق العالمية ، بحيث اصبحت اسواق راس المال أكثر ارتباطا و تكاملا . (66) (صالح مفتاح ، 2002).

ويمكن الاستدلال عن العولمة المالية بمؤشرين هما:

**المؤشر الاول :** و الخاص بتطور حجم المعاملات عبر الحدود في الاسهم و السندات في الدول الصناعية المتقدمة.

**المؤشر الثاني :** تطور تداول النقد الاجنبي على الصعيد العالمي . (67) (عبد الحميد عبد المطلب ، 2000).

و تتمثل العولمة المالية في مجموعة المعاملات التالية:

\*المعاملات المتعلقة بالاستثمار في اوراق الاسواق العالمية كالأسهم و السندات.

\*المعاملات المتعلقة بالائتمان التجاري و المالي و الضمانات ... الخ

\*المعاملات المتعلقة بالبنوك كالودائع و الاقراض و الودائع الاجنبية.

\*المعاملات المتعلقة بحركات رؤوس الاموال الشخصية كالقروض و المنح.

\*المعاملات المتعلقة بالاستثمار الاجنبي و تحويلات الارباح . (68) ( رميدي عبد الوهاب و سماي علي ، 2006).

اما عولمة اسواق المال فهي تعني تكاملها في جميع انحاء العالم لتكون اسواق مالية دولية، و قد ساهمت عملية عولمة اسواق المال في زيادة حركة الاموال و عدم التقيد بالأسواق المحلية . كما انها وسعت من قاعدة الخيارات امام المستثمرين و عدم حصرها في ظل حدود الأسواق المحلية، لانها اهم ما يميز الاصول المالية في الأسواق الدولية، هو ان عملية اصدارها تكون متزامنة في عرضها لعموم المستثمرين وفي مختلف البلدان، و عادة تكون عملية العرض خارج السلطات القانونية للدولة الواحدة، و عليه فان الأسواق الدولية غالبا ما يطلق عليها اسم . offshore و هناك عوامل ساعدت على تكامل هذه الأسواق يمكن ايجازها في:

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

- تحرير الأسواق و أنشطة المشاركين في السوق من القيود و الحواجز المحلية و العالمية، اذ ان حدة المنافسة ألزمت الحكومات لتخفيض القيود المالية على اسواقها و المستثمرين لتمكينها من المنافسة بفاعلية عبر العالم.
- التقدم و التطور التكنولوجي زاد من تكامل الأسواق و كفاءتها، و تبلور ذلك من خلال تكنولوجيا الاتصالات و المعلومات التي ساهمت في ربط عموم المشاركين في السوق بشبكة اتصالات تمكنهم من تنفيذ الصفقات في لحظات. هذا بجانب السرعة بنقل المعلومات، الامر الذي ساعد على متابعة و مراقبة اسعار الاصول المالية عن بعد.
- زيادة مؤسسية الأسواق المالية ، و تعني المؤسسية هنا بتحول عمليات الاستثمار من الفردية إلى المؤسسات المالية (المستثمر المؤسسي) منها على سبيل المثال لا حصر، صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك التجارية، جمعيات الاقراض و الادخار. و يعود سبب زيادة المؤسسية في الأسواق المالية رغبة هذه المؤسسات من تحويل المخاطر و تجميعها. هذا بجانب الادارة الكفؤة للعائد و المخاطرة للمحافظ الاستثمارية و تنويع اصولها محليا و عالميا. (69) ( أرشد فؤاد التميمي، 2010 ).

## 2-1- تطور عولمة أسواق المال:

انطلقت العولمة المالية خفية في السبعينات مع تقويم اسعار المعاملات فاكتشف عالم المال عندها ان لا رقابة للدول على الحسابات المصرفية في الخارج المودعة لعملتها ، خاصة بعدما اعلن الرئيس الامريكي الاسبق "نكسون" عام 1971 عند التزام الولايات المتحدة الامريكية بقبول تحويل الدولار الى ذهب ، انهيار نظام " برتين وودز" و هكذا فقد كان تحرير النقد من سيطرة الدولة قد بدا مع الغاء اسعار السوق الثانية لعملات الدول الصناعية الكبرى سنة 1973. (70) ( رميدي عبد الوهاب وسماي علي ، 2006 ).

وبدا تطبيق اسعار الصرف المرنة ، فدخل العالم في حالة من عدم الاستقرار النقدي بسبب التقلبات في اسعار العملات اثناء اجراء السنويات الدولية و بذلك دخلت سوق الصرف دوامة العولمة دون ان تتجاهل اندماج البترودولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع اسعار البترول و تجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول و التي فاقت احتياجاتها من التمويل ، و انتشار البنوك الامريكية التي منحت العديد من القروض الدولية و ظهور القروض البنكية المشتركة ، بداية المديونية الخارجية لدول

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

العالم الثالث و ظهور اسواق للأدوات المالية المشتقة كالمستقبلات و الاختيارات على العملات و اسعار الفائدة ، و ارتفاع العجز في ميزان المدفوعات و الميزانيات العمومية للدول المتقدمة لاسيما الولايات المتحدة الامريكية (71)، .(suzanne de brunoff et d`autres, 1996).

و حينها انتهجت حكومات و برلمانات الدول الصناعية سياسة دؤوبة و قوانين عديدة من اجل الوصول الى الحرية الكاملة لأسواق النقد و المال ، ثم انفجرت العولمة و التحرر من القيود بفضل الثورة التقنية للاتصالات ، فأصبحت رؤوس الاموال وسيلة للمضاربة من اجل مضاعفة الارباح في اوقات قياسية و صارت المضاربة المالية نشاطا اساسيا لراس المال و طغى الاقتصاد المالي على الاقتصاد الحقيقي . (72) (رميدي عبد الوهاب وسماي علي ، 2006).

و لقد كانت الانطلاقة في عمليات تحرير اسواق الاسهم من بورصة لندن عام 1986 و تبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك ، مما سمح بربط اسواقها ببعضها البعض و عولمتها و كذلك بالنسبة لأسواق السندات ايضا، و ثم ضم العديد من الاسواق الناشئة ابتداء من التسعينات و ربطها بالأسواق المالية العالمية مما شكل الحدث الهام و الاخير في مشوار العولمة المالية. (73) (بن يوب فاطمة ، 2004).

و لقد شهدت فترة التسعينات ايضا تراجع القيود على انتقال رؤوس الاموال و تعرض العالم حينها الى مجموعة من الازمات المالية التي تجاوزت اوضاع الاقتصاد العيني الوطني ، بدءا من الازمة الاوروبية سنة 1992 ثم ازمة المكسيك سنة 1994 و اخيرا الازمة الآسيوية 1997 . وهي جميعها تدور حول حركات الاموال التي تحررت ، و هكذا أدت الثورة المالية الى تجاوز الحدود السياسية للدول و قيدت من قدرة السياسة الاقتصادية الوطنية في مواجهة هذه الثروات الهائلة. (74) (رميدي عبد الوهاب و سمالي علي ، 2006).

### 1-3- مرتكزاتها:

هناك عدة مرتكزات ساهمت في انتشار و توسع العولمة المالية.

#### أولاً: صندوق النقد الدولي

خضع صندوق النقد الدولي الى تعديلين احدهما في 1969 سمح بخلق سيولة دولية اضافية عن طريق ما يعرف بحقوق السحب الخاصة و هي نقود صادرة من صندوق النقد الدولي تقرض الى الدول



عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

النامية (او المقترضة) في سبيل تعديل ميزان مدفوعاتها ، و هي غير قابلة للتداول بين الافراد مثل العملة الورقية ، و التعديل الآخر في 1978 و تم فيه احلال نظام الصرف غير الثابت بنظام الذهب ، و يستخدم صندوق النقد خمسة عملات رئيسية في اطار موارده المالية و هي المارك الالمانى، الفرنك السويسري ، الين الياباني ، الدولار الامريكى ، الاسترليني البريطانى و تسمى هذه العملات سلة العملات ، ويخضع استخدام الموارد المالية لصندوق النقد الدولي لأسس و شروط حددها ميثاق و قرار اللجنة التنفيذية في 1979 فالصندوق يشجع الدول الاعضاء على استخدام موارد الصندوق المالية و التقنية لا سيما حقوق السحب الخاصة في حال معاناتها من مصاعب اقتصادية ذات تأثير سلبي على ميزان مدفوعاتها ، و لكن استخدام بعض الموارد المالية للصندوق و التي ضمنها حقوق السحب الخاصة مقيد بشروط تمثل وجهة نظر النظام الرأسمالي في التعامل مع اختلال نظام ميزان المدفوعات و هي وجهة نظر ترفضها بقوة معظم الدول النامية ، و لكنها تجد نفسها مضطرة لأخذها نظرا لعدم توافر مصادر تمويل بديلة.

و من الشروط التي يفرضها صندوق النقد الدولي مع الدول التي تستخدم موارده المالية:

- تحديد الاسعار بناءا على قوة العرض و الطلب و بالتالي عدم فرض أي اسعار من قبل الدولة على نظام الاسعار السائد.
- رفع معدل اسعار الفائدة.
- خفض معدل الضرائب لتشجيع الاستثمار المحلي و الاجنبي.
- رفع اسعار النفط المستهلك محليا ، و رفع الدعم عن السلع الاساسية.
- خفض نفقات الدولة لا سيما النفقات العسكرية. (75) (فلاح كاظم المحنة، 2002).
- و يعتمد منهج الصندوق في اعداد البرامج و صياغتها على عدة عناصر في مقدمتها الاطار المحاسبي للبرنامج. النموذج المستخدم في التصميم . كما يندرج في اطار هذه العناصر مدى ملائمة ادوات السياسة الاقتصادية المتبعة لتحقيق معدلات الأداء المعلنة في البرنامج و طبيعة العلاقات التي يحتويها.

- علاوة على ظاهرة الابطاءات في تأثير ادوات السياسة المستخدمة و نعرض بإيجاز لبعض هذه العناصر:

- منهج الاستيعاب و اطار التحليل الاقتصادي الكلي في البرامج التي يدعمها صندوق النقد الدولي و يقصد بالاستيعاب مجموع انفاق المقيمين في الدولة على السلع و الخدمات المحلية و الاجنبية و هو ما يتضمن مجموع الاستهلاك الخاص و الاستثمار المحلي و الانفاق الحكومي.

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

و تنقسم السياسات التي تؤثر على الاستيعاب الى مجموعتين اساسيتين الاولى سياسة خفض الانفاق و تتجه الثانية الى سياسة تحويل الانفاق.

• الاطار المحاسبي للبرنامج حيث يعتمد خبراء الصندوق على نظام الحسابات القومية التي تغطي كل من الدخل و الانفاق و التدفقات و الارصدة المالية في الاقتصاد القومي، و توفر هذه الحسابات المعلومات اللازمة لتحديد اتجاه المتغيرات الاقتصادية المستهدفة و سلوكها لتشخيص المشكلة التي تواجه الاقتصاد محل الدراسة.

• مشكلة الفجوات الزمنية حيث تعد قضية تحديد البعد الزمني الذي تستغرقه التغيرات قضية بالغة التعقيد و الاهمية عند تصميم برامج المواءمة الاقتصادية ، اذ ان النماذج المستخدمة في تلك البرامج عادة ما تفترض حدوث استجابات لحظية في تأثير التغيرات في ادوات السياسات في المتغيرات الاقتصادية المستهدفة، و هي بذلك تتجاهل اثر و جود الفجوات الزمنية او فترات الابطاء التي تستغرقها تلك السياسات لإحداث أثارها المطلوبة في معدلات الأداء الاقتصادي الداخلي و الخارجي. (76) (سمير ابراهيم أيوب ، 2000).

### ثانيا : البنك الدولي للإنشاء و التعمير

لقد تركزت جهود البنك الدولي في البداية على اعادة بناء الاقتصاديات الاوروبية المهتمة ثم سرعان ما تحول في نهاية الخمسينات الى التنمية في بلدان العالم الثالث.

ولقد اعتمد البنك بشكل اساسي في عملية التمويل على راس المال القابل للاستدعاء، معنى ذلك ان مساهمة الدول الاعضاء في رأس المال العائد للبنك تمثلت في التزامها بسداد هذه المساهمة عند طلب ، فحوالي 90 % من مساهمات الدول الاعضاء في البنك كطرف ضامن للالتزامات البنك يتولى التسديد عند عجز البنك عن القيام بذلك.

ولقد قام النشاط الرئيسي للبنك على الاقراض ، و جاءت موارده المستعملة في الاقتراض من قدرته على الاستدانة من اسواق راس المال الدولية مستفيدا من ميزته الائتمانية المالية المستمدة من ضمان الدول الاعضاء للالتزامات البنك بما تمثل لتلك الدول من قوى اقتصادية مهمة. (77) (خليل السحرمانى ، 2003).

و للبنك مهمتان هما مهمة التعمير ومهمة الانشاء، و قد ذهبت 43 % من قروض البنك في اثناء العقد الاول من تاريخ انشاءه كما قلنا الى الدول الصناعية في اوروبا و بصفة اولية باعتبارها قروض للتعمير و الى دول مثل استراليا و جنوب افريقيا ، كما كان كثير من هذه القروض قروض لبرامج ، و لكن

عندما كان الامر معنيا باقتراض الدول النامية كان اكثر من ثلاثة ارباع هذه القروض في اثناء العقدين الاولين من تاريخ انشاء البنك مخصص لمشروعات البنية التحتية. (78) (جاك ج بولاك، 2000).

### ثالثا : منظمة التجارة العالمية

ان انشاء منظمة التجارة لتكمل بذلك احكام العولمة على الجوانب الاساسية لعمل الاقتصاد، حيث صندوق النقد الدولي الذي يسهم في عولمة النقد، و البنك الدولي الذي يسهم في عولمة المال، و منظمة التجارة العالمية التي تسهم في عولمة التجارة، حيث تعتبر المنظمة الاطار المؤسسي الذي يختص بالتجارة و عولمتها و بتحريرها في اطار العولمة الاقتصادية التي تقوم بالتحرير الاقتصادي بشكل يتحقق من خلاله تكامل اسهامها مع اسهام صندوق النقد الدولي و البنك.

ان منظمة التجارة العالمية تحقق ايجابيات هامة و اساسية في عولمة التجارة (بتحريرها ) من خلال عمل منظمة التجارة العالمية وفقا للاتفاقيات التي ارتبطت بانشائها و بعملها و سياستها ، و من هذه الإيجابيات ذات الطبيعة العامة، و التي تتحقق لكافة الدول و بالذات المتقدمة، و التي تتمثل بالإسهام في تحقيق تخصص و تقسيم عمل اوسع نتيجة اتساع السوق بسبب العولمة التجارية، و توفر راس المال اكبر بسبب العولمة المالية، و ارتباطها بعولمة الاستثمار و الانتاج، و هو الامر الذي يوفر امكانية اكبر بزيادة الانتاج و تحقق انتاجية اكبر بما يحقق الكفاءة في تخصيص الموارد و ضمان درجة اكبر من استخدام الموارد اضافة الى تحقق الكفاءة في استخدامها كنتيجة لذلك.

و قد حددت اتفاقية انشاء منظمة التجارة العالمية مهامها ووظائفها الاساسية و هي:

- الاشراف على تنفيذ اتفاقيات المنظمة للعلاقات التجارية بين الدول الاعضاء في المنظمة.
- تنظيم اجراء المفاوضات التي تتم بين الدول الاعضاء لاحقا بخصوص الجوانب التي تم تعليقها نتيجة عدم الاتفاق عليها، و كذلك بخصوص بعض الجوانب الاخرى المتفق عليها التي تضمنتها الاتفاقية ، اضافة الى ما يتم اجراءه من مفاوضات تهدف الى زيادة تحرير التجارة العالمية عموما.
- حسم المنازعات و الخلافات التي تقوم بين الدول الاعضاء في المنظمة بصدد تنفيذ الاتفاقية التجارية و على اساس ما تم التوصل اليه من تفاهم في جولة اورغواي بخصوص ذلك.
- القيام بمهمة مراقبة و متابعة ما تتخذه الدول الاعضاء من سياسات تجارية، و التي ينبغي ان تتم حسب الآلية التي تتضمنها الاتفاقية و بالشكل الذي يتم من خلال تحقق انساق هذه السياسات مع القواعد و الضوابط و الالتزامات الواردة فيها.

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

- التعاون مع كل من صندوق النقد الدولي و البنك الدولي والمؤسسات التابعة لها، من اجل ضمان الانسجام وعدم التعارض في عملية صنع السياسات الاقتصادية على النطاق العالمي. (79) (فليح حسن خلف، 2010).

رابعاً: الشركات متعددة الجنسيات

كانت الشركات المتعددة الجنسيات وراء تفعيل العولمة والمساهمة فيها او تشجيعها، اذ تزامن هذا التزايد في الشركات بالتوازي مع هذه الحركة العالمية و التي عادت عليها بالأرباح و منافع هائلة.

و يقصد بالشركات متعددة الجنسيات الشركات المسجلة في العديد من الدول و تحمل جنسية هذه الدول ، و هي شركات خاصة ذات امكانيات مالية كبيرة ، تعامل كالشركات الوطنية في الدول المسجلة فيها، و يطلق عليها الشركات متعددة الجنسية، و تقدم هذه الشركات اداة للتسيير و مهارات جيدة في مجال التحكم التكنولوجي، و ايجاد منافذ للتغلغل في الاسواق العالمية، و لكن يمكن ان تعتمد بالمقابل على الاسواق المحلية، لذا فهي تستفيد من وفرة اليد العاملة الرخيصة في سوق العمل. و تعد الشركات متعددة الجنسية من اقوى الوسائل التي تستخدمها الرأسمالية في جر الاقتصاد العالمي باتجاه العولمة للأسباب التالية:

✓ الانتشار الواسع و السريع للشركات متعددة الجنسية حيث وصل عددها الى حوالي 40 الف شركة، يمتد نشاطها في كافة القطاعات و قد بلغت ايراداته اكبر من 500 شركة متعددة الجنسية في 1996 نحو 11000 مليار دولار و هذا بشكل 44 % من الناتج المحلي العالمي الذي وصل نحو 23000 مليار دولار.

✓ تواكب العولمة احيانا كثيرة تزايد دخول مالكي وسائل الانتاج و ارتفاع قيمة اسهم الشركات متعددة الجنسية، وكذا تزايد عدد المصرفيين من الخدمة من هذه الشركات. (80) (سهيل حسين الفتلاوي، 2009).

✓ و لقد اصبحت الشركات متعددة الجنسية تتحكم بالاقتصاد العالمي، و تتحكم بالإنتاج و تبادله و توزيعه و تسعيره و تيسير الحصول عليه، او منع و صوله ، كذلك تتحكم باستقرار مراكز صناعته في هذا المجال الجغرافي او ذلك . و تتحكم بانتقال رؤوس الاموال و بخلق الازمات او حلها اذن فهي تتحكم في عصب السياسة الاقتصادية. (81) ( مصطفى العبد الله الكفري، 2008 ).

ان نمو هذه الشركات و لا مركزية تواجدها و نشاطاتها، مكنها من تجاوز اية سيطرة او قيود او موانع حمائية ضدها من قبل اية دولة، ليتمكنها ان تغادر او تنقل مواردها المالية اعتمادا على العمليات الإلكترونية اذا شعرت بالتهديد او احست بانها ستخسر ، و ان مرونة هذه المؤسسات في ظل عولمة السوق و قدرتها على التصنيع و التسويق و التمركز و اعادته في مختلف انحاء العالم هو ما يحد من

قدرة الدول على وضع سياسات وطنية فعالة و محددة الاتجاه، و بالتالي فان الانظمة الوحيدة التي تستطيع حكم نشاطات هذه الشركات هي الانظمة و المعايير الدولية الموضوعة لتنظيم تلك النشاطات. (82) (باسل رؤوف الخطيب، 2005).

وتتمثل خصائص الشركات متعددة الجنسيات في:

- **الحجم الكبير** : حيث وصلت الشركات الى احجام خيالية.
- **تنوع المنتجات** : ان الشركات متعددة الجنسية تخرج من دائرة التخصص في الانتاج، بما ينطوي عليه من الارتباط بسوق و قيود سلعة معينة.
- **التنوع في النشاط** : فلقد تجاوزت الشركات الخط التقليدي للتركز الرأسمالي الذي كان يدور حول التكامل بنوعيه الراسي و الافقي، و الذي محوره سلعة رئيسية محددة.
- **التشتت الجغرافي** : ازداد توجهها نحو توزيع قطاعات وحدات الانتاج على عدد كبير من الدول دون ان تفقد هذه الشركات تبعية وحداتها و فروعها للمركز الرئيسي.
- **تركيز الادارة العليا** : اصبحت الشركات تمارس سيطرة مركزية كاملة من البلد الاصلي على فروعها الاجنبية المنتشرة في انحاء العالم.
- **التفرق التكنولوجي** : لقد عمل الحجم الاقتصادي الضخم للشركات، و الانتاجات الهائلة التي حققتها على توفير الموارد المالية و الخبرة اللازمة للبحوث العلمية و التكنولوجية. (83) (محمد عبد العزيز عبد الله عبد ، 2005).

## 2- العوامل المساعدة على تطور عولمة اسواق المال:

تضافرت عوامل عديدة في توفير المناخ الملائم لتغذية زخم العولمة المالية و تسارعها ، والتي بدأت في التبلور منذ ما يزيد عن ربع قرن من الزمان، و كان من بين اهم هذه العوامل ما يلي:

### 1-2 - تنامي الرأسمالية المالية:

لقد كان للنمو المطرد الذي حققه راس المال المستثمر في الاصول المالية و المتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية و غير المصرفية، من خلال تنوع انشطته و زيادة درجة تركزه ، دورا اساسيا في اعطاء قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية. فأصبحت معدلات الربح التي يحققها راس

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

المال المستثمر في اصول مالية تزيد بعدة اضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الانتاج الحقيقي ، و صارت الرأسمالية تعيش على توظيف راس المال لا على استثماره.

و قد ارتبط هذا النمو المطرد للرأسمالية المالية ايضا بظهور "الاقتصاد الرمزي" و هو اقتصاد تحركه رموز و مؤشرات الثروة العينية (أي الاسهم و السندات و غيرها من الاوراق المالية) ، التي تنتقل بين ايدي المستثمرين داخل الحدود الوطنية و عبر الحدود دون قيود او عائق. (84) (شذا جمال الخطيب وصعفق الركبي، 2008).

بحيث تم ازالة القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري للدول الاوروبية سنة 1958 ، و بالنسبة للولايات المتحدة الامريكية قامت باتخاذ الخطوات المتعلقة بإلغاء القيود على حركة رؤوس الاموال سنة 1959 ، ثم تبعت الدول الاخرى هذا النظام و هكذا تضاعف عدد الدول التي عمدت الى الغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الاموال ، و هذا العامل ادى الى اندماج الاسواق المالية. (85) (صالح مفتاح ، 2002).

## 2-2- عجز الاسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية:

حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الاموال الدولية ناجمة عن احجام ضخمة من المدخرات و الفوائض المالية التي ضاقت اسواقها الوطنية عن استيعابها، فاتجهت الى الخارج بحثا عن فرص استثمار افضل و معدلات عائد اعلى.

و على الرغم من ان ظاهرة الاستثمار خارج الحدود الوطنية هي ظاهرة قديمة قدم النظام الرأسمالي ، و ان الاستثمار المالي في الاسواق الخارجية قد بدا منذ المراحل الاولى لتطور النظام الرأسمالي ، فان الجديد هو تعاضد حجم هذه استثمارات بمعدلات خيالية ، و تنوع الادوات المتجسدة فيها ، و ارتباط الاسواق المالية في مختلف دول العالم و الاستقلالية النسبية التي تتحرك بها الاموال بعيدا عن حركة التجارة الدولية. (86) (شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي ، 2008).

## 2-3- التطور الصناعي في بعض الدول النامية و اندماجها في السوق المالي:

يعتبر النمو الذي حققته بعض الدول النامية في الفترة الاخيرة احد اهم اسباب العولمة نظرا لزيادة نصيبها من الناتج المحلي الاجمالي ، بحيث ارتفع نصيب دول شرق آسيا في الفترة (1965-

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

(1988) من الناتج المحلي الاجمالي للعالم من 5% ال 20 % ، ومن الناتج الصناعي العالمي من 10% الى 23%، و زاد نصيب القطاع الصناعي من الناتج المحلي الاجمالي في الدول النامية منخفضة الدخل 27% سنة 1965 الى 34% عام 1988.

ويعود تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي الى برامج الاصلاحات الاقتصادية التي قامت بها هذه الدول و ما تحتويه من توجهات لتدعيم الصادرات ، بالإضافة الى زيادة الاستثمارات الاجنبية المباشرة في بعض الدول النامية ، ادى الى زيادة نصيب الدول النامية من التجارة العالمية من 23% سنة 1985 الى 29% سنة 1995 ، كما ارتفعت التجارة بين الدول النامية من 31% من اجمالي تجارة الدول النامية عام 1985 الى 37% عام 1995 ، كما زاد نصيب المنتجات الصناعية من اجمالي صادرات الدول النامية من 47% سنة 1985 الى 89% سنة 1995.

كما اتجهت الدول النامية نحو تحرير القطاع المصرفي و عمدت كثير من هذه الدول الى توسيع مدى تحرك اسعار الفائدة و خفضت من نسب الاحتياطي القانوني ، و عملت على خصصة البنوك و شركات التأمين . و الغاء الحواجز التي تفصل بين السوق المحلي و الدولي للأوراق المالية، مما ادى الى ادماج السوق المالية المحلية في الاسواق المالية العالمية، و تسارع حركية العولمة. (87) (صالح مفتاح، 2006).

#### 4-2- تطور أسواق عملات الاورو و أسواق السندات الدوليتين:

ان مصطلح سوق عملات الاورو يشير الى سوق العملات المقومة بعملات دول معينة ، و لكنها تودع خارج حدودها الوطنية و تستمع هذه الاسواق ، و خاصة سوق الاورو دولار (Euro – Dollar) بالحرية و عدم خضوعها للقيود التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية.

اما اسواق السندات الدولية فهي الاخرى تحتل مركزا بارزا في مجال الاستثمارات المالية الدولية و تمثل احد اهم التوظيفات الاستثمارية طويلة الاجل منذ مطلع الستينات من القرن العشرين. (88) (صالح مفتاح ، 2002).

#### 5-2- ظهور الابتكارات المالية و تطور وسائل الوقاية من المخاطر:

ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الادوات المالية الجديدة، التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين ، فإلى جانب الادوات التقليدية المتداولة في الاسواق المالية (الاسهم و السندات) اصبح هناك العديد من الادوات الاستثمارية منها المشتقات (Derivatives) و التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية و تشمل المبادلات (Swaps) و المستقبليات (Futures) و السقف و القاعدة

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

(Collaes) و الخيارات .... ( Options ) الخ. وكل هذه الادوات تتطور من فترة الى اخرى بحيث تتيح للمستثمرين مساحة واسعة من الاختيارات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ، كما تلعب دورا بالغا في تحقيق التقارب بين مختلف الاسواق المالية.(89) (شذا جمال الخطيب و صغفق الركيبي ،2008).

و تعد من الادوات الاستثمارية التي تمنح مستخدميه حق بيع و شراء الاسهم و العملات الاجنبية بسعر متفق عليه و تعطي حق اجراء تسويات نقدية عندما تحدث تغيرات في اسعار الفائدة او الاسهم او اسعار صرف العملات الرئيسية و ذلك للوقاية من هذه المخاطر.

و قد قام بنك المدفوعات الدولية (B.R.I) بإحصائيات لسوق المشتقات المالية في 26 دولة فقدرت بحوالي 47.5 ترليون دولار امريكي سنة 1995 منها 56% في شكل عقود مشتقات مالية مرتبطة بأسعار الفائدة ، بينما 42% كانت في شكل عقود مشتقات مالية مرتبطة بأسعار صرف العملات.(90) (صالح مفتاح ، 2002).

## 6-2- زيادة اهمية تدفق رؤوس الاموال و الاستثمار الاجنبي:

يوضح تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لسنة 1997 الصادر عن صندوق النقد الدولي مؤشرات زيادة اهمية تدفقات راس المال الخاص و الاستثمار الاجنبي المباشر ، فمنذ منتصف الثمانينات بدأت تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر الى العالم في الزيادة.

اما بالنسبة للدول النامية فقد بلغ صافي تدفق راس المال الخاص حوالي 150 مليار دولار سنويا في الفترة (1993-1996) و تمثل الزيادة بحوالي 6 اضعاف المتوسط السنوي للتدفقات في الفترة (1989-1983) و زادت تدفقات راس المال الخاص من 0.5% من اجمالي الناتج المحلي للدول النامية في الفترة (1983-1989) الى 2% - 4% من اجمالي الناتج المحلي سنويا خلال الفترة (1994-1996) و قد كان الاستثمار الاجنبي الجزء الاكبر من هذه الزيادة.(91) (صالح مفتاح ، 2002).

## 7-2 - التقدم التكنولوجي:

لقد ساهم التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات و المعلومات مساهمة فاعلة في دمج و تكامل الاسواق المالية، حيث تم التغلب على الحواجز المكانية و الزمانية بين الاسواق الوطنية المختلفة، و انخفضت تكلفة الاتصالات السلكية و اللاسلكية و عمليات المحاسبة الى درجة كبيرة ، وهو الامر الذي كان له الاثر البالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الاموال من سوق لآخر ، و في زيادة الروابط بين



مختلف الاسواق المالية الى الحد الذي جعل بعض المحللين الماليين يصفونها كما لو انها شبكة مياه في مدينة واحدة.

ورغم ما يوفره هذا التقدم التكنولوجي من ترابط الاسواق ، و القدرة على متابعة حركة الاسعار في عشرات الاسواق المالية لاتخاذ القرارات المناسبة بالبيع و الشراء ، فانه يسهم في توفير المناخ الملائم لخروج و دخول الارباح الرأسمالية الطائلة عبر الحدود الوطنية خلسة و دون ان تتمكن السلطات النقدية و المالية من مراقبتها و معرفة اتجاهاتها او الحد من تأثيراتها. (92) (شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي ، 2008).

## 8-2- إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية:

حدثت تغيرات هائلة في صناعة الخدمات المالية و اعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين ، و على وجه الخصوص العقد التاسع من القرن الماضي ، بحيث عملت كحافز للإسراع من وتيرة العولمة المالية ، و في هذا الصدد نشير الى ما يلي:

✓ توسعت البنوك في نطاق اعمالها المصرفية ، على الصعيد المحلي و الدولي، فأصبحت تقوم بأعمال لم تكن تقوم بها من قبل في ضوء عمليات التحرير المالي و بالتالي تطور بنود ميزانيات البنوك في اكثر من خمسين (50) بنكا في العالم.

✓ دخلت المؤسسات المالية المصرفية مثل شركات التامين، و صناديق المعاشات و صناديق الاستثمار كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التحويلية مما يدل على تراجع دور البنوك في مجال الوساطة.

✓ و في ضوء المنافسة القوية التي بدأت تستشعرها البنوك التجارية من المؤسسات المصرفية في مجال الخدمات التحويلية، قامت بعض البنوك بالاندماج فيما بينها ، و على قائمتها البنوك التجارية الموجودة في كل من الولايات المتحدة الامريكية و اليابان و الدول الاوروبية. (93) (شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي ، 2008).

## 9-2 - التحرير المالي المحلي و الدولي:

لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي و بالتحرير المالي الدولي ، و قد زاد معدل نمو هذه التدفقات و سرعتها خلال العقدين الاخيرين من القرن

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

الماضي، مع السماح للمقيمين و غير المقيمين بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة الى العملة الاجنبية و استخدامها بحرية في اتمام المعاملات الجارية و الرأسمالية. (94) (شذا جمال الخطيب و صغفق الركبي ، 2008).

## 10-2 - الخصخصة:

لعبت خصخصة مؤسسات القطاع العام دورا لا يستهان به في توسيع نطاق العولمة المالية، و خاصة في ضوء تزايد عمليات التحرير المالي المحلي و الدولي ، و في الحقيقة تعددت الكتابات حول الخصخصة، اولا و اخيرا ليست الا التخلص من الملكية العامة ، او بتعبير ادق نزع ملكية الدولة. (95) (سلامية ظريفة ، 2004).

كما يرى خبراء " عولمة السوق" و على راسهم خبراء صندوق النقد الدولي و البنك الدولي للإنشاء و التعمير ، ان المدخل الضروري لدعم و تعزيز الاقتصادات الوطنية و بشكل خاص تلك التي تعاني من اختلالات هيكلية كبيرة، و هو تقليص الاهمية البيئية للقطاع العام ، و تعزيز دور القطاع الخاص. (96) (أحمد منير النجار، 2010).

## III- نتائج عولمة اسواق المال على الصعيد الدولي و آثارها:

### 1- آثار عولمة أسواق المال:

#### 1-1- الآثار الايجابية:

- يساعد تطور اسواق المال في الدول النامية على تعبئة المدخرات عن طريق زيادة مجموعة الاستثمارات المالية المتاحة للمدخرين لتوسيع محافظهم المالية، و تعود هذه المساهمة الى ان تكلفة تعبئة المدخرات تصبح منخفضة بسبب توافر اجهزة الوساطة المالية و خدماتها المتطورة، التي تتيح لأصحاب الادخارات فرص استثمارية كبيرة و توفر مجالا رحبا من الاوعية الادخارية.
- فالسوق الاولى تمثل عرض الاوراق المالية في سواق الاصدار الاولي و الطلب على الاستثمار ، اما السوق الثانوي فهي توفر عنصر سيولة لحاملي الاوراق المالية و بيع الاسهم و السندات التي يمتلكونها و تحويلها الى نفود.

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

- ان العولمة تجعل الاسواق المالية تقوم بدور القائد و الموجه للادخارات الاجنبية، و توفر للدول موارد مالية بالعملة الاجنبية دون الاعتماد الكبير على الاقراضات الخارجية، و هو ما يزيد في حجم الديون و خدمتها.
- توفر العولمة المالية تعبئة عالية للادخارات التي تؤثر في عملية النمو الاقتصادي لان حصر الموارد المالية في قنوات الوساطة المالية و توجيهها الى الاستثمارات من شأنه ان يؤدي دورا كبيرا في التخصص الجيد للموارد و زيادة النمو الاقتصادي ، كما اثبتت الدراسات الحديثة اهمية سوق راس المال كأداة لتمويل المؤسسات بالمساهمات برؤوس الاموال في دول شرقي آسيا و امريكا اللاتينية ، فهي توفر فرصة للمؤسسات و الدول لاستبدال الديون بمساهمات رؤوس الاموال فيتم تعويض التمويل بالقروض بالتمويل بمساهمات في راس مال المؤسسات ، و هو ما يجعلها تبتعد عن مخاطر تقلبات الايرادات او زيادة اسعار الفائدة و الاستفادة من تلك الموارد التي كانت ستوجه لتسديد القرض و خدمة القرض، و هناك دراسات عديدة تشير الى ان التمويل بالأسهم تتجاوز نسبته ثلث الزيادة في الاصول الصافية للمؤسسات الكبيرة في دول التشيلي ، كوريا ، ملبزيا و المكسيك. (97) (صالح مفتاح ، 2002).
- تستطيع الدول النامية من خلال الانفتاح المالي الوصول الى الاسواق الاولية بهدف الحصول على ما تحتاجه من اموال لسد العجز في الموارد المحلية ، أي قصور المدخرات عن تمويل الاستثمارات المحلية ، الامر الذي سيؤدي الى زيادة الاستثمار المحلي و بالتالي معدل النمو ، كما يفسح المجال في تحقيق تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين.
- تحرير و تحديث النظم المصرفية و المالية و خلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص، و كذلك للحد من ظاهرة هروب الاموال الوطنية الى الخارج ، كما تساهم الاستثمارات الاجنبية في تحويل التكنولوجيا الى الدول المستثمر فيها.
- تفسح حركة الاستثمارات الاجنبية المباشرة و استثمارات المحافظ المالية بالابتعاد عن القروض المصرفية التجارية و بالتالي الحد من زيادة حجم الديون الخارجية. (98) (رميدي عبد الوهاب و سماي علي ، 2006).
- تسمح لكلا القطاعين العام و الخاص بتمويل مشاريعهم و الحصول على خدمات مالية افضل بتكلفة اقل بسبب زيادة حدة المنافسة (99)، (Nazar sadeldeen ,2003).

2-1- الآثار السلبية:

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

- تتميز اسواق المال الدولية بعدم الثبات و التذبذب ، الامر الذي يؤدي الى انهيار هذه الاسواق المالية ، نظرا لعدم تناسق المعلومات و البيانات و انتظامها ، و هو ما يلحق اضرارا بالاقتصاد بكامله.
- تتسم التدفقات الرأسمالية للاستثمار في الاوراق المالية بالبحث عن المضاربة في الاجل القصير و بالتالي فان اهتمامها سينصب على تحقيق الارباح و ليس النمو لهذه البلدان.
- ان صادرات الدول النامية تعتمد على المنتج الواحد، و من آثار العولمة المالية هو الاندماج بين سوق الاوراق المالية و سوق الصرف الاجنبي، فان هذا سيلحق آثارا سلبية عليها عند حدوث أي خلل او ازمة داخلية او خارجية، و كما يؤثر تداول المعلومات الخاطئة على الاستقرار الاقتصادي لتلك البلدان.
- ان تطور تكامل اسواق المال للدول النامية مع الاسواق المالية العالمية جعلت ما يحدث من اضرار في أي سوق سيلحق نفس الاضرار و بسرعة في الاسواق المرتبطة بها.
- تصبح السياسات الاقتصادية لدى البلدان اقل استقلالية بحيث يصبح من الصعب ادارة عرض النقود و معدلات الفائدة و سعر صرف العملة الاجنبية المنافسة . (100) (صالح مفتاح، 2002).
- فاذا تمت العولمة المالية بشكل كامل أي يتم فتح الحساب الجاري و حساب راس المال و تزايد درجة الاندماج و تكامل السوق المالي المحلي مع اسواق المال الخارجية العالمية ، فانه من الارجح جدا ان تفقد الدولة سيادتها الوطنية في مجال السياسة النقدية و السياسة المالية.
- ففي ظل حرية انتقال رؤوس الاموال عبر الحدود بحثا عن اعلى عائد، قد تتدفق للبلد كميات ضخمة من الاموال و بشكل مفاجئ، و يدفعها في ذلك انخفاض اسعار الفائدة و تردي النمو في البلدان الصناعية ، وسعيا لاغتنام فرص ارتفاع سعر الفائدة المحلي اذا كان سعر الصرف ثابتا، و في هذه الحالة تفقد السلطة النقدية سيطرتها على الكتلة النقدية ، مما قد يؤدي الى حدوث التضخم و تغيير اسعار الفائدة الحقيقية ، و مع تزايد درجة العولمة المالية تخرج مسالة تحديد سعر الفائدة من سلطة البنك المركزي اذ يفترض انه مع زيادة حرية رؤوس الاموال تصبح اسعار الفائدة المحلية قصيرة الاجل مرتبطة بشكل متزايد مع اسعار الفائدة العالمية قصيرة الاجل، و بتوقعات الحركة قصيرة الاجل لسعر الصرف أي حالة تكافؤ سعر الصرف المغطى و عليه فان محاولات بلد ما لوضع اسعار الفائدة و اسعار الصرف لا تتفق مع حالة تكافؤ سعر الفائدة يمكن ان يؤدي الى تدفقات كبيرة للداخل او للخارج لرؤوس الاموال قصيرة الاجل ، ومن ثم فان قدرة البلد على استخدام السياسة النقدية و سياسة سعر الصرف لتحقيق اهداف منفصلة للاقتصاد الكلي ستصبح مقيدة بزيادة حراك راس المال.
- اما من ناحية تأثير العولمة المالية على السيادة الوطنية في مجال السياسة المالية، فإنها تحد من هذه السياسة مع تدرج تزايد درجة العولمة ، فمع تحرير حساب راس المال يصبح في امكان المستثمرين

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

المحليين من ابناء البلد استثمار اموالهم في أي مكان تبعا لارتفاع معدل العائد المتوقع ، و في الحالات التي يتأثر فيها الاستثمار بالاعتبارات الضريبية تلجا الشركات المتعددة الجنسيات و كبار المستثمرين في البلدان الصناعية الى الخروج من استثماراتهم الى المناطق و الدول التي تنخفض فيها معدلات الضرائب على الدخول والارباح ، وهناك تسابق الآن على تخفيض الضرائب الى ادنى الحدود كوسيلة لجذب الاستثمارات الاجنبية ، الامر الذي ادى ليس فقط الى خفض حصيلة موارد الدولة السيادية من الضرائب ، بل و الى اضعاف فاعلية السياسة المالية في تحقيق اهدافها ، و مع تزايد خروج رؤوس الاموال للاستثمارات في الواحات الضريبية خارج الحدود الوطنية، تزداد معدلات البطالة في البلدان التي يحدث فيها هذا الخروج ، و لمواجهة هذا السلوك تلجأ الحكومات الى خفض الضرائب على دخول الشركات ، و هو ما يؤدي الى زيادة العجز بالموازنة العامة و اجبار الدولة على التخلي عن برامجها الاجتماعية.

- وقوع الاقتصاد القومي في يد المضاربين الماليين العالميين حيث يشير البعض الى انه اذا ما اتفقت كافة البنوك المركزية في العالم فيما بينها على اتخاذ موقف معين لحماية حملة ما في مواجهة هجوم المضاربين، فان اقصى ما يمكن ان تجمعه هذه البنوك المركزية هو 14 مليار دولار يوميا مع 800 مليار دولار يستطيع المضاربون الماليون العالميون ضخها في السوق، و هذا يعني ان امكانياتهم تفوق 55 مرة البنوك المركزية الموجودة في العالم مجتمعة.(101) (عبد المطلب عبد الحميد ،2000).
- كما دلت التجارب على انه ليس في امكان صانعي السياسات الان مع اتجاه الاسواق المالية للتكامل ان يجمعوا بين ثلاث سياسات في آن واحد و هي اسعار الصرف الثابتة و حرية حركة راس المال و زيادة سعر الفائدة المحلي بفارق لا باس به عن مستوى سعر الفائدة العالمي. (102) (عبد المطلب عبد الحميد ، 2000).
- انتشار ظاهرة غسيل الاموال ، بحيث تعرضت العديد من الدول النامية الى موجات من دخول الاموال غير المشروعة و حرية دخول و خروج الاموال عبر الحدود الوطنية و انفتاح السوق المحلي امام المستثمرين الاجانب انفتحت امام ذلك قنوات اخرى لغسيل الاموال.
- خداع الدول الفقيرة بتوفير رؤوس الاموال لها ، بحيث ان الانفتاح على النظام المالي العالمي يعني بالنسبة الى الدول المحتاجة لرؤوس الاموال الدخول في (خلق خداع) فهو يفتح امام الحكومات المحتاجة في بادئ الامر المنافذ لرؤوس الاموال المتاحة في العالم ، الامر الذي يعني ان الاستثمارات الحكومية لن تتوقف على حجم المدخرات الوطنية فقط ، بل سيكون بالإمكان تمويلها بالقروض الاجنبية ايضا ، و في الحقيقة هذا عزاء يصعب على أي حكومة طموحة الصمود في وجهه ، اصبحت الدول النامية و بفعل الضغوط التي تمارسها المؤسسات المالية عليها تطبيق المنهج

الذي يمكن وصفه بتخفيض الضرائب على الثروة و الاستثمارات ، خصخصة كل الخدمات و المؤسسات الاجتماعية و تخفيض الانفاق الحكومي على الخدمات و الرعاية الاجتماعية .<sup>(103)</sup> (رميدي عبد الوهاب و سماي علي، 2006).

## 2- نتائج عولمة أسواق المال:

### 1-2- مفارقات أسواق المال:

بما ان المؤسسة الحديثة اصبحت تتميز بعده خصائص منها كبر حجمها، التوسع في النشاط ، تنوع المنتجات (للقضاء على المخاطر)، كل هذا يتطلب سيولة ضخمة مما ادى الى البحث عن وسائل التمويل و خاصة طويلة الاجل ، و من جهة اخرى هناك افراد و مؤسسات مالية (بنوك ، شركات التأمين ، شركات توظيف الاموال) توفر على ادخار ضخم (سيولة مجمدة ) تنتظر التوظيف، من هنا تأتي اهمية السوق المالي باعتباره الجهاز الذي تتم من خلاله الاتصال بوحدة ذات الفائض و العجز، و ان هذا التطور الذي شهدته اسواق راس المال يقتضي رفع الكفاءة المالية و التقنية للمؤسسات المالية حتى يمكنها من تطوير انشطتها و اعمالها بما يحفظ لها في النهاية مكانتها. <sup>(104)</sup> (محمد ابراهيم موسى، 2008 ).

ومن هذا نجد ان اول مجال خضع لتأثير العولمة هو عالم المال و نستطيع القول بانه اول ميدان تمت عولمته كاستجابة مباشرة لظهور اسواق مالية عالمية ، و لأن الاسواق المالية كانت تتسم باستمرار بعدها المالي ، و خاصة من خلال صندوق النقد الدولي و البنك العالمي ، ولكن كانت هناك مرونة نسبية بحيث كانت الحكومات الوطنية من صلاحياتها التحكم في ادارة و تسيير المجال المالي و تخضع المؤسسات المصرفية الوطنية لوقايتها، و لكن بعد تسعينيات القرن الماضي ، بدأ العالم يشهد نشوء اسواق مالية عابرة للحدود و لا تخضع للرقابة المباشرة للدولة، و اصبحت تقوم بنشاطاتها بسرعة فائقة و بحرية اكبر و بصفة شاملة بحيث تجاوزت مثل هذه الاسواق عاملي الزمن و المكان ، و من ثم لم تصبح الاسواق التجارية و المالية العالمية موحدة النمط فقط ، و لكن قد قلت مراقبة و تحكم دول العالم من بينها الدول الاكبر و الاكثر غنى، فتغيرت بذلك الأسواق المالية من ناحية الاليات و الهياكل بظهور متدخلين كأطراف جديدة والتقنيات نتيجة الثورة التكنولوجية و بدأت تظهر وسائل جديدة للوقاية من الخطر. <sup>(105)</sup> (رابح كعباش، 2007).

**2-2- تركيبة جديدة للخطر:**

لقد أدى ارتفاع وتيرة العولمة الى توسع سوق عمليات الاندماج و الاستحواذ عبر حدود الدول المختلفة بصورة غير مسبوقه، ففي عام 1996 تمت 600 عملية اندماج عبر الحدود بلغت قيمتها الاجمالية حوالي 256 بليون دولار. اذن ففي الوضع الحالي للنظام العالمي و في اطار سياسة العولمة يعد الاندماج هو الوسيلة الافضل لما يؤدي اليه من خلق لكيانات كبرى قادرة على العمل و المنافسة في ظل هذه المتغيرات الجديدة ، فالعولمة و ما ترتبه من آثار و ما تخلفه من نتائج لا تترك مجالاً للكيانات الصغيرة لتقديم خدماتها الصغيرة او الاستمرار في الأسواق، فهي بدونها لن تستطيع هذه الكيانات ان تتنافس في السوق العالمية او ان تصمد في السوق المحلية.<sup>(106)</sup> (محمد ابراهيم موسي ، 2008).

ان التغيرات و الاحداث التي تتم في الاقتصاد العالمي تؤثر على اسواق راس المال، و ذلك بدرجات تختلف وفقاً لدرجة الارتباط و التكامل بين الأسواق، كما تختلف ايضاً فيما بين الاسواق المتقدمة والاسواق الصاعدة ، و من الامثلة على وجود ارتباط بين الاسواق العالمية ما حدث في اوائل شهر افريل 2000 حيث بدأ كل من مؤشر داونجونز و مؤشر ناصداك في الهبوط الملحوظ وتسجيل معدلات مرتفعة في تقلب الاسعار .وسجلت عائد سلبياً 6% و 30% على التوالي خلال الفترة من 1 - 16 أفريل، وقد اثرت هذه التطورات على اسواق رأس المال الاوروبية و الاسيوية خلال النصف الاول من شهر أفريل، فانخفض مؤشر بورصة لندن (100 - ft) بنسبة 6% و انخفض مؤشر نيكاي في طوكيو (225- NIKKEI) بمقدار 07% و انخفض كل من مؤشر بورصة هونج كونج و مؤشر بورصة سيول للتكنولوجيا بحوالي 8% ، 12% على التوالي، كما انخفضت اسعار الاوراق المالية بالأسواق الناشئة متأثرة بانهييار مؤشر (NASDAQ<sup>(107)</sup>. محمد بن سعدو الجرف ، 2004).

و كل هذا ينصب في انه لا يمكن تقييم آثار العولمة جزافاً ، و لكن ذلك يرتبط بمعطيات ميدانية ينبغي ان تكون دقيقة و موضوعية ، وبما ان تيار العولمة ليس عابراً او ماضياً ، وانما هو سيرورة متواصلة فمن غير المعقول التسرع في اصدار احكام هي اقرب للإيديولوجية منها الى الواقع . و هناك دراسات جاءت لمحاولة تقييم اثر التحرير، الاندماج و المالية الجديدة على الصعيد الدولي.

**3-2- اضطرابات المالية الدولية:**

عولمة أسواق المال تاريخ و تحليل

بعد سلسلة الحوادث و الصدمات في البورصات و التي كثيرا ما نتج عنها إفلاسات حادة (صناديق المعاشات الامريكية )، اصبح التساؤل حول مدى استقرار المالية الدولية اكثر الحاحا خاصة بعد اكتوبر 1987 ، حيث ظهر ان هذه الحلة الجديدة للمالية احدثت تناوبا بين فترات طويلة للاستقرار و فترات خاطفة و لكنها حادة للهبوط المعمم و الفوضى و الاضطرابات. (108) (بن يوب فاطمة ، 2003).

و بسبب هذه الفوضى الاقتصادية التي عرفها العالم سعت مجموعة من الدول لوضع مؤسسات دولية لإعادة التنظيم و توفير شروط الانطلاقة الاقتصادية و الاجتماعية و ازالة كل العواقب التي تعيق عملية تمركز الانتاج و راس المال على المستوى العالمي، و مثال على هذه الاضطرابات التقلبات السلبية التي شهدتها الاسواق العالمية و البورصة في (و م أ) و الدول الصناعية ، حيث يسهل انتقال هذا التذبذب في الاقتصاد و البورصة عبر آليات التجارة و السياحة و الاستثمار المباشر و غير المباشر ، فقد شهد مؤشر اسعار FCG | انخفاضا لأغلبية الاسواق بدول امريكا اللاتينية، و دول جنوب شرق آسيا و دول اوروبا و الشرق الاوسط و افريقيا ، و لقد بلغ متوسط التغير في مؤشر الاسعار بالانخفاض للأسواق ككل و فقا لمؤشر FCG | حوالي 30% ، وهو ما يعني تدهور في اغلبية مؤشرات الاسعار للأسواق الصاعدة بوجه عام . (109) ( محمد بن سعد و الجرف، 2004).

#### 4-2 الفصل بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد الحقيقي:

جمعت فك الترابط التقليدي و ظهور الفقاعات المالية او البالون، و هو وصف لحالة تحدث عندما تتسبب المضاربة على سلعة ما في تزايد سعرها حتى يبلغ سعر هذه السلعة مستويات خيالية تشبه انتفاخ البالون، حتى يبلغ مرحلة ما يسمى انفجار الفقاعة (الانهيار) ، و حدوث هبوط مفاجئ و حاد في سعر هذه السلعة، كذلك يقصد بهذا التعبير وصف بعض الاقتصاديات التي تشهد رواج اقتصاديا كبيرا لفترات زمنية محدودة دون ان تستند الى فقاعة انتاجية متينة قادرة على توليد الدخل المنتظم و الاستمرار في الرفاهية و الرواج.

و ينظر الى الفقاعة على انها ذات تأثير سلبي على حالة الاقتصاد لأنها تتسبب في حدوث حالة التوزيع غير العادل للموارد في اتجاه استخدامات غير مثلى ، بالإضافة الى ذلك الانهيار الذي يلي الفقاعة الذي يمكن ان يدمر و ينفي مقدار كبير من الثروات و قد يتسبب في حالة من السقم الاقتصادي ، و من ضمن السمات السلبية الاخرى للفقاعة الاقتصادية تتمثل في صورة التأثير السلبي على معدلات انفاق المستهلكين اذ ينفقون المزيد من الاموال لشراء سلع بأسعار معالى فيها، و في السنوات الاخيرة ساعد على ظهور الفقاعة و تفاقمها في الكثير من البلدان الميل نحو المضاربة في اسواق الاراضي و العقارات



و بورصات الاوراق المالية، و ما نتج عنها بما يسمى الارباح القدرية و هي الاموال التي يتم فيها دون جهد مبذول او انتاج فعلي ملموس . و ترتبط بذلك دورات انفاق اضافية تؤدي ال حدوث المزيد من الرواج الاستهلاكي الامر الذي يغدي دورة جديدة من الانفاق تساهم في ازدهار اقتصاد الفقاعات في النهاية يؤدي ذلك الى تضخم اسعار بعض الاصول الاقتصادية نتيجة المضاربات المحمومة و التي تؤدي بدورها لحدوث طفرات متوالية في أسعار الاسهم و الاراضي و العقارات دون الاستناد الى اداء اقتصادي حقيقي. (110) (زكرياء سلامة عيسى شطناوي، 2009).

## 5-2- زوال الخط الفاصل بين المراجعة و المضاربة:

حيث نجد بشكل عام وراء كل عملية مراجعة او تغطية هناك عملية مضاربة للطرف المقابل يتحمل الخطر سواء خطر الفائدة او الصرف، كما ان عملية التغطية او التامين تسير الخطر لا تكون صافية حيث تكون مرفوقة بانشغال ظرفي للربح. كما ان المسافة الفاصلة بين المراجعة من ناحية و المضاربة من ناحية اخرى بدأت تتقلص و تتلاشى. حيث الربح المتأتي من المراجعة يحتم تحمل وضعيات و تملك مهارات عالية حيث أصبح كثير من العمليات التي تدرج تحت تسمية (المراجعة) هي في حقيقة الأمر عمليات مضاربة. (111) (بن يوب فاطمة، 2003).

### خاتمة الفصل:

ادت عولمة اسواق المال إلى زيادة التشابك و الترابط المتبادل بين اقتصاديات دول العالم من خلال تزايد حجم الاسواق المالية الدولية، فهذه الاخيرة عملت على زيادة حركة الأموال و عدم التقييد بالأسواق المحلية كما أنها وسعت من قاعدة الخيارات أمام المستثمرين. و عليه فإن الاسواق الدولية غالبا ما يطلق عليها اسم الأفضور.

و بالرجوع إلى الانطلاقة الفعلية لعولمة أسواق المال نجدها تزامنت مع انهيار نظام بريتن وودز و بدأ في تطبيق أسعار الصرف المرنة و من ثم دخول العالم آنذاك في حالة من عدم الاستقرار النقدي بسبب التقلبات في أسعار العملات و ارتفاع العجز في ميزان المدفوعات و الميزانيات العمومية للدول المتقدمة و بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث، و من ثم ظهرت القروض البنكية المشتركة و انتشرت البنوك الأمريكية المانحة للقروض الدولية و بدأ ظهور أسواق للأدوات المالية المشتقة.

و منذ ذلك الحين انتهجت الدول الصناعية سياسة دؤوبة و قوانين عديدة من أجل الوصول إلى الحرية الكاملة لأسواق النقد و المال، و ما ساعدها على ذلك تطور التقنيات الحديثة للاتصالات و التقدم التكنولوجي.

و مما لا شك فيه ان لعولمة أسواق المال عدة مزايا كما أن لها الكثير من الانعكاسات السلبية عل جميع اقتصاديات دول العالم، بما فيها الدول النامية فهي من جهة تساعد على تحرير و تحديث النظم المصرفية و المالية كما تساهم في نقل التكنولوجيا إلى الدول المستثمر فيها. و تستطيع الدول النامية من خلال الانفتاح المالي الوصول إلى الأسواق الأولية بهدف الحصول على ما تحتاجه من أموال.

أما من جهة أخرى فهي تحمل في طياتها العديد من السلبيات و المخاطر ، ففي ظلها تصبح السياسات الاقتصادية لدى ابلدان النامية اقل استقلالية بحيث يصبح من الصعب ادارة عرض النقود و معدلات الفائدة و سعر صرف العملة الاجنبية كما أنها قد تعرض النظام المصرفي لأزمات حادة بفعل دخول الاموال القذرة والمضاربات الجنونية و هروب الأموال الوطنية.

### هوامش الفصل الاول:

- (1) السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان،2010، ص 315.
- (2) قطاف نبيل، السوق المالية الدولية،2011/02/03،<http://badr-cu34ibada3.org>
- (3) هويشار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الأردن،2003 ،ص 187-184.
- (4) فليح حسين خلف، الأسواق المالية النقدية، دار جدار للكتاب العالمي، الأردن، 2006 ،ص 343-342.
- (5) جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر،2002، ص 95-94.
- (6) نفسه،ص100.
- (7) جبار محفوظ و عمر عبدة سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل و الأدوات، مجلة العلوم الانسانية و الاجتماعية، جامعة بسكرة، العدد03، 2008، ص 95-94.
- (8) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 156-155.
- (9) جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 102.
- (10) جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، مرجع سبق ذكره، ص 87-86.
- (11) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص 63-62.
- (12) هويشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 138-137.
- (13) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 127-126.
- (14) فليح حسين خلف، مرجع سبق ذكره، ص 342-341.

- (15) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 127-128.
- (16) منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2007، ص 54-55.
- (17) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 129.
- (18) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 74.
- (19) هويشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 184.
- (20) جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره ، ص 104.
- (21) منتديات كلية الاقتصاد بحلب، الأسواق المالية الدولية، 2011/03/20 :
- <http://www.aleppoeconomics.com>.
- (22) جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 117.
- (23) صالح مفتاح، مطبوعة في مقياس مالية دولية، كلية علوم الاقتصاد و التسيير، جامعة بسكرة، 2006/2005، ص 149.
- (24) جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره ، ص 118-119.
- (25) صالح مفتاح، مطبوعة في مقياس مالية دولية، مرجع سبق ذكره، ص 150.
- (26) نفسه، ص 150-151.
- (27) نفسه، ص 150.
- (28) جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، مرجع سبق ذكره ، ص 95.
- (29) جبار محفوظ ، مرجع سبق ذكره، ص 123.
- (30) جبار محفوظ، عمر عبدة سامية، مرجع سبق ذكره، ص 95-99.
- (31) نفسه، ص 96.
- (32) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي و أثر التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006، ص 17.
- (33) رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، المعزز للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص 201-202.

(34) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص78.

(35) International waps and derivatives association, Inc Isda,29/05/2011.

<http://coursewebs.law.columbia.edu>.

(36) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص79.

(37) Rita.w.Moss,bryond stocks and bonds,learing about futures-option-derivatues-andmor,29/05/2011:

<http://www.ala.org>.

(38) رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص160.

(39) منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص58.

(40)alan blankley et richard schorder,accounting for derivatues under (SFAS),no 133 an illustration,29/05/2011:

<http://acct.tamn.edu>.

(41) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص83.

(42) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص261.

(43) محمد صالح الحناوي و نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها مدخل التحليل الاساسي، المكتب العربي الحديث، مصر، 2006، ص271.

(44) وليد صافي و أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص57.

(45) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص317.

(46) وليد صافي و أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص58.

(47) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص316

(48) منتديات الأزهر التعليمية، الأسواق المالية الدولية، 2011/03/20 : <http://badr-cu34ibda3.org>

(49) وليد صافي و أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص316.

- (50) نفسه،ص59.
- (51) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص316.
- (52) وليد صافي و أنس البكري، مرجع سبق ذكره،ص62
- (53) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره،ص316.
- (54) وليد صافي و أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص63.
- (55) منتديات الأزهر التعليمية، مرجع سبق ذكره.
- (56) وليد صافي و أنس البكري، مرجع سبق ذكره، 63
- (57) عمر عبدة سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قامة، 2004/2003، ص 61-62.
- (58) نفسه، ص ص65-66.
- (59) نفسه، ص ص60-61.
- (60) فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999، ص 161-162.
- (61) نفسه، ص160.
- (62) mohamad yassine et d'autres,mondialisation et modernisation des entreprises,enjeux ettrajectoires,casbah édion,algerie,2001,p13.
- (63) رميدي عبد الوهاب و سماي علي، العولمة المالية و أثرها على اقتصاديات الدول النامية، ملتقى دولي حول :سياسات التمويل و أثرها على اقتصاديات المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، 21 نوفمبر 2006،ص4.
- (64) صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص4.
- (65) شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مجدلاوي للنشر و التوزيع،الأردن،2008، ص17.
- (66) صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره،ص3 .

- (67) عبد الحميد عبد المطلب، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص32-33.
- (68) رميدي عبد الوهاب و سماي علي، مرجع سبق ذكره، ص4.
- (69) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص30-31.
- (70) رميدي عبد الوهاب و سماي علي، مرجع سبق ذكره، ص4.
- (71) Suzane de brunoff et d'autres, la mondialisation financiere genèse, coûts etenjeux, syros, 1999, p26.
- (72) رميدي عبد الوهاب و سماي علي، مرجع سبق ذكره، ص5.
- (73) بن يوب فاطمة، العولمة المالية جدور واقع و آفاق، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالمة، 2004/2003، ص11.
- (74) رميدي عبد الوهاب و سماي علي، مرجع سبق ذكره، ص6.
- (75) فلاح كاظم المحنة، العولمة و الجدل الدائر حولها، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2002، ص126.
- (76) سمير ابراهيم أيوب، صندوق النقد الدولي و قضية اصلاح الاقتصادي المالي، مطبعة سامي، مصر، 2000، ص20-22.
- (77) خليل السحرمانى، منظمة التجارة العالمية و الدول النامية، دار النفائس، لبنان، 2003، ص 17-18.
- (78) جاك ج بولاك، ترجمة أحمد منيب، البنك الدولي و صندوق النقد الدولي، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، مصر، 2000، ص 4-5.
- (79) فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 270-273.
- (80) سهيل حسين الفتلاوي، العولمة و أثارها على الوطن العربي، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص 111-112.
- (81) مصطفى العبد الله الكفري، عولمة الاقتصاد و التحول إلى اقتصاد السوق في الدول العربية، منشورات اتحاد الكتاب العرب، دمشق، 2008، ص92.
- (82) باسل رؤوف الخطيب، العولمة و النظام الاقتصادي الدولي (الاسس و المقومات و النتائج)، مركز الملك فيصل، السعودية، 2005، ص118.

(83) محمد عبد العزيز عبد الله عبد، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول الإسلامية في ضوء الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2005، ص 49-51.

(84) شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي، مرجع سبق ذكره، ص21.

(85) صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص3.

(86) شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي، مرجع سبق ذكره، ص21.

(87) صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 43.

(88) نفسه، ص 54.

(89) شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي، مرجع سبق ذكره، ص 22-23.

(90) صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 6-7.

(91) نفسه، ص7.

(92) شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي، مرجع سبق ذكره، ص22-23.

(93) نفسه، ص24-25.

(94) نفسه، ص23.

(95) سلايمية ظريفة، تحديات العولمة و المعلوماتية على الدول النامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالمة، 2003/2004، ص52.

(96) أحمد منير النجار، الخصخصة في ظل متطلبات العولمة (حالة دولة الكويت)، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2010، ص545.

(97) صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص7.

(98) رميدي عبد الوهاب و سماي علي، مرجع سبق ذكره، ص8.

(99) nazar sadeldeen el issa, globalization of financial market: its development in indicators and effects, arab economic journal, n29 published by arab society for economic research, cairo, 2003, p13.



- (100) صالح مفتاح، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص7-9.
- (101) عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص31-32.
- (102) نفسه، ص30.
- (103) رميدي عبد الوهاب و سماي علي، مرجع سبق ذكره، ص7-8.
- (104) محمد ابراهيم موسى، اندماج البنوك و مواجهة آثار العولمة المالية، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2008، ص129.
- (105) رابح كعباش، العولمة المالية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد12، 2007، ص201.
- (106) محمد ابراهيم موسى، مرجع سبق ذكره، ص94.
- (107) محمد بن سعدو الجرف، أثر التغيرات الاقتصادية العالمية(العولمة)على أسواق رأس المال الدولية مع الاشارة إلى سوق رأس المال السعودي، قسم الاقتصاد الاسلامي، جامعة أم القرى - مكة المكرمة، 26/23 فيفري 2004، ص6.
- (108) بن يوب فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص69.
- (109) محمد بن سعدو الجرف، مرجع سبق ذكره، ص6.
- (110) زكريا سلامة و عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي، دار النفائس، الأردن، 2009، ص202-203.
- (111) بن يوب فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص70.

## خطمة الفصل

الفصل الثاني: عولمة أسواق المال (معابنة من زاوية المخاطر)

مقدمة الفصل.

I- المخاطر الحديثة لعولمة أسواق المال.

1- المناخ المالي الدولي الحديث.

2- مخاطر المناخ المالي الدولي الحديث.

II - الانهيارات المالية و عدوى الأزمات.

1- مفاهيم عن الأزمات المالية.

2- اطلالة تاريخية عن أهم الأزمات المالية.

III - أزمة الرهن العقاري (2008).

1- نشأة الأزمة المالية و مظاهرها.

2- أسباب الأزمة المالية و تداعياتها.

3- أساليب مواجهة الازمة المالية.

خاتمة الفصل.

## الفصل الثاني: عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر).

### مقدمة الفصل:

مع دخول عصر العولمة المالية و تصاعد تطبيق آليات السوق الحرة، شهد القطاع المالي على مستوى العالم جملة من التطورات المتواصلة و السريعة و التغييرات المتلاحقة أدت إلى تنامي دور المؤسسات المالية و ظهور كم هائل و متنوع من الخدمات المالية، و ما ساعدها في الوصول إلى ذلك هو الاستخدام المتزايد للتقنيات المالية الحديثة. إلا أن هذه التغييرات تلعب دورا سلبيا في انتشار الأزمات و التأثير على كل الاقتصاديات العالمية و بدرجات متفاوتة حسب درجة اندماجها و ترابطها بالاقتصاد العالمي.

ولقد تم دراسة الفصل في ثلاث مباحث، المبحث الأول خصص لدراسة المخاطر الحديثة لعولمة أسواق المال، أما المبحث الثاني تمت فيه دراسة أهم الانهيارات المالية و عدوى الأزمات المالية، في حين أن المبحث الثالث درسنا فيه أزمة الرهن العقاري (2008).

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

ان التطورات و التغيرات الاقتصادية و المالية المعاصرة شكلت معالم المناخ الدولي الحديث، هذا الاخير الذي شهد العديد من المخاطر و الاختلالات .

### 1- المناخ المالي الدولي الحديث:

لقد شهدت الأسواق المالية في البلدان الصناعية الرئيسية تغيرات هيكلية و نموا سريعا منذ السبعينات و الثمانينات، واصبحت المراكز المالية اكثر تكاملا و ذلك بفعل التكنولوجيات الحديثة و التحرير المالي و ابتكار وسائل مالية جديدة.

#### 1 - 1- سيادة قاعدة: " D3 "

إلى جانب التطور التكنولوجي، الاختراعات المالية، التحرير المالي الذي أدى إلى تقليل تجزؤ الأسواق المالية المحلية، و زاد من تكامل المراكز المالية الدولية، تحول نمط التمويل و ذلك بالانتقال من الوساطة إلى اللاموسطة المالية أي من اقتصاد السوق القائم على البنوك إلى اقتصاد السوق المالية، أي وجود سوق مالي ضخم عالمي يعمل باستمرار دون توقف و بوحدة المكان، أي جميع الأماكن المالية في اتصال و ارتباط على الدوام ، و منه فالعولمة المالية في هذا السياق هي التكامل العالمي لأسواق المال، و بالتالي فان عولمة اسواق المال تغطي في الواقع ثلاث ظواهر حديثة (déclouisonnement) - (-) déreglementation–désintermedation أي قاعدة (troi dé) وهو ما يميز المالية الحديثة، كما اعتبرت الابداعات و التقدم التكنولوجي و قاعدة اللاتنظيم المحرك الاساسي للعولمة المالية.<sup>(1)</sup> (michel leart,2001).

#### اولا: اللاموسطة و التوريق (titrisation)

جعلت العولمة المالية انماط التمويل تأخذ منحى اخر غير الاعتماد المطلق على التمويل البنكي، و كان ذلك بان تزايد التعامل في الاوراق المالية المصدرة من طرف الشركات المسعرة في اسواق المال من خلال الية التوريق.<sup>(2)</sup> (عماني لمياء،2004).

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

و يقصد بهذه الاخيرة هي عملية تحويل الحقوق المالية المستحقة و التي تتدفق من مجموعة من الاصول (القروض العقارية و قروض السيارات و مستحقات بطاقات الائتمان) إلى اوراق مالية ، و ذلك بإصدار اوراق مالية تكون مضمونة بتلك الاصول.(3) (السيد متولي عبد القادر، 2010). و يرجع اول ظهور لعمليات التوريق في السوق الامريكي خلال السبعينات، حيث كان اول ظهور لسندات المدعمة بالموجودات العقارية كأول عمليات التوريق بتشجيع و دعم من الحكومة الامريكية لإيجاد سوق ثانوية للرهن العقاري و مساعدة المصارف الامريكية على التخلص من قروض الاسكان غير السائلة، الامر الذي يمكنها من منح تمويلات جديدة لغايات الاسكان ، ثم سرعان ما طالت عمليات التوريق الذم الناتجة عن استخدام البطاقات الائتمانية و الحسابات المدينة و بدأت هذه الظاهرة بالانتشار في اوروبا و اسواق دول اخرى مثل كندا و السويد و استراليا ، و نيوزلندا كوسيلة حيوية لدعم التمويل المصرفي لأغراض السكن، و اداة فاعلة لإدارة الميزانية بشكل افضل و تحرير راس المال المجمد في اصول غير سائلة من خلال انشاء اوراق مالية مدعومة بهذه الموجودات يتم تداولها بيعا و شراء في السوق المالية.(4) ( فؤاد محمد أحمد محيسن، 2006).

و من اهم الاسباب التي ادت إلى نمو نشاط التوريق عالميا نذكر ما يلي:

- ازمة المديونية العالمية و زيادة خسائر المصارف و ارتفاع تكاليف تشغيلها، و لجوء المقترضين الكبار إلى الأسواق المالية مباشرة.
- انتعاش اسواق السندات داخل الدولة نتيجة انخفاض سعر الفائدة على الودائع طويلة الاجل، و التوسع في اصدارها من قبل المصارف لامتناس الفائض من السيولة في فترة السبعينات و بداية الثمانينات.
- ظهور و انتشار مفهوم البنوك الشاملة التي تسعى دائما وراء تنويع مصادر التمويل و تعبئة اكبر قدر ممكن من المدخرات.(5) ( راتول محمد ومداني احمد، 2006).
- ظهور علم الهندسة المالية التي تساعد على تنشيط فكرة الاوراق المالية.
- العولمة المالية التي ظهرت في الثمانينات (اندماج الأسواق المالية). (6) (بو الدراهم لويزة و بوساحة مفيدة، 2010).

و بفضل ازالة تجزئة الأسواق المالية تغيرت الوضعية، بحيث سمحت عدة اجراءات كإعادة تنظيم الأسواق الثانوية للقيم المنقولة، توسيع الأسواق المالية، بالإضافة إلى خلق اسواق المنتجات المشتقة للمؤسسات. هذا التطور الذي عرفته الأسواق و كذلك المنافسة في ظل تنوع كفيات التمويل ادى إلى تغيرات جذرية على الممارسات البنكية، اثرت بشكل كبير على دور الوساطة الكلاسيكية لتعطي ميلاد

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

ظهور حجب الوساطة و التوجه من التمويل الغير المباشر نحو التمويل المباشر. (7) (لحول عبد القادر، 2010).

### ثانيا: اللاتنظيم "déréglementation"

تقوم نشاطات و مناورات الأسواق المالية الدولية بدور رئيسي في خلق الازمات المالية، و لقد كانت هناك نداءات متزايدة من عدة جهات تطالب بإصلاحات في هذه الأسواق، كذلك يوجد فقد للشفافية في معرفة تكوين الأسواق المالية، و من هم المشاركون الرئيسيون فيها، و ما هي المناورات و القرارات و مدى تأثيرها، و هكذا فهناك نقاط نقص على صعيد الشفافية و المعلومات و المراقبة و التنظيم للأسواق و المؤسسات المالية. (8) (مارتن خور، 2003).

و بالنظر إلى مفهوم رفع القيود التنظيمية على المستوى الوطني، فهو يعني تشجيع المنافسة بين مختلف الهيئات المالية و ذلك بإزالة الفوارق بين مختلف هذه الهيئات (بنك مختص في الودائع، بنك مختص في توظيف القيم المنقولة... الخ) و تخفيف الرقابة و التنظيمات الخاصة بالنشاط البنكي (كإزالة التحديد الإداري لحد او سقف لبعض اسعار الفائدة، و تأطير القروض... الخ)، و قد ساهم التنظيم السابقان في تطوير ما يسمى بأسواق الدولار الاوروبي التي تخضع لتنظيمات البنك المركزي الامريكي كون ان العمليات في هذه السوق تتم خارج الولايات المتحدة، كذلك فهذه السوق غير خاضعة للسلطات النقدية للبلد التي تتم فيها العمليات باعتبار ان هذه الاخيرة تتم بالدولار الامريكي.

و على هذا الاساس، هناك من يعتبر ان العولمة المالية (لاسيما بالنظر إلى سوق الدولار الاوروبي) هي محاولة لتجاوز التنظيمات التي وضعتها الدول و القيود التي فرضتها، وهو الامر الذي يفسر الدخول انطلقا من بداية الثمانينات في فترة تتميز بإزالة القيود التنظيمية قصد تشجيع المنافسة بين الاعوان الاقتصاديين من جهة، و رفع العوائق التي تحول دون التحركات الدولية لرؤوس الاموال من جهة اخرى. (9) (بن باحان محمد، 2007).

### ثالثا: رفع الحواجز "le décloisonnement"

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

تكمن اهم النواحي للعولمة المالية في كسر الحواجز و الانتشار الدولي للنشاطات المالية، إضافة إلى تنامي قدرة الشركات العابرة للحدود و المؤسسات المالية الدولية. (10) (مارتن خور، 2003). فالمقصود من ازالة الحواجز هو انفتاح السواق المالية الوطنية نحو الأسواق الاجنبية او بالأحرى زوال الحواجز الموجودة بين الأسواق الوطنية و الاجنبية (كرفع الرقابة عن الصرف) من جهة، و كذلك زوال الحواجز البيئية الفاصلة بين الأسواق الوطنية نفسها من جهة اخرى، ومن ثم يحصل شبه تقارب بين مختلف الأسواق الوطنية (السوق النقدية، السوق المالية، سوق الصرف و كذلك الأسواق لأجل). (11) (بن باحان محمد، 2007).

اذن فالعولمة المالية المتصفة باللاوساطة ، رفع الحواجز ، و عدم الخضوع للقوانين هي كذلك تتصف باحترام قاعدة (وحدة الزمن و المكان) و ذلك بالترابط البيئي للأسواق، وصولاً إلى سوق مالي دولي حيث الأسواق التقليدية بما فيها من بورصات الصرف، الخيارات... الخ هي اقسام لسوق شامل بفضل التكنولوجيا المتطورة و الاعلام الالي. (12) (بن يوب فاطمة، 2004).

و بسبب ترابطية الأسواق و الانظمة المالية و المقادير الضخمة من التدفقات المالية ، ادى ذلك إلى هشاشة النظام و قابلية سقوطه، و خطورة حدوث الانهيار في بعض الاقسام الحرجة من النظام اوفي النظام ذاته، و ذلك لان وقوع خطأ في جزء واحد من العالم او النظام، يمكن ان يكون له تأثيراً ارتدادياً واسعاً. (13) (مارتن خور، 2003).

## 2- مخاطر المناخ المالي الدولي الحديث:

تبرز مخاطر عولمة اسواق المال المعاصرة على الانظمة المالية من خلال بعض النقاط التالية:

### 2-1- مخاطر النظام المالي الدولي:

يمكن ان نرصد اهم مخاطر النظام المالي الدولي في النقاط التالية:

اولاً: صعود نشاط المضاربة كمهنة:

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

سبق و ان خلق نظام تعويم اسعار الصرف مند السبعينات البيئة المواتية للمضاربات على العملة على نطاق واسع إلى الحد الذي باتت فيه المضاربات نشاطا اساسيا لعدد كبير من المستثمرين.

و جاءت عمليات التحرير المالي لتدعم من نشاط هذه المضاربات عبر إلغائها للعديد من القيود التي كانت تحد من حدوثها. فبعد ان كان تداول العملات الاجنبية يخضع في غالبية الدول للرقابة الحكومية اصبحت المليارات، في ظل التحرير المالي قابلة للتحويل إلى الحساب الجاري و الى حساب راس المال، تنتقل بسرعة و بحرية من سوق لآخر عبر شبكات الربط الالكتروني بحثا عن الفرص لاقتناء الارباح. (14) (شذا جمال الخطيب و صعق الركبي، 2008).

و قد وصلت معدلات الارباح لصفقات المضاربة المتنامية إلى ارقام زادت على 100% في بعض الحالات . وقد اعطت هذه المضاربات للمدخرات النقدية القدرة على التحول إلى راس المال بسرعة دون ان تعرض نفسها للمخاطر و المشكلات التي غالبا ما تتعرض لها اذا وظفت في مجالات الانتاج العادي. (15) (منتديات شباب الاقتصاديين المصريين، 2011).

### ثانيا: مالية الاقتصاد

بمعنى ان التعديل الاقتصادي اصبح يمر عبر المالية، و ان التوجه الاقتصادي العام تحدده مؤشرات الأسواق المالية، و هو كذلك فك الارتباط بين ما هو حقيقي مجسد بسلع انتاجية و ما هو مالي مجسد بسلع مالية ليس لها مقابل حقيقي، فك الارتباط يؤشر عليه بأكثر من نقطة و هو لا يعني القطيعة او الانفصال لان الشركات هيأت هيكل رأس مالها المالي يشمل اسهمها و سندات و قروض بتناسب معين بحيث يظل التمويل داعم للعملية الانتاجية، و لكن الانفصال يعني تمكين اكبر لراس المال المالي على حساب راس المال الانتاجي، و يستدل على ذلك ب:

✓ نسبة المبادلات المالية (على اوراق مالية) بين مقيمين و غير مقيمين إلى الناتج المحلي الاجمالي.

✓ العمليات المستحدثة من أي عملية انتاجية، كعملية تمويل صادرات او واردات تنجز عنها سلسلة من العمليات ، مبادلات الصرف، التغطية في السوقين الفوري و الاجل، المضاربة و استخدام المشتقات المالية.

✓ تراجع معدلات النمو الاقتصادي في حين ارتفاع قيمة الاسهم في نفس الفضاء الاقتصادي.

✓ التباين الصارخ بين معدلات نمو الانتاج، المبادلات التجارية و التدفقات المالية. (16) (العظم صادق جلال و حنفي احسن، 1999).



## 2-2- مخاطر النظام النقدي الدولي:

يتميز عصر بريتون و وديز في ضوء ما وفره من ثبات في أسعار الصرف و نمو و استقرار واضحين في الاقتصاد العالمي<sup>(17)</sup>، (منتديات شباب الاقتصاديين المصريين، 2011).

بدرجة عالية من اليقين و بقدر ضئيل من المخاطرة، في المعاملات الدولية، أما الآن فإنه و في ضوء العولمة و عمليات التحرير الاقتصادي لم يعد هناك استقرار نقدي و إنما إدارة لعدم الاستقرار النقدي في الحدود الممكنة، هناك ثلاث آثار للعولمة أسواق المال على سوق الصرف، تشكلت ثم تدعمت لتساهم بدورها في مزيد من الاندماج و الشمولية و تتمثل هذه الآثار فيما يلي:

### أولاً: زوال الخط الفاصل بين الأسواق النقدية الوطنية و السوق الدولي

الاندماج المالي الأفقي بين الفضاءات المالية و النقدية الوطنية، دون الاعتداد بالجغرافيا، خاصة أسواق النقد للتعاملات قصيرة الأجل، هذا الاندماج السائد بدرجات يسمح لغير المقيمين بالنفاد مع التحرير المالي و رفع الرقابة، أيضا التطور على صعيد التكنولوجيا (التسعير الآلي) و التجديد المالي جعل من الممكن استحداث مفاهيم و مجاميع نقدية و غير نقدية.<sup>(18)</sup> (bourgninat.h, 1997)

### ثانياً: استقلالية عمليات الصرف

النمو الهائل لحجم التداول في أسواق الصرف في غير توافق مع حركة السلع و الخدمات و رؤوس الأموال يعكس تلك الاستقلالية في المعاملات بما يؤكد صفة المالية على سعر الصرف، و المقصود "بالمالية" عدم ارتباط سعر الصرف بمعطيات اقتصادية حقيقية متعلقة بأي نوع من المبادلات التجارية أو حركة رؤوس الأموال بغرض الاستثمار، أما يتحدد هذا السعر تبعاً لحركة العملات و المضاربة عليها، لا سيما أن مضاربات الصرف اشتدت منذ مطلع التسعينات إلى الآن، و قد بدأت بالمضاربة على العملات الأوروبية بعد أن كان الصندوق الاستثماري "quantum" الذي تعود ملكيته إلى الملياردير المضارب "sorus" و الذي وجد في أزمة النظام النقدي الأوروبي أكبر فرصة له، و لقد وجه تركيزه إلى الجنيه الاسترليني سنة 1992 محققاً من وراء ذلك تخفيض الاسترليني مليار دولار و

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

نسبة التخفيض قدرت ب 9 % ، لتستقر تلك المضاربات في النصف الثاني من التسعينات في الأسواق المالية الناشئة.

### ثالثاً: التقلبات الشديدة في اسعار الصرف

ان نظام التعويم قد خلق اضطرابات شديدة في اسواق النقد الدولية، و في تعقيد و تأزم العلاقات بين الدول الدائنة و الدول المدينة، و في اعاقه حركة التجارة الدولية، و مند انهيار نظام اسعار الصرف الثابتة اصبحت جميع دول العالم تحت رحمة الاضرابات النقدية التي تسببها تقلبات هذه الاسعار، و اصبح الصعود و الهبوط الفجائي لأسعار الصرف من حين لأخر احد المعالم الاساسية لفوضى الاقتصاد العالمي. (19) ( آليات الفوضى في الاقتصاد العالمي، 2011).

هذه التقلبات في اسعار الصرف هي محصلة عمليات الصرف المضاربية و حتى التدفقات الرأس مالية، و هي في ذات الوقت محفز لها حيث تغدي التقلبات حركات المضاربية في مسار دوري ينتهي عادة بانهيار عملة معينة او عملات (20). (senarclens de pierre, 2002).

### 3-2- مخاطر النظام البنكي الدولي:

بالرغم من انه لا يوجد ما يفصل المنظومة البنكية عن محيطها المالي و النقدي، الا انه قد يصبح الحديث عن نظام بنكي دولي طالما تم الانتقال من تدويل النشاط المصرفي و الصناعة المصرفية إلى عولمة التمويل و ميكانيزمات الدفع، إلى تدويل الخطر و من ثم تدويل ميكانيزمات الضبط و التعديل. و بالتالي فعولمة اسواق المال هي كذلك عولمة لسوق الصرف و البنوك، فالصناعة المصرفية عملت على تجديد و تطوير الخدمات البنكية و ازالة الحدود بينها و بين الخدمات غير البنكية مع السماح للمؤسسات المالية غير البنكية الدخول إلى ميدان الائتمان المصرفي.

و في ظل العولمة المالية تزايدت عمليات الاندماج بين المصارف الكبرى في العالم، و بشكل خاص في الولايات المتحدة الامريكية، و دخول المصارف التجارية العالمية في بعض المجالات التي كانت محصورة اساسا بالمؤسسات المالية غير المصرفية الواسطة المالية ، و الاوراق المالية الجديدة وخدمات التأمين. هذا بالإضافة إلى الاستثمار الكبير في الوسائل الثقافية و بشكل خاص في مجال الاتصالات مما ادى إلى تطوير الخدمات المصرفية مع الفروع، و المصرف الناطق، و بطاقات الائتمان إضافة إلى الكثير من الخدمات الاخرى. (21) ( رعد حسن الصرن، 2007). و الاتجاه السائد دوليا هو توحيد القواعد

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

الموضوعية الخاصة بالمعاملات المالية بصفة عامة مع السعي لتحرير هذه المعاملات في اطار مفاوضات. ( omc )

مع عولمة التمويل و عولمة ميكانيزمات الدفع و ادوات التعامل جاءت الحاجة إلى عولمة ادوات الضبط، فالأخطار البنكية التقليدية تم تجاوزها ليس بإلغاء ها و انما تقليصها و التغطية و التحوط منها، خطر المعدلات (العائد، الفائدة و الصرف) ثم تحويله لمشتري الاوراق المالية قصيرة الاجل القابلة للتجديد.

اما خطر الطرف المقابل و السيولة و عدم القدرة على الوفاء و خطر القروض تراجع مع سوق مالي للأوراق المالية لتكون الاستحقاقات اكثر عمقا و سيولة (خاصة اذا تميزت بالكفاءة) ومع ما تتيحه تقنية التوريق من امكانيات.

بينما الاخطار العامة تم التحوط منها عبر الضمانات و التأمينات من الهيئات الدولية المختصة، في المقابل ظهرت اخطار بنكية جديدة على ما يلي:

- الامتياز المعطى (لخارج الميزانية)، بما ان هذه العمليات لا تنسحب إلى تدفقات نقدية حقيقية و انما مجرد التزامات (على عملات، على اوراق مالية، بالضمان، بالتمويل) قائمة على التوقعات أي على الخطر.

- خطر الخطأ مرتبطة بحدثة الادوات المالية المتعامل بها (المشتقات المالية) و التسجيلات المحاسبية المتعلقة بها، ايضا حدثة التعاملات في التوريق، وما يطرحه طالب قرض مورق جديد من صعوبات متعلقة بالمتابعة المحاسبية مقارنة مع التسيير المعتاد للقروض، مما يولد خطر الطرف المقابل، خطر القرض و عدم الدفع بسبب اختلاف الوثائق المالية المنشورة و المتعامل بها.

- الخطر النظامي و ينشا هذا الخطر من ميكانيزمات الدفع داخل النظام، و بالتحديد الودائع البنكية و اليات المقاصة بين البنوك، حيث يؤدي السحب المكثف من احد البنوك لأسباب (حقيقية او وهمية) و احداثه لازمة افلاس إلى تعميم الافلاس على النظام البنكي ككل و هو خطر تصعب التغطية معه.

- خطر الديون المعدومة ليس على مستوى جزئي و انما على مستوى كلي او حتى دولي، فهي ليست ديون شركات و انما ديون دول، و هي ضخمة و تشارك فيها عدة بنوك فهي قروض مشتركة يتزايد الخطر مع الدعوة لتخفيف او حتى الغاء ديون الدول النامية و لو جزئيا.

وهي اخطار تم تدويلها مع الازمات المالية المختلفة بعد ان تم الانتقال من البعد الدولي في كل المعاملات بما فيها المالية، حيث وضعت العولمة نهاية ل "الوطني" كبعد وكبداية و كمدخل استراتيجي للأعوان الاقتصادية. (22). ( brunhoff du suzaned et d`autres, 1999 ) .

## 4-2. اختلالات في المالية العامة:

ان الثورة الحديثة للدول المصنعة تميزت بعدم الاستقرار المالي و تمهل في النمو الاقتصادي، الازمات المالية نجحت بسرعة في اسواق المبادلات و اسواق راس المال الدولية، و هذا ناتج عن التحولات للاقتصاد العالمي في نهاية هذا القرن، و هي من احد الابعاد الرئيسية لعولمة اسواق المال، دون تجاهل السياسات العامة في اختلال الاقتصاد العالمي.

و المخطط التالي يوضح التشابك الجهمي او كيف ان السياسات الليبرالية قادت عدم الاستقرار و الانهيار المالي:

شكل رقم(1): شكل يوضح كيف قادت السياسات الليبرالية إلى عدم الاستقرار و الانهيار المالي

Changement de cap des  
politiques économiques

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

Rigueur salariales صرامة في الأجر		Rigueur morale صرامة نقدية
--------------------------------------	--	-------------------------------

Ralentissement de la consommation تباطؤ الاستهلاك .	Ralentissement de l'inflation تمهل التضخم	Hausse de Taux d'intérêt nominaux ارتفاع معدل الفائدة الإسمي
--------------------------------------------------------	----------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------

Ralentissement de la croissance تباطؤ النمو	Hausse des taux d'intérêt réels ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي
------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------

Montée des déficits publics تصاعد العجز العام .
Montée de la dette publique تصاعد الديون العامة

Déclenchement de la libéralisation financière انطلاق الليبرالية المالية	Maintien des taux d'intérêts réels élevés الحفاظ على ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية
----------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------

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

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

المصدر: بن يوب فاطمة، العولمة المالية-جدور و آفاق، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، نقود و مؤسسات مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة قلمة، 2004،

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

من المخطط يتضح ان سير الليبيرالية و عولمة اسواق المال عملت بصدمات و ارتجاجات مالية مصادق عليها، ابعادها الدولية كانت طيلة الفترة المعتبرة لميلاد عولمة اسواق المال. (23) ( بن يوب فاطمة ،2004).

## II- الانهيارات المالية و عدوى الازمات:

لقد شهدت اسواق الاوراق المالية انهيارات كبرى تسببت في حدوث عدة ازمات مالية ، تميزت بسرعة انتشارها و تباين اسباب حدوثها.

### 1- مفاهيم عن الازمة المالية:

لقد تعددت التعاريف المتعلقة بالأزمات المالية والخصائص المميزة لها و يمكن ايضاحها فيما يلي:

#### 1-1- مفهومها:

لا يوجد تعريف او مفهوم محدد للازمة المالية ، لكن من المفاهيم المبسطة لمصطلح الازمة المالية ما يلي:

الازمة المالية هي فترة زمنية تشهد انقلابا حادا في الاتجاه النزولي في مؤشرات الأسواق المالية.

الازمة المالية هي فترة تشهد اضطرابا حادا و مفاجئا في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد اثاره إلى القطاعات الاخرى.

الازمة المالية هي فترة تشهد الانخفاض المفاجئ في اسعار نوع او اكثر من الاصول . و الاصول هي اما راس مال مادي يستخدم في العملية الانتاجية مثل الآلات و المعدات و الابنية، و اما اصول مالية ،هي حقوق الملكية لراس المال المادي او للمخزن السلعي مثل الاسهم و حسابات الادخار مثلا و انها حقوق ملكية للأصول المالية، و هذه تسمى مشتقات مالية و منها العقود المستقبلية (للنفط او للعملات الاجنبية مثلا) . فاذا انهارت اصول ما فجأة، فان ذلك قد يعني افلاس او انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها. (24) ( السيد متولي عبد القادر ،2010).

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

الازمة هي تهديد خطر و غير متوقع لأهداف و قيم و معتقدات و ممتلكات الافراد و المنظمات و الدول التي تحد من عملية اتخاذ القرار. (25) ( محمد جاد الله، 2009).

## 2-1- خصائص الازمة:

هناك مجموعة من الخصائص التي تتصف بها الازمة اهمها:

- وجود نقص واضح في البيانات و المعلومات الازمة في اثناء وقوع الازمة بما ينعكس في صورة من عدم الوضوح للرؤية لدى صناع القرار ، مما يؤدي إلى عدم القدرة على تحديد الاتجاهات السليمة لصناعة القرارات الفعالة.
- الازمة تؤدي إلى احداث مفاجئة و كبيرة و عنيفة عند وقوعها، و تجذب انتباه جميع الاطراف.
- تتسم الازمة بدرجة عالية من التعقيد و التداخل في العناصر و المسببات ، و درجة عالية من التشابك و التناقض بين اصحاب المصالح.
- وجود حالة الرعب و الخوف ناجمة عن عدم القدرة على تقدير ما يحمله المستقبل، اذ ان هناك احتمالات و توقعات سلبية كثيرة قد تعصف في المستقبل.
- محدودية المدة الزمنية للازمة، فالازمة لا تمتد لمدة زمنية طويلة، و اذا امتدت فإنها لا تصبح ازمة. اما المدة الزمنية للازمة فإنها من الامور المختلف عليها بين الباحثين ، فهناك من يرى ان هذه المدة لا تتجاوز ساعات، و هناك من يرى انها ثلاث ايام، و هناك من يرى انها تمتد اسبوع او اسابيع و قد يمتد طول هذه الازمة.
- وجود حالة من الشعور بالحيرة و الضعف و عدم القدرة على التعاطي مع الازمة و التعامل معها و عدم التأكد من جدوى ما يبذل من جهود في مواجهة هذه الازمة.
- نظرا لانعدام حالة التوازن نتيجة وقوع الازمة فان صناع القرار يصبحون تحت سيطرة الاخرين من غير المتخصصين و هذا الذي يؤدي إلى الارتباك.
- ظهور بعض القوى التي تدعم الازمة و تؤيد كل ما يقود إلى تفاقمها، و من اهم هذه القوى: اصحاب المصالح المعطلة او المؤجلة و اصحاب مشكلات سابقة لم تعالج مشاكلهم بصورة جوهرية، و تؤدي هذه القوى إلى زيادة شدة الازمة. (26) ( يوسف ابو فارة ، 2009).

### 3-1- عدوى الازمات المالية:

هي صدمة تصيب سوق مالية تتسبب في تغيير في سوق مالية اخرى، او صدمة تصيب سوق دولة ما فتؤدي إلى تغيير اسعار الاصول في سوق مالية لدولة اخرى. او هي فقدان الثقة في الاصول المالية المحلية نتيجة لانهايار مالي خارجي.

و بذلك يشير مصطلح العدوى المالية إلى ظاهرة تحدث عندما يتأثر اقتصاد بلد ما تأثيرا سلبيا ناتجا عن تغيرات في اسعار الاصول في اسواق مالية في بلد اخر.

و لا يعتبر انتقال الصدمات الاقتصادية من دولة إلى اخرى امرا مستحدثا او غريبا، حيث وقع ذلك كثيرا و يقع بفعل الارتباط بين اقتصاديات الدول المختلفة، و لكن الغريب هو ان تنتقل الصدمات من دولة إلى دول اخرى ليس بينها روابط اقتصادية مهمة. و تفصل بينهما حدود جغرافية بعيدة مما يجعل انتشار العدوى مفاجئ او غير متوقع، كما هو الحال بالنسبة للازمة الروسية التي وقعت عام 1997. (27) ( رمضان صديق، 2009).

### 2- اطلالة تاريخية عن أهم الازمات المالية:

لقد مر العالم بالعديد من الازمات المالية الناتجة عن عولمة اسواق المال و الاعتماد الزائد على رؤوس الاموال الخارجية و الزيادة المفرطة في الترابط بين مختلف اطراف الاقتصاد العالمي.

### 1-2- الازمة المالية المكسيكية:

لقد استخدمت السلطات المكسيكية استثمار محفظة مالية تقدر قيمتها بـ 71.2 مليار دولار و دخلت البلاد ما بين عامي 1990 و 1994 لتمويل 72 % من عجز ميزان المدفوعات، تسبب في الاعتماد على تدفقات المحفظة المالية لتمويل عجز الحساب الجاري بتكاليف مالية عالية في العملة المحلية. و لقد حصل تطوران هامان واحد اقتصادي و الاخر سياسي، حيث تميزت هذه المرحلة بانهايار البيسو فبدأت معدلات الفائدة بالارتفاع في الولايات المتحدة الامريكية بالتزامن مع انتعاش اقتصادي مما ادى إلى هروب استثمارات المحفظة و الرساميل قصيرة الامد بصورة مفاجئة من المكسيك إلى اسواق الولايات المتحدة الامريكية المالية و عانت المكسيك في هذه الفترة من اضطرابات سياسية اضعفت ثقة المستثمرين.



عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

وبعد انتخاب (زيريو) قرر تخفيض قيمة البيسو في ديسمبر 1994. و لقد زعم البعض ان زيريو المح لبعض رجال الاعمال الاثرياء في 18 ديسمبر انه سيخفض قيمة البيسو في وقت قريب جدا، و اقدم الاغنياء المكسيكيون في اليوم التالي على تحويل المليارات من البيسو إلى دولارات، و بعد يومين اعلنت الحكومة المكسيكية خفض قيمة البيسو بنسبة 13% فأدخلت هذه الخطوة الهلع في نفوس المستثمرين الاجانب فقاموا بسحب اموالهم إلى خارج المكسيك خلال اليومين التاليين، و هربت رساميل بقيمة 5 مليارات دولار إلى خارج البلد و فشلت السلطات المكسيكية بوقف انهيار البيسو الذي هبطت قيمته من 3.5 بيسو مقابل الدولار إلى 7.5 بيسو في مارس 1995، فخسرت بورصة الاسهم المالية نصف قيمتها بعد اشهر قليلة من تخفيض قيمة البيسو. و انتقلت الازمة بسرعة إلى بلدان اخرى في المنطقة حيث هبطت بورصة الاسهم فيها بحدة. (28) ( سنغ كقالجيت، 2007).

## 2-2- الأزمة المالية الآسيوية:

بدأت الازمة الآسيوية ابتداء بانهيار العملة التايلندية ( الباهت ) في تموز 1997 و التي ارجع بعض المراقبين مسؤولية تفجيرها بشكل غير قابل لتصديق بالأزمات الكبيرة في كل من روسيا و البرازيل على حد سواء، فان اسيا تظل تؤدي دور واسع النطاق في ادائها الاقتصادي و مشاكلها و تطلعاتها. (29) ( هناء ابراهيم الخفاجي، 2007 ).

فبعد الاداء المتميز الذي حققته اقتصاديات دول جنوب شرق اسيا ، و بعد ان استطاعت ان تتفخر من قائمة افقر دول العالم لتصل إلى مصاف الدول الصناعية، تزايدت الاتجاهات التفاؤلية بشأن مستقبل المنطقة، و عجزت معدلات الادخار عن ملاحقة معدلات الاستثمار المحلية، فارتفع معدل تدفق رؤوس الاموال الخاصة من 1.4% من الناتج المحلي خلال (86- 90 ) إلى 6.7% في (90- 96 )، و كانت السياسات التي تبنتها حكومة دول الازمة بدور رئيسي في جذب هذه التدفقات ، و نتيجة لزيادة التدفقات الرأسمالية الخاصة ارتفع العجز في موازين مدفوعات الدول المعنية، و استمر لفترة طويلة مما ادى إلى اندلاع الازمة التي بدأت شرارتها من بانكوك ( عاصمة تايلاند ) و انتقلت إلى باقي دول جنوب شرق اسيا، و تمثلت الازمة في انهيارات اسعار الصرف عملات هذه الدول مقابل الدولار ، ثم تبعه تدهور حاد في مؤشرات اسعار الاسهم مقدرة بالعملات المحلية في بورصات كوريا الجنوبية و ماليزيا، تايلند، سنغافورة، هونج كونج. و لقد ادت تدفقات رؤوس الاموال في ظل نظام سعر الصرف الثابت إلى ارتفاع الطلب المحلي ، و بالتالي ارتفاع الاسعار المحلية و اسعار الصرف الحقيقية. و رغم ما يوفره الارتباط بعملة اخرى من ضمانه لعدم تغيير قيمة العملة المحلية ، و بالتالي حفز رؤوس الاموال للتدفق إلى الداخل ، فان حدوث أي تخفيض لقيمة العملة المحلية سيؤدي إلى هروب رؤوس الاموال بسرعة فائقة،

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

لا سيما تلك المستثمرة في اصول قصيرة الاجل، و يثير هذا التخفيض المفاجئ توقعات حول تكرار عملية التخفيض مرة اخرى، مما يرفع تكلفة التحويل إلى العملات الاجنبية و بالتالي تكبيد المستثمر او المتعامل في السوق المالي خسارة عند الخرج منها. واي ان محاولة للتصدي لهروب رؤوس الاموال الناجم عن تخفيض العملة عن طريق رفع سعر الفائدة ،سيؤدي إلى زيادة مبيعات الاسهم في اسواق الاوراق المالية ، الامر الذي ينجم عنه تفاقم الازمة و وصولها للأسواق المالية من خلال تخفيضات اسعار الاسهم نتيجة زيادة المعروض منها. كما ان أي محاولة لوقف التدهور في قيمة العملة الاجنبية من خلال استخدام الاحتياطي الرسمي من العملة الاجنبية يؤدي إلى تآكل هذا الاحتياطي على مدى زمني قصير، و هذا ما يولد موجة تشاؤمية بالنسبة للمستقبل. و نتيجة للازمة تراجع صافي تدفقات رؤوس الاموال الخاصة المتجهة الاكثر تضررا في عام 1997 تراجعاً درامياً حيث وصل إلى 12 مليار دولار فقط بعد ان بلغ 92.8 مليار دولار عام 96. كما ان الصراع بين كبار المضاربين و على راسهم (جورج سورس) و اقتصاديات دول جنوب شرق اسيا قد لعب دوراً بالغ الاثر في تفاقم الازمة ، حيث تم توظيف رؤوس الاموال المتاحة لاقتصاديات رأسمالية صاعدة في تجارة العملات بدلا من استخدامها في تمويل الاستثمارات المنتجة و حركة التجارة الفعلية، فعمت حالة من الاضطرابات و عدم الاستقرار، و انتقلت مليارات الدولارات من رصيد الاقتصاديات الرأسمالية الصاعدة إلى جيوب المضاربين. (30) شدا جمال الخطيب و صغفق الركيبي، 2008). اي ان هذه الدول تعرضت لازمة مالية شديدة بعد ان شهدت عقدين كاملين من الراج ، وصفه صندوق النقد الدولي بالمعجزة الاسيوية. (31) ( ابراهيم عبد العزيز النجار، 2009).

و ادراكاً بالأثار المحتملة للازمة الاسيوية على حركة التجارة و المال الدولي، بادرت بعض المؤسسات المالية إلى معالجة الازمة لتضييق نطاقها إلى بعض الدول المتقدمة بتقديم تسهيلات مالية إلى الدول المعنية، بعد ان فرضت مشروطيتها التي تضمنت اجراء جملة من التغييرات الهيكلية على الاستراتيجيات الانمائية التي تبنتها هذه الدول في السنوات السابقة. (32) (عرفان تقي الحسني، 1999).

## 4-2. الازمة الارجنطينية:

لقد كان للازمة المكسيكية في اواخر 1994 و اوائل 1995 آثار كبيرة على الأسواق المالية الارجنطينية نتيجة للنظام المالي الضعيف و الاعتماد بشكل كبير على تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية قصيرة الاجل بالأرجنتين، فقد عانت اسواق الاسهم والسندات في الارجننتين الكثير من الخسائر الضخمة . بالإضافة إلى هروب رؤوس الاموال منها إلى دول اخرى. كما فقد البنك المركزي احتياطياته من النقود، و حصلت مشاكل خطيرة في النظام المصرفي بسبب السيولة. كما تعرضت البنوك الصغيرة و

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

المتوسطة إلى الافلاس. و يمكن ذكر ان الاقتصاد الارجنطيني قبل ظهور الازمة كان في احسن حالته، و ذلك بفعل تبنيه لسياسات الحماية، و كان لتدخل الدولة اثر كبير في ذلك النجاح. حيث في بداية التسعينات حصل نمو في الدخل القومي ، كما تقلص معدل التضخم و ارتفع حجم تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية، و احتلت سوق الارجننتين المرتبة الخامسة دوليا بعد كل من المكسيك و ماليزيا و الصين و تايلند، و في 1991 تم ربط البيزو بالدولار (1 بيزو = 1 دولار) كما تم انشاء مجلس لإدارة العملة و ذلك لدعم تثبيت اسعار العملات، كما قامت بتسديد العجز في الخزينة العامة عن طريق النقود السائلة. و في 1994 انخفضت قيمة العملة المكسيكية مما ادى إلى نتائج مدمرة و سريعة و لها تأثير كبير على النظام المالي الارجنطيني، فنظرا لأوجه التشابه بين الاقتصاد المكسيك و الارجننتين و تخوف المستثمرين من ان الاحداث التي وقعت في المكسيك سوف تتكرر في الارجننتين ،بالضافة إلى الاقدام على التخلص من الاسهم و السندات و القيام بسحب العملة الارجنطينية بمبالغ ضخمة و الودائع المصرفية بالدولار الامريكي. (33) ( عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، 2003). و لاسترجاع الثقة و التقليل من الضغط على البيزو ، التزم البنك المركزي بتنفيذ خطة التحول، و مع ذلك فان التعامل بالدولار واصل استمراره ، كما زادت توقعات المستثمرين بالنسبة لخفض قيمة العملة في جانفي و فيفري 1997. و في الفترة ما بين 23 ديسمبر 1994 و 31 مارس 1995 فقد البنك المركزي 5.5 بليون دولار امريكي من اجمالي احتياطه، بسبب تحول البيزو و بشكل مرعب و مثير للدع إلى الدولار من جانب القطاع الخاص، و قد مثل هذا النقد 5/1 من كمية الاحتياطي من السيولة العالمية لدى البنك. كما ان حالة الدع اثرت ايضا على سوق الاسهم ، ففي الفترة ما بين 19 و 31 ديسمبر 1994، حيث انخفض مؤشر اسهم البورصة إلى 12.4% ، ثم انخفض سنة بعد ذلك إلى 5.4 في جانفي 1995 و واصل انخفاضه الكبير في فيفري 1995 حتى تدهور و وصل إلى 25.7%. (34) (زدوري اسماء، 2004).

:

و فيما يلي عرض مختصر لاهم ازمان النظام الرأسمالي

جدول رقم (2) : اهم ازمات النظام الرأسمالي

الأسواق المالية المعنية	الازمة
السندات لأجل	ازمة 1637
الاسهم	انهيار 1720
البنوك	ازمة 1797
البنوك	ازمة 1810
البنوك	ازمة 1819
الاسهم	ازمة 1825
الاسهم و البنوك	انهيار 1836
الاسهم	انهيار 1873
الاسهم	انهيار 1929
البنوك	ازمة 1974
البنك الفيدرالي الامريكي	ازمة 1979
البنوك ، اسعار الفائدة و الاخطار النظامية	ازمة الديون 1982
بنك نيويورك خطر نظامي	انهيار 1985
سوق السندات الحكومية ثم سوق الاسهم خطر نظامي	انهيار 1987
المحروقات	انهيار 1990
النظام النقدي الاوروبي ، اعادة الهيكلة الفرنسية	انهيار 1992
اسعار الفائدة، خطر نظامي	الازمة الاقتصادية المكسيكية 1994
البنوك	الازمة الاقتصادية الاسيوية 1997
اسعار الفائدة ، خطر نظام	ازمة 1998
الانترنت ، الاسهم	ازمة 2000
خطر نظامي	ازمة 2001
سوق العقار ، البنوك والاسهم ، خطر نظامي	ازمة 2008

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

المصدر : الهواري بن لحسن، المؤتمر العلمي الدولي حول :الازمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي اسلامي " طبيعة الازمة المالية الراهنة و اشكالية الفكر التنموي البديل رؤية اسلامية" ، عمان ، 2010 ، ص 2 - 3.

و اذا ما تم قصر النظر على فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، فإنه يلاحظ ان النظام الرأسمالي قد تعرض إلى 38 ازمة مالية في 26 سنة ، من عام 945 إلى 1971. كما ان 139 ازمة مالية اصابت هذا النظام في 24 سنة من 1973 إلى 1997، اي ان وتيرة وقوع الازمات قد ازدادت زيادة ملحوظة بمرور الزمن، و مما يذكر في هذا الصدد ان معدل تكرار الازمات بعد الحرب العالمية الاولى قد اصبح ضعف ما كان عليه قبلها. و طبقا لصندوق النقد الدولي، فقد وقعت 124 ازمة مصرفية منظومية خلال 37 سنة من عام 1970 إلى عام 2007. كما سجل الاحصاءات ان الاقتصاد الامريكي قد تعرض منذ اواخر اربعينات القرن العشرين إلى ازمة انكماش او ركود كل ست سنوات، مع استمرار الازمة نحو عشرة شهور في المتوسط. ان تكرار الازمات على هذا النحو يشير إلى ان الازمات من لوازم الرأسمالية و ليس شيئاً طارئاً او استثنائياً بالنسبة لها. (35) ( الهواري بن لحسن ، 2010).

### III - أزمة الرهن العقاري 2008:

يمر الاقتصاد العالمي مند سبتمبر 2008 بأزمة مالية تعد من اسوء الازمات مند 30 سنة، نتجت عن مشكلة الرهن العقاري التي تسببت فيها القروض العقارية الرديئة.

#### 1- نشأة الازمة المالية و مظاهرها:

تعتبر الازمة المالية الراهنة من ابرز الازمات المالية التي شهدتها العالم ، و قد مرت بعدة مراحل حتى وصلت إلى الانفجار.

#### 1-1- نشأة الازمة المالية:

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

تتمثل في أزمة الرهن العقاري، حيث انفجرت عندما وقعت مليارات الديون الهالكة في ذمة مواطنين استدانوا قروضا من البنوك و لم يستطيعوا ارجاعها، و تتمثل في قروض شراء المنازل ، للانخفاض الحاد في قيمة الرهن العقاري ، حيث وصلت إلى حد ان المواطن سيسد قرضا لشراء منزل لم يعد اليوم يساوي نصف قيمة شرائه الاصلية. و هنا يقف النظام البنكي على حافة الانهيار لافتقاره إلى السيولة القادمة من جيوب المقترضين تمهيدا للكارثة الاكبر و هي دخول البنوك و عملائه إلى شبكة قانونية ترافعية التي قد تكلف الطرفين ما يزيد عن مئتي مليار دولار.

حيث ان المستهلكين استجابوا للشركات العقارية او من يقوم مقامها، في طريقة عرض عملية التمويل لبناء المنازل او شرائها جاهزة، بعد ان ضربت الازمة الاقتصادية جدورها تراجعت ارباح تلك الشركات بسبب الخسائر التي منيت بها من جراء عجز المستهلكين عن سداد القروض التي منحت لهم من قبل تلك الهيئات ، فكانت السياسة الاقتصادية في عملية الرهن العقاري مثل الفقاعات ( فقاعة العقارات الامريكية ). (36) ( ابراهيم حبيب الكروان السعدي، 2009 ).

و هذا الذي ادى في النهاية إلى عدم توفر السيولة لدى المصارف المقرضة لشراء العقارات، و افلس بعضها و خشي المودعون على مدخراتهم ، فتوقف ايداع الاموال في المصارف ، و سعى الكثيرون إلى سحب ودائعهم خوفا من التأثر بموجة الانهيارات ، و تعذر لبعض المصارف الدفع لعملائها ، مما دفع السلطات الامريكية و الاوروبية إلى ضخ المليارات الكثيرة لمواجهة موجة الطلب المتزايدة على العملة من قبل المواطنين .

و هكذا وجد العالم نفسه على حافة مشكلة بلا حل. كما ان للتعامل في المشتقات المالية و التي يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الاصول المالية بناء على اصل واحد، كان يشتري المواطن بيته بالدين مقابل رهنه، ثم ترتفع قيمته فيحاول الحصول على قرض من جديد مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية ( الرهون الاقل جودة ) و التي تكون عرضة للمخاطر اذا ما انخفضت قيمة العقارات . ولم تكفي المصارف بالتوسع في هذه القروض الاقل جودة، بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل ، و بالتالي للتوسع في الاقراض. و تنامت كبالون ضخم قيمته 630 ترليون دولار.

**جدول رقم (3): الدول المتأثرة بالأوراق المالية الامريكية الخاصة بالرهن العقاري**

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

التأثير	العلاقة بالأوراق المالية الأمريكية ( المشتقات )	الجهة
لم تتأثر	لم تتعامل	المصارف العربية
لم تتأثر	لم تتعامل	اليابان
لم تتأثر	لم تتعامل	اسبانيا
لم تتأثر	لم تتعامل	دول شمال اوروبا
تأثرت	تعاملت	ايسلندا و الدنمارك
تأثرت	تعاملت	المصارف الاوروبية و البريطانية

المصدر: محمد عبد الوهاب الغزاوي ، عبد السلام محمد خميس ، الازمات المالية ، دار اثناء ، الاردن ، 2010 ، ص 49.

و لقد هزت هذه الازمة مبدأ اساسيا في الفكر الرأسمالي، و هو عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، فتدخلت امريكا و الدول الكبرى بضخ مئات المليارات في الأسواق، و حذر البعض من ذلك بقوة ، لان استخدام الاموال العامة لانقاذ مؤسسات منهاره يعتبر مكافئة للمخطئين على اخطائهم. و ان هذا التدخل يفاقم ازمة المديونية في دول يبلغ حجم الدين العام فيها اكثر من 11 ترليون دولار. (37) ( محمد عبد الوهاب الغزاوي ، عبد السلام محمد خميس ، 2010).

## 2-1- مظاهر الازمة :

تتمثل مظاهر الازمة في:

- الهرولة في سحب الايداعات من البنوك، و هذا الذي تناولته وكالات الاعلام المختلفة
- قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات و الافراد خوفا من صعوبة استردادها.
- نقص السيولة المتداولة لدى الافراد و الشركات و المؤسسات المالية، و هذا ادى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي في جميع نواحي الحياة. مما ادى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم.
- انخفاض مستوى التداولات في اسواق النقد و المال، و هذا ما احدث ارتباكا و خلا في مؤشرات الهبوط و الصعود.

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

- انخفاض مستوى الطاقة التشغيلية في الشركات بسبب نقص السيولة و تجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية بأسعار فائدة عالية جدا و ضمانات مغلظة.
- انخفاض المبيعات و لا سيما في قطاع العقارات و السيارات و غيرها، بسبب ضعف السيولة.
- ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف و الافلاس و التصفية ، و اصبح كل موظف و عامل مهدد بالفصل.
- ازدياد معدل الطلب على الاعانات الاجتماعية من الحكومات.
- انخفاض معدلات الاستهلاك و الانفاق و الادخار و الاستثمار، و هذا ادى إلى المزيد من الكساد و البطالة و التعثر و التوقف و التصفية و الافلاس. (38) مصطفى العمواسي و آخرون ، 2009).

## 2- اسباب الازمة المالية و تداعياتها:

لقد كانت لازمة المالية عدة اسباب ساهمت في تفاقمها و انتشارها، حيث عانت العديد من اقتصاديات الدول في العالم من انعكاساتها الخطيرة.

### 1-2- أسبابها :

لقد تعددت اسباب ازمة الرهن العقاري و يمكن اجمالها في:

#### أولاً: الاسباب العامة لازمة المالية

- اختلال التوازن بين الأنشطة الانتاجية و الأنشطة المالية ، حيث شهدت الدول الصناعية المتقدمة في ظل العولمة حالة من عدم التوازن بين الأنشطة الانتاجية و الأنشطة المالية . (39) ( عبد المطلب عبد الحميد، 2009).

- الدعوات الاعلانية التي قام بها قطاع المصارف، و توجه بها إلى القطاع الاهلي (الاسر) ، و تأثر الكثير من افراده بتلك الدعوات. فلو اعطينا مثلا عن شاب تخرج من الجامعة حديثا و وجد عملا ، و لم يستطع براتبه شراء منزل او سيارة فيتوجه إلى القرض الربوي من المصرف دون النظر إلى امكانية قيام هذا الراتب بتسديد قروضه إلى الجهة التي التي اقرضته، و دون النظر ايضا إلى ما قد يطرا من



عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

ازمات مستقبلا قد تؤثر على القوة الشرائية لراتبه. كما هو الحال بالنسبة للتضخم النقدي الذي اصاب معظم العملات النقدية لدول العالم بسبب موجة الغلاء العالمي الحالية. (40) (حسن محمد الرفاعي، 2009).

- نمو نشاط المضاربات بشكل كبير و متنامي ، حيث ان هذا النمو لم يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الاسهم، لذلك فقد اجريت المضاربات في اسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة مما تسبب في حدوث عرقلة في التسديد و حصول الازمة.

- عدم شفافية و وضوح البيانات المالية و سوء الادارة ، حيث ان عدم الشفافية و عدم الوضوح في نتائج الحسابات قد تم بشكل غير مقصود، و ذلك راجع لطبيعة عمل مهنة المحاسبة القانونية التي تعتمد في انجاز اعمالها على قواعد و مبادئ و معايير محاسبية لم يستطع من خلالها اظهار نتائج الاعمال و الوضع المالي بشكله الحقيقي طبقا للمتغيرات الاقتصادية.

- تطبيق العولمة الاقتصادية ، فلقد تبنت الولايات المتحدة الامريكية ايدولوجية عولمية يمثل جانبها الاقتصادي التحرير الواسع للأنشطة التجارية و المالية و الخدمية من الناحية الوظيفية و الهيكلية، و قد واجه تطبيق استراتيجية العولمة التحديات التالية:

- التحرير الواسع للأنشطة الاقتصادية و المالية ، فقد اعتمدت استراتيجية العولمة على التحرير الواسع للأنشطة التجارية و المالية منها حرية حركة رؤوس الاموال ، و قد تم تطبيق هذا التحرير من خلال الهيئات و مؤسسات عالمية مسؤولة عن تنظيم هذه الانشطة مثل ( صندوق النقد الدولي و البنك الدولي ) . منحت هذه الاستراتيجية قوى راس المال حرية كبيرة في ممارسة انشطتها الربوية دون قيود ، عدا تحقيق مصالحها المادية.

- معوقات التطبيق العملي للأفكار العولمة ، حيث ان البناء الفكري للعولمة اصدم بمعوقات كثيرة عند تطبيق افكارها عمليا، كما و هناك جهات عديدة تعادي افكار العولمة على اسس ايدولوجية او سياسية او اقتصادية. عملت على افشال التجربة

- اختلافات العولمة الاقتصادية ، فهي محملة بتناقضات و اختلافات كثيرة ، لعل ابرزها النمو غير المتكافئ و التركيز على توزيع الدخل و الثروة ، و التناقض بين عولمة راس المال و وطنية العمل. (41) ( الهواري بن لحسن، 2010).

- تكلفة تطبيق العولمة، اذ ان تطبيق العملي لاستراتيجية العولمة زادت من التزامات الولايات المتحدة الامريكية باعتبارها الراعية لتطبيق افكارها ، و كلفة الالتزامات بالولايات المتحدة باهظة، من خلال المنح و المساعدات المقدمة لبعض الدول لتشجيعها على الانخراط في تشكيلة العولمة. (42) ( عبد المطلب عبد الحميد، 2009 ).

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

- توسع المؤسسات المالية في منح الائتمانات عالية المخاطر للشركات و المؤسسات العامة في مجال الرهن العقاري، و التي لا تتوفر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها اتجاه الجهات المقرضة، و وصل الامر إلى معاناة هذه الجهات من عدم توفر السيولة اللازمة لتمويل انشطتها.

- يعد الفساد الأخلاقي وراء الازمة ، بل كان يسير معها خطوة خطوة . و كما يقول "كورتز" ان الاسباب الجدرية و الجوهرية للازمة تكمن في الانهيار التدريجي الكامل للسلوك الاخلاقي في كامل الصناعة المالية، وعلى وجه الخصوص اختفاء أي وعي ائتماني مسؤول يعبر عن الاهتمام بمصالح العملاء. (43) ( احمد فراس العوران، 2010).

### شكل رقم (2): الاطار النظري للازمة المالية

اختلالات نقدية مصرفية	اختلالات مالية سوقية
-----------------------	----------------------

طبيعة النظام الائتماني المصرفي	طبيعة و وظائف السوق المالي
غياب الاشراف و الرقابة	شدة المضاربات
التوسع الائتماني دون رقابة	الفقاعات السعرية
الاقتراض من اجل المضاربات في الأسواق المالية	ازمة عدم الثقة في القطاع المالي

المصدر: حازم الببلاوي، الازمة المالية الحالية "محاولة للفهم"، جريدة المصري اليوم، 2008/10/4، ص 6.

### ثانيا : أسباب الازمة المالية من منظور إسلامي

#### أ – الربا و الغرر:

الربا هو الزيادة في المال بلا مقابل في معاوضة مال بمال. (44) (ريمون يوسف فرحات، 2004) سواء كانت هذه الزيادة في البيع او الشراء. (45) (محمد رامز عبد الفتاح العزيمي، 2003).

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

الربا و الازمة المالية : ان التمحيص الدقيق للازمة المالية العالمية يقودنا الى اعتبار الربا المتسبب الاول فيها ، و ذلك باعتبار ان الازمة هي ازمة رهن عقاري كانت بدايتها في الحث على الاقتراض من اجل الحصول على العقارات، فازداد طلب الناس على القروض و هذه القروض هي بفوائد أي انها عين الربا المحرم ، لذلك قلنا ان الربا هو المتسبب الاول في تلك الازمة المالية العالمية ، حيث قامت الادارة الامريكية بتشجيع القروض الربوية - الربا - و حثت عليه - بل و قدمت التسهيلات اللازمة للتعامل به ضانة منها انه المحرك للاقتصاد و النمو و نسوا ان ذلك منقص للمال و البركة، و بالتالي للنمو و التنمية فكيف يفلح نظام قائم على الربا. (46) (شوقي جبالي ، فريد خميلي ، 2010).

اما الغرر فهو المخاطرة و الجهل بالثمن او المثلثن ، و سلامته او اجله ، فهو الذي لا يدري هل يحصل ام لا ، كبيع الطير في الهواء، فهو بيع مستور و مجهول العاقبة ، لانطواء عاقبته على البائع و المشتري، فهو متردد بين امرين اغلبهما اخوفهما.(47) (محمد عبد الفتاح العزيز ، 2003 ).

الغرر و الازمة المالية: جل عمليات البورصة تقوم على اساس المضاربة على الاسعار و التي من شأنها ان تؤدي الى تقويم الاسهم بأكثر من قيمتها الحقيقية او باقل كثير ، كما ان عقود البورصة ليس من شأنها ان يسلم البائع ما باع، و لا المشتري ما اشترى ، بل هي مجرد رهانات على الربح من خلال عقود آجلة و مستقبلية لا تسليم فيها و لا استلام، انما يتم التحاسب فيها على فروق الاسعار، و المستثمر اصبح يقوم ربحه على اساس الحظ و المخاطرة و الغرر، و هذا ما كان شائع في البورصة الامريكية .(48) (شوقي جبالي ، فريد خميلي ، 2010 ).

## ب - المضاربة و بيع الديون:

### ❖ المضاربة

المضاربة هي التعامل بالأوراق المالية بغية الحصول على الربح ، و الربح عبارة عن الفرق بين ثمن شراء الاوراق المالية و بيعها ، و يعتمد مقدار الربح على قدرة المضارب في التنبؤ بأحوال السوق ، فان كان تقديره جيدا يحقق ربحا عال ، و على ذلك يحتفظ المضارب بأرصدة نقدية سائلة للاستفادة من التغيرات في اسعار الاوراق المالية بهدف تحقيق ارباح رأسمالية في الفترة القصيرة، فان توقع المضارب انخفاض اسعار السندات في بورصة الاوراق المالية ففي هذه الحالة سيسعى الى التخلص مما

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

لديه من الأوراق المالية، أي بيعها و الاحتفاظ بدلها بالسيولة النقدية و يحصل العكس اذا انخفضت اسعار الاسهم. (49) ضياء مجيد الموسوي ، 2000).

و لقد شملت المضاربة على العديد من التعاملات المحرمة منها الفوائد، و بيع مالا يملك و من ابرز المعاملات التي ظهرت في ظل المضاربة ما يلي:

✓ المتاجرة بالهامش على المكشوف : ان التعاملات المحرمة كانت هي الدافع و المتسبب الاساسي في الازمة المالية و من ابرز المعاملات المحرمة و التي كثرت في الولايات المتحدة الامريكية بغية المزيد من تحقيق الارباح هي المتاجرة بالهامش، و صورتها شراء الاسهم بثمن يمول جزء من الشراء بقرض ربوي من السمسار و الوكيل بالشراء او من غيره، حيث يقوم المشتري بدفع جزء من ماله لشراء الاسهم و الجزء الآخر يدفعه عن طريق الحصول على قرض بفائدة ، و مثل هذه المعاملة محرمة في الشريعة الاسلامية لاشتغالها على الربا المحرم و المتمثل في الفائدة من القرض ، كما ان هناك سبب آخر يجعل هذه الصيغة محرمة هو الجمع بين عقدين ، عقد القرض و عقد معارضة السمسرة.

✓ البيع على المكشوف : من التعاملات التي سببت الازمة و كانت متنافية مع الشريعة الاسلامية البيع على المكشوف و صورته بيع ما لا يملكه البائع و قن البيع ثم يقوم بشرائها من السوق او باقتراضها من السمسار بفائدة ليسددها للمشتري قبل تاريخ التسديد ، و هو امر محرم شرعا لاشتغاله على الفائدة المحرمة و بيع ما لا يملك. (50) شوقي جباري ، فريد خميلي ، 2010).

✓ بيع الديون (التوريق): يمكن تعريف التوريق على انه عملية تحويل الحقوق المالية المستحقة و التي تتدفق من مجموعة من الاصول (القروض العقارية و قروض السيارات ، و مستحقات بطاقات الائتمان و غيرها ) الى اوراق مالية، و ذلك بإصدار اوراق مالية مولدة للتدفقات نقدية و ذات طبيعة متجانسة و لكنها تفتقر الى السيولة يتم اصدار اوراق مالية بضمان هذه الاصول.

و نجد ان التوريق غير جائز شرعا لأنه بين دين بدين اقل منه قيمة و هو ربا و دخله محرم ، يدخل ضمن الربا ايضا. (51) (محمود ابراهيم الخطيب، 2010).

و يرى الاسلام ان التوريق يجب ان يكون في الاصول و ليس في الديون.

و يمكن الاستفادة من التوريق الاسلامي و تسويقه كأداة تمويلية معاصرة لخدمة المصارف و المؤسسات المالية الاسلامية بعيدا عن بيع الدين بالدين. (52) (محمد عبد الله العوامة ، محمد عواد الزيادات ، 2010).

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

و تمثل عمليات التوريق للأصول التي تقوم بها المؤسسات المالية الإسلامية إحدى الأدوات المالية قصيرة الأجل التي يمكن الاستفادة منها في سوق النقد لتوفير متطلبات السيولة. (53) (هناك محمد هلال الحنيطي ، 2010).

### ثالثاً: الفساد الأخلاقي

أي انفصال الأخلاق عن الأسواق بحيث أصبح الهم الوحيد للمتعاملين في الأسواق المالية هو البحث عن الأموال و الربح

السريع والمصلحة الفردية بكل طمع وبكل جشع دون مراعاة أي ضابط أخلاقي، ولا يتجاهل أي عاقل دور القيم و الأخلاق في صناعة أي حضارة و إنتاج أي تقدم، ما وصل إليه العالم حالياً من أعظم أسبابه هو الانفصال و الطلاق الذي وقع بين الأسواق والأخلاق. (54) (الهوري بن لحسن، 2010).

ولقد حاربت الشريعة الإسلامية مثل هذه الأخلاق الرديئة ودعت إلى التحلي بالأخلاق الفاضلة مثل الصدق ، الأمانة وعدم الغش .لذلك يقول الشيخ صالح كامل :ان المتأمل في مسببات الأزمة المالية يلحظ وبوضوح ان ادارة النشاط الاقتصادي بعيدا عن القيم الأخلاقية الانسانية السامية ، و قد كان عاملاً حاسماً و مهماً في حصول و تفاقم الأزمة ، و ظهرت بوضوح معالم الفساد في الأزمة المالية في سلوك الافراد ، والمؤسسات الاقتصادية في عدة مجالات منها تقدير قيم الضمانات التي يتم بموجبها تقديم القروض و الرشاوي و المصالح المتبادلة في اتخاذ القرارات بمنح التمويل و عمليات الاحتكار و الغش و التدليس ، و ان الاقتصاد العالمي و الاقتصاد العربي بشكل خاص يحتاج و بشدة لأن تسود فيه قيم و ضوابط أخلاقية ، و إرساء منظومة من القيم و المثل لتحقيق العدالة و الاستقرار. (55) (شوقي جباري و فريد خميلي ، 2010).

### رابعاً: المشتقات المالية

لم يرجع التوسع في الاقراض فقط الى تجاهل اعتبارات الحدود المنقولة للرافعة المالية لكل مؤسسة ، بل ان النظام المالي في الدول الصناعية قد اكتشف وسيلة جديدة لزيادة حجم الاقراض عن طريق اختراع جديد اسمه " المشتقات المالية " وهو اختراع يمكن عن طريق توليد موجات متتالية من الاصول المالية بناء على اصل واحد ، وقد سعت المؤسسات المالية الأمريكية الى تحويل المديونيات

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

الخاصة بالمقترضين الى مديونيات عامة و من ثم المتاجرة بها من خلال صكها لسندات تمثل هذه المديونيات ما يسمى بالمشتقات.<sup>(56)</sup> (حازم الببلاوي، 2008).

ويوجدكم هائل من المشتقات الاستثمارية العاتمة في الاسواق و التي تختلف التقديرات حول قيمتها الاجمالية ، ومنها المشتقات عالية الخطورة المعرفة بمبادلات الديون و التي تقدر بنحو 60 ترليون دولار.

و اشار تقرير صندوق النقد الدولي عام 2008 الى ان الخسائر التي تكبدها معظم البنوك العالمية جراء ازمة الرهون العقارية تقدر بمبلغ 945 مليار دولار و قد تركزت هذه الخسائر فيما يلي:

-هبوط اسعار العقارات.

-انخفاض قيمة الاصول المالية المرتبطة بالرهون العقارية.

-هزات البورصات التي ادت الى انهيار الاسعار.

- خسائر الاموال المالية التي بلغت عشرات المليارات من الدولارات في بعض البنوك، مثال على ذلك حالة سيتي بنك الذي كان اول بنك محلي عالمي خسر في هذه الازمة.<sup>(57)</sup> (سعيد حايدي العامري، 2008).

و تقدر احصاءات بنك التسويات الدولية حجم شهادات العرض الاستثمارية التي تم اصدارها في عام 2006 في اوروبا و الولايات المتحدة بحوالي 100 مليار دولار، ثلثها تقريبا مرتبطين بأصول و قروض عقارية متدنية الملاءمة ، و في العام نفسه كان حجم القروض الامريكية ضعيفة الملاءمة حوالي 400 مليار دولار أي 18٪ من اجمالي حجم السوق الامريكي.<sup>(58)</sup> (حازم الببلاوي، 2008).

و بما ان جميع المشتقات المالية تحوي انواع من الربا و القمار و الغرر و الجهالة، و لا يتحقق فيها شروط عقد البيع الصحيح فهي غير جائزة شرعا ، و لذا ينبغي تطوير مشتقات و منتجات مالية متفقة مع الضوابط الشرعية يمكن استعمالها في التحوط من التقلب في اسعار السلع و العملات و الاسهم و عوائد الاستثمار ، و ذلك من خلال دراسة و فهم عقود المشتقات المالية الحالية، ووضع البدائل الاسلامية لها بالإسناد الى عقود اسلامية جائزة شرعا مثل عقد السلم ، ووضع الترتيبات و التنظيمات اللازمة لتحقيق الضوابط الاسلامية في المعاملات لتقييم و تسعير و تحديد عوائد مثل هذه المشتقات المالية الاسلامية.<sup>(59)</sup> (محمد محمود العجولوني، 2008).

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

و بالتالي يتبين لنا من خلال تحليل اسباب الازمة المالية المعاصرة انها تتركز حول النظم الوضعية الآتية:

\*نظام الفائدة (الربا) على الودائع و القروض.

\*نظام التجارة بالديون اخذا و عطاءا.

\*نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة مقابل زيادة الاجل.

\*نظام بيع الديون.

\*نظام المشتقات الذي يقوم على المعاملات الاحتمالية و الحظ. (60) (حسين حسن شحاتة ، 2008).

## 2-2- تداعيات الازمة المالية العالمية:

لقد اثرت الازمة الامريكية على معظم دول العالم فمع انهيارات البنوك انخفضت قيمة الاسهم في الدول الغربية و الاوروبية بنسبة كبيرة ، و ذلك نظرا لاستثماراتها بالولايات المتحدة الامريكية. (61) (وائل ابراهيم الراشد، 2010).

و كل هذا يؤكد ان العالم سيدفع ثمن التعافي من هذه الازمة مع الولايات المتحدة الامريكية، و تمثلت اهم تداعيات هذه الازمة على الاقتصاد العالمي في :

\* تعرض العديد من البنوك حول العالم و خاصة في آسيا و اوروبا لخسائر من جراء هذه الازمة الامر الذي ادى الى انتشار المخاوف بين البنوك من الاقراض و تراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم ، الامر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الاموال في اسواق المال لتقليل من حدة هذه الازمة و اتخاذ اجراءات فعالة لحفظ سعر الفائدة على ادوات السياسة النقدية و زيادة توافر الائتمان.

\* ادت هذه الازمة الى ايجاد نوع من عدم الاستقرار و التذبذب في الاسواق المالية العالمية ، و الى وجود حالة من الخوف الشديد في اوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد و الاستثمار ، دفعت بالكثيرين منهم الى عدم الرغبة في تحمل المخاطر و البحث على استثمارات آمنة في قطاعات أخرى ، بل و دفعت البعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات ، علاوة على ما احاط بعمليات الاندماج و الاستحواذ من شكوك و غموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من ادوات الدين.

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

\* ادت الازمة الى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم حوالي 25 بنك (لأكثر من 300 مليار دولار من قيمة أصولها) نتيجة لانخفاض قيمة الاوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ 2008 م، الامر الذي ادى الى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين ، و هناك تقديرات بان تصل القيمة الى حوالي 400 مليار دولار بنهاية هذا العام. (62) (شذا جمال الخطيب وصعق الركبي 2008).

\* ازدياد نسبة البطالة الى ارقام غير مسبوقه ، فقد شهدت الكثير من الدول المتقدمة و خاصة (و م أ) زيادات في معدلات البطالة لتصل إلى 8.5 % في مارس 2009 مقارنة بنسبة 6.8 التي كانت في سبتمبر 2008.

\* تقلص التجارة الخارجية بين دول العالم، حيث ان حجم التبادل العالمي سيتقلص الى 2.7 سيكون له تأثير خطير على دول العالم أجمع.

\* التأثير السلبي على الانشطة الانتاجية لكثير من المؤسسات الاقتصادية ادى الى تراجع الطلب الكلي و من ثم اشتداد حدة الركود، متسببا في تزايد مستويات البطالة و تراجع مستويات المعيشة امام تعطل ميكانيزمات الاقراض، أي عدم وصول السيولة النقدية الى الانشطة الاقتصادية الانتاجية. (63) (مسعود مجيطة ، 2009).

\* تشير الارقام الى ان الازمة المالية قد امتدت الى مناطق مختلفة من العالم، ففي دول الاتحاد الاوروبي و برغم التوقعات التي سادت بعدم تأثرها بالأزمة الا ان الواقع الفعلي اثبت مدى خطأ هذه التوقعات ، خاصة مع انخفاض و تراجع اسعار العقارات في اوروبا و خاصة في اسبانيا ، كما تراجع معدل النمو حيث خفضت مفوضية الاتحاد الاوروبي توقعاتها للنمو الاقتصادي في منطقة بسبب الشكوك حول مصير الاقتصاد العالمي ، كما حذر وزراء مالية دول منطقة اليورو والبنك المركزي الاوروبي من ارتفاع معدلات التضخم و التي وصلت إلى 5.3% نتيجة لاقتران ارتفاع اسعار النفط و المواد الغذائية مع التباطؤ الاقتصادي و انخفاض ثقة المستهلكين.

\* من ناحية اخرى اطلقت العديد من الشركات الاوروبية الكبرى مثل " سيمنز" و "ميتشلان" اشارات تحذيرية من تأثير الازمة الامريكية عليها ، كما اثرت الازمة على الشركات الاوروبية التي تعمل في الولايات المتحدة الامريكية. (64) (شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، 2008).

### 3- اساليب مواجهة الازمة المالية:



عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

تضافرت جهود العديد من الدول و الهيئات و المنظمات الدولية لإيقاف تداعيات هذه الازمة و كان أبرز ما خرجت به من حلول و اقتراحات فيما يلي:

### 1-3- خطة الإنقاذ الامريكية المقترحة لعلاج الازمة:

هناك بعض الحلول العاجلة التي اتخذت لأجل حل هذه الازمة من طرف أمريكا و تمثلت في:

- ❖ البنوك المركزية في مجموعة الاقتصاديات الرئيسية في العالم و منها البنك المركزي الاوروبي و بنك اليابان تتفق على ضخ 180 مليار دولار في الاسواق عن طريق زيادة مشترياتها من سندات الخزانة الامريكية.
- ❖ عشر مصارف دولية توافق على انشاء سوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة اكثر حاجاتها الحاحا ، كما تعلق المصارف المركزية موافقتها على فتح مجالات التسليف.
- ❖ المسؤولين عن الاسواق المالية يقررون يوم 20 سبتمبر 2008 وقف المضاربات القصيرة الاجل مؤقتا (143)

\* ولقد اقترحت الولايات المتحدة الامريكية خطة للإنقاذ و تمثلت في

وزارة الخزانة الامريكية كشفت تفاصيل الخطة الحكومية لإنقاذ القطاع المصرفي في الولايات المتحدة و ذلك بعد رصد 700 مليار دولار لتنفيذها.

وجاء في بيان لوزارة الخزانة ان الخطة تتيح لوزير الخزانة هنري بولسون بالتنسيق مع رئيس الاحتياط الفيدرالي الحصول على الصلاحية التي تخوله شراء اصول بنوك و شركات و مؤسسات مالية اخرى، طالما كان ذلك ضروريا لتثبيت الاسواق المالية ، لكن هذه الخطة التي وصفها بوش بانها ضخمة سترفع سقف الدين الامريكي العام من مستوى 10.6 الى 11.3 ترليون دولار و هو ما من شأنه ان يؤدي الضغوط بشكل كبير على مجمل الاقتصاد الامريكي.

و في محاولة لاحتواء الاضطرابات في اسواق المال اعلنت وزارة الخزانة الامريكية ايضا ستدعم بـ 50 مليار دولار صناديق الاستثمار التي تتعامل في سوق النقد و انخفضت قيمة اسهمها عن دولار واحد. (65) (حازم البيلاوي ، 2008).

و اقرت الخطة منح اعفاءات ضريبية بنحو مائة مليار دولار للطبقة الوسطى و الشركات ، و تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم ، و استعادة العلاوات التي تم تقديمها على ارباح متوقعة لم تتحقق بعد.

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

و لقد اقرت الخطة ايضا دفع تعويضات تشجع على المجازفات ، و تم تحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يفيدون من التخفيضات الضريبية بخمسمائة الف دولار. (66) (محمد احمد زيدان، 2009).

و الجدول الموالي يبين اجراءات نظام الاحتياطي الفدرالي لخفض اسعار الفائدة وتحفيز الاقتصاد

#### جدول رقم (4): معدلات تغير نظام الاحتياطي الفدرالي خلال عام 2008

Fed Funds rate سعر الفائدة الجديد	Fed Funds معدل التغير	سعر الخصم ثانوي سعر الفائدة الجديد	سعر الخصم اولي سعر الفائدة الجديد	سعر الخصم معدل التغير	التاريخ
%2.00	%25 -	%2.75	%2.25	%25 -	2008/04/30
%2.25	%75 -	%3.00	%2.50	%75 -	2008/03/18
-	-	%3.75	%3.25	%25 -	2008/03/16
%3.00	%50 -	%4.00	%3.50	%50 -	2008/01/30
%3.50	%75 -	%4.5	%4	%75 -	2008/01/22

المصدر: محمد احمد زيدان ، فصول الازمة المالية العالمية : أسبابها، جذورها، و تبعاتها الاقتصادية ، لبنان، 13-14 آذار 2009، ص17.

#### 2-3- الاتحاد الاوروبي في مواجهته للأزمة:

لقد واجهت اوروبا الازمة المالية العالمية بموقف موحد شديد التنسيق في افضل و اقوى عروض منهج الجبهة الموحدة، و الحلول الوسطية التي يحاول الاتحاد الاوروبي الالتزام بها مؤخرا ، و كان في اعلان خطة انقاذ بروكسل (الخطة التي اعلنتها المفوضية الاوروبية 200 مليار يورو) و ما سبقها من اجراءات خير دليل، فبمجرد اندلاع الازمة اعلنت كل دولة من الدول الاوروبية عن تحركات احادية من جانبها ، تتضمن خطط انقاذ مالية هائلة لمواجهة الازمة المالية:

\***ففي بريطانيا** : تم تخصيص 37 مليار جنيه استرليني لشراء اسهم في عدد من كبرى البنوك البريطانية، و اصبحت الدولة بذلك اكبر مساهم في العديد من البنوك.

\***في فرنسا** اعلن الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" ان بلاده اعدت خطتين لمساعدة البنوك على التغلب عن الازمة المالية و هما:

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

• الاولى بقيمة 300 مليار يورو كضمانات للقروض المشتركة بين المؤسسات و الاخرى بقيمة 40 مليار يورو للحصول على حصص في الشركات و المؤسسات المالية المتعثرة.

\***في ألمانيا:** اعلنت المستشارة الالمانية "انجيلا ميركل" عن خطة انقاذ مالية قيمتها 500 مليار يورو، ثم بموجبها تأسيس "صندوق لاستقرار الاسواق المالية" لدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية حتى نهاية 2009، مع تخصيص 400 مليار يورو كضمانات مصرفية، بالإضافة الى توفير 100 مليار يورو من بينها 80 مليار يورو لإعادة رسملة المؤسسات المصرفية.

\***في اسبانيا:** اقرت الحكومة الاسبانية قانون يضمن ديون البنك حتى نهاية 2009 بقيمة 100 مليار يورو كحد اقصى.

\***في ايطاليا :** حاولت السلطات الايطالية و مدير البنك تهدئة البنك من خلال اطلاق تصريحات مفادها ان المخاطر التي تتعرض لها ايطاليا من اضطرابات الاسواق المالية محدودة بفضل ممارسات الاقراض المنخفضة، و اعلنت الحكومة الايطالية عن اطلاق خطة تستهدف استقرار السوق كإجراء "احترازي" لإنقاذ البنوك و الودائع البنكية حتى لا يتعرض أي بنك للإفلاس بتوفير تمويل انقاذ بقيمة 20 مليار يورو. (67) (بندي عبد الله عبد السلام، 2009).

### 3-3-3- قمة العشرين و احتوائها للأزمة:

توصلت الدول العشرون التي تضم : اليابان، الولايات المتحدة، فرنسا، كندا، بريطانيا، ألمانيا، ايطاليا، روسيا، و هي (مجموعة الثمانية) بالإضافة إلى الصين، استراليا، كوريا الجنوبية، تركيا، السعودية، اندونيسيا، البرازيل، الأرجنتين، المكسيك، جنوب افريقيا (الدول الناشئة) . و التي تمثل كبرى الاقتصاديات في العالم إلى خطة عمل لتنظيم اسواق المال العالمية بشكل افضل، و اتخاذ خطوات لوقف التراجع الاقتصادي العالمي و انقاذ الاقتصاد من الركود.

و اكدت القمة على ضرورة الالتزام بالمعايير الدولية و منها معيار "المحاسبة العالمية التنظيمية" و قد تضمنت خطة العمل التي اتفق عليها القادة مجموعة من النقاط ابرزها:

- تعزيز شرعية و فعالية المؤسسات المالية القائمة مثل صندوق النقد و البنك الدولي ، و الانفاق على اجراءات جوهرية لإصلاح النظام المالي لتفادي الازمات المالية المستقبلية بسبب القروض المصرفية القائمة على المخاطرة. (68) ( عبد المطلب عبد الحميد، 2009).

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

و تركز عمليات اصلاح النظام المالي على خمسة مبادئ اساسية للإصلاح و هي:

- ✓ تعزيز الشفافية و المساءلة في النظام المالي
- ✓ تعزيز التنظيم السليم في النظام المالي.
- ✓ تعزيز النزاهة في الأسواق المالية
- ✓ تعزيز التعاون الدولي بشكل عام.
- ✓ اصلاح المؤسسات المالية الدولية. (69) ( محمد ابراهيم السقا، 2011).

### 4-3- الدول العربية و احتوائها للازمة:

ان دول مجلس التعاون الخليجي اتبعت سياسة خفض اسعار الفائدة، حيث قام البنك بخفض معدل الربا العكسي بنسبة 50 نقطة اساس ليصل إلى 3.5 بالمئة.

و قال ان البحرين خفضت اسعار الفائدة على الودائع لمدة اسبوع و اسعار فائدة على الودائع ليوم واحد بواقع 50 نقطة اساس، اما دولة الامارات العربية فقد خفضت سعر اعادة الشراء بنسبة 75 نقطة اساس ليصل إلى 3.5 في المئة، و خفض بنك الكويت المركزي سعر الخصم من 6.25 إلى 5.75 بالمئة، و سعر اعادة الشراء من 4.5 إلى 4 في المئة.

لكن المشكلة الاكبر تتمثل في الازمة المالية الامريكية التي قد تصل قيمة خسائرها إلى ترليون دولار وفق اشد التوقعات تفاؤلاً، و صار الان يمتد شيئاً فشيئاً ليفت في عضد الاقتصاد العالمي برمته.

ان العالم العربي لن يكون محصنا على الارجح من تداعيات هذه التطورات ، فالعولمة جعلت اسواق الاسهم العربية مثلاً سريعة التأثر بما يحدث في الأسواق العالمية، كما ان تباطؤ معدلات النمو الاقتصادية العالمية سيؤدي إلى تراجع الطلب على النفط الذي يشكل حوالي 60% من اجمالي الصادرات العربية، هذا بالإضافة إلى احتمالات تأثر الاستثمارات العربية في الخارج التي تقدر بمليارات الدولارات بهذا الوضع. (70) ( مصطفى العواسي و آخرون، 2009).

وعلى العموم فان اساليب مواجهة الازمة المالية العالمية امريكية و دوليا و عربيا تضمنت اجراءات يكاد يكون متفق عليها تماما في مواجهة الازمة و لقد تلخصت فيما يلي:

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

- وقف المضاربات أي المقامرات و البيع على المكشوف و بالذات التعامل مع المشتقات و هي الخيارات و المستقبلات و التحوطات لتغيرات سعر الفائدة ، و تشديد رقابة السلطات النقدية و على راسها البنك المركزي في ممارسة العمل المصرفي بصفة عامة و في ضخ الائتمان بصفة خاصة.
- اعتماد السياسات المصرفية بحزم و صراحة فيما يتصل بإدارة السيولة و الربحية و ادارة مخاطر الائتمان و ادارة كفاية رأس المال.
- الاستمرار في ضخ السيولة حتى لا تنهار اساسيات القاعدة الانتاجية و الاقتصاد الحقيقي و يدخل في كساد عالمي كبير كما حدث في 1929.
- لا مانع من تأمين عدد من البنوك و شركات التأمين و المؤسسات المالية و هو تأمين مرحلي لعلاج آثار الازمة و الحفاظ على استمرارية النظام المصرفي و المالي و استقراره.
- وضع قيود على رواتب و مكافآت المصرفيين و كبار مديري الشركات و المديرين التنفيذيين.
- التفكير الجاد في تطبيق نظام التمويل الاسلامي الذي ثبت انه يمثل وقاية من الدخول في الازمات المالية، بما ينطوي عليه من عمليات المرابحة و المشاركة و المضاربة من منظور تطبيق لشرعية الاسلامية.

و من خلال كل ذلك نجد ان هناك قناعة كبيرة تزداد في لندن، اليابان و غيرها نحو تطبيق التمويل الاسلامي كنظام .<sup>(71)</sup> (عبد المطلب عبد الحميد، 2009).

### 3-5- العالم و البديل الاسلامي:

ادت هذه الازمة الى النظر في نظام التمويل الاسلامي من قبل الكثير من دول العالم في كافة المستويات الرسمية و الاقتصادية و الاعلامية ، بسبب بسيط هو ان المؤسسات المالية الاسلامية نجت من هذه الازمة بشكل كبير ، بسبب ابتعادها عن الكثير من الانشطة المالية العالمية التي ادت الى حدوث هذه الازمة.

و لم يكن النظام المصرفي الاسلامي معروفا من قبل ضمن النظام المالي العالمي ، لكنه بدأ يثير الانتباه بعد ان بات النظام المصرفي الاسلامي منافسا للنظام المصرفي الغربي بتحقيقه معدل نمو سنوي يتراوح بين 10 الى 15%.<sup>(72)</sup> (مأساتنا في ارزاقنا و الحل في ديننا، 2011).

حيث اظهرت دراسة صندوق النقد الدولي عام 2010 ، ان البنوك الاسلامية اسهمت في الاستقرار المالي و الاقتصادي خلال الازمة المالية 2008، في حين فشل غيرها من المؤسسات المالية . فالتمويل الاسلامي يتطلب اعتماد المعاملات المالية حسب النشاط الاقتصادي الحقيقي ، و تستند المعاملات الى

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

مبدأ تقاسم الأرباح و تقاسم المخاطر، فهذا هو المبدأ الأساسي للتمويل الإسلامي و هو دعم العدالة و الانصاف، ادارة المخاطر و الشفافية. (73) (المؤتمر العلمي الخامس لعلماء الشريعة، 2011).

و قد بدأنا نرى العديد من المطالبات الغربية الداعية الى تبني نظام التمويل الإسلامي، بحيث لجأت بعض الدول الى منع بعض التعاملات المالية التي يجرمها الإسلام ادراكا منها لخطورة تلك المعاملات على الاقتصاد العام ، و من بين هذه الدول نجد ألمانيا التي اعلنت في ماي 2008 حظر البيع على المكشوف في سوق الأوراق المالية ، كما اتخذت اجراءات من اجل السماح بنظام تداول الصكوك و نظام التكافل (التامين).

و ادى نجات المؤسسات المالية الإسلامية الماليزية من الازمة المالية الى قيام المسؤولين في هونغ كونغ بطلب استشارات من خبراء الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا. (74) (مأساتنا في ارزاقنا و الحل في ديننا، 2011). و من ناحية اخرى فان الحكومة البريطانية اجرت اصلاحات قانونية لجذب الاستثمارات الإسلامية و منها اصدار تراخيص عمل البنوك الإسلامية بدعم من بنك انجلترا الى البنك المركزي الانجليزي.

اما في طوكيو باليابان ، فإننا نجد ان الحكومة اليابانية تستعد بقوة لإدخال تعديلات على قوانينها المالية و المصرفي، و بالتالي فان اليابان تأمل في ان تنضم الى مجموعة الدول المتنافسة في مجال التمويل الإسلامي ، و قد انظم البنك المركزي الياباني في سبتمبر 2008 الى مجلس الخدمات التمويلية الإسلامية، و هي الهيئة الدولية التي تضع المعايير للتمويل الإسلامي لكي يعمق معرفته بأسس التمويل الإسلامي . (75) (عبد المطلب عبد الحميد، 2009).

و في فرنسا بدأ التمويل الإسلامي يثير الفضول و الحماس في جميع ارجاء الدولة مما تطلب ذلك الدراسة و التعليم ، و لهذا ازدادت التدخلات الكبيرة من جانب ممثلي الجمعيات في هذا المجال ، إذ اصبح الآن التمويل الإسلامي جزءا من الاقتصاد الفرنسي ، و منذ 7 جويلية 2010 ، اعلنت السيدة كريستين لاغارد وزيرة الاقتصاد بمناسبة لقاءات المالية في باريس ان اربعة منتجات جديدة تميز المالية بداية عام 2010 خاصة بالتمويل الإسلامي، و منذ ان تم نشرها بتاريخ 24 اوت 2010 في النشرة الرسمية للضرائب ، و فرنسا لديها الآن نظام ضريبي مناسب لمثل هذه العمليات ، الصكوك (قريبة من التزامات المعاهدة )، المرابحة (الشراء و البيع باستخدام هامش التمويل)، الاجارة (ما يقرب من عقد الايجار ) ، و الاستصناع (بيع الممتلكات ) مما يؤكد طموحات فرنسا في مجال التمويل الإسلامي ، الا ان هذه العمليات متوافقة مع الشريعة الإسلامية نسبيا ، و لا تزال هناك حاجة و موافقة من قبل الخبراء و العلماء المتخصصين في هذا المجال. (76) (سليمان ناصر ، عايدة عبير بلعبيدي، 2010).

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

كما ينمو التمويل الاسلامي بسرعة في جنوب شرق آسيا ، فإندونيسيا تستعد لإصدار 1.6 مليار دولار سندات اسلامية لانعاش الاقتصاد الاندونيسي و علاج عجز الموازنة العامة الذي يصل الى 27٪ من الناتج المحلي الاجمالي.

و تعد ماليزيا اكبر سوق للسندات الاسلامية في العالم ، حيث اصدرت سنة 2008 سندات اسلامية لنحو 47 مليار دولار أي ما يعادل ثلثي اجمالي السندات الاسلامية على مستوى العالم ، علما بان السندات الاسلامية لا تخضع لنظام الفائدة و لكن تخضع لنظام المرابحة و تسدد الشركات التي تطرح سندات اسلامية دفعات مالية للمستثمرين من خلال مشروعاتها. (77) (عبد المطلب عبد الحميد، 2009).

و من خلال ما تقدم نجد ان الازمة المالية العالمية قد كشفت عن ان النظام الرأسمالي يحمل في طياته عوامل افلاسه ، و انه اصبح متصدعا مترقعا ، و هو ما دفع بأنظار العديد من الغربيين الى الدعوة لتطبيق النظام الاقتصادي الاسلامي ، الذي لا مكان فيه لسعر الفائدة و المقامرة و بيع الديون ، هذا التوجه يضع على عاتق اصحاب الفكر و القرار في المجتمعات الاسلامية مسؤولية ابراز منهج الاقتصاد الاسلامي و اسسه و اركانه و تفصيلاته بصورة تجمع التنظير و التطبيق على ارض الواقع.(78) (سليمان ناصر، عايدة عبير بلعبيدي ، 2010).

و المجتمع الاسلامي اجدر من يحق له و للإنسانية التجربة التي تعيد الى عالم الاقتصاد اخلاقياته ، و يتلافى بذلك الانحرافات الاباحية التي تورطت فيها الرأسمالية ، كما ينجو من الماركسية المادية، و اعادة المال الى وظيفته بوصفه خادما مطبعا للمجتمع لا سيادا له. (79) (مالك بن نبي، 1987).

## خاتمة الفصل:

من خلال ما سبق يتضح لنا أنه منذ بداية الثمانينات و إلى وقتنا الحالي تشكلت معالم جديدة للمناخ المالي في ظل عولمة الاسواق المالية و ذلك من خلال كسر الحواجز و الانتشار الدولي و عدم الخضوع للقوانين و اللاتنظيم و التوجه نحو أنماط جديدة للتمويل.

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

كل هذه المتغيرات احدثت فوضى في الاقتصاد العالمي و أنظمتها المالية و النقدية حيث أصبح العالم في قبضة مجموعة من المضاربين الذين يتاجرون بالعملات و الاوراق المالية.

و بسبب ترابطية الاسواق و انظمة المالية أدى إلى هشاشة النظام و قابلية سقوطه و خطورة حدوث الانهيارات المالية، ذلك ان وقوع خطأ في سوق واحد من الأسواق المالية في العالم يمكن ان يكون له تأثيرا ارتداديا واسعا و عميقا.

حيث يشهد العالم ازدياد وتيرة وقوعه في الأزمات المالية زيادة ملحوظة، و ان معدل تكرار الازمات بعد الحرب العالمية الأولى أصبح ضعف ما كان عليه قبلها. و طبقا لصندوق النقد الدولي فقد وقعت 124 ازمة مصرفية منظومية خلال 37 سنة من عام 1970 إلى عام 2007.

و تعتبر الأزمة المالية التي شهدها الاقتصاد العالمي منذ أكتوبر 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية من أسوأ الأزمات المالية التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات من القرن العشرين، حيث أنها كشفت عن عيوب النظام الرأسمالي و معاناته من خلال الخسائر الفادحة التي لحقت بالاقتصاد العالمي و افلاس العديد من البنوك و المؤسسات المالية و انتشار الذعر في أوساط المتعاملين الاقتصاديين في كل أنحاء العالم. و لعل لبرز الاسباب التي أدت إلى هذه الأزمة هو تفشي ثقافة الاقتراض بالفائدة، توريق الدون و المضاربة و غياب سلطة الرقابة المالية الفعالة و انتشار الفساد والاحتيال المالي، و كل هذه العوامل نمت و ترسخت في ظل العولمة المالي و بالتالي فإن هذه الأزمة المالية قد كشفت على انت النظام الرأسمالي يحمل في طياته عوامل افلاسه و أنه أصبح متصدعا مترقعا و هو ما دفع بأنظار العديد من الغربيين إلى الدعوة لتطبيق النظام الاقتصادي الاسلامي الذي لا مكان فيه لسعر الفائدة و المقامرة و بيع الديون.

## هوامش الفصل الثاني:

(1) Michel Ielart, les aspects internationaux de la désintermédiation financières, siminaire, 2001, P9.

(2) عماني لمياء، العولمة المالية آثار التحرير المالي على الاقتصاديات النامية: امكانيات الاقتصاد الجزائري في الاندماج، الجزائر، 2004، ص97.



- (3) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص152.
- (4) فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية التوريق و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، ملخص لنيل شهادة دكتورا أكاديمية ، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، الامارات العربية المتحدة،2006، ص5.
- (5) راتول محمد و مدني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل و تطوير البورصة في الجزائر، ملتقى دولي حول سياسات التمويل و اثرها على الاقتصاديات و المؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 20 فيفري 2006، صص6-7.
- (6) بو الدراهم لويزة و بو ساحة مفيدة، توريق الديون كأداة مالية حديثة في التمويل، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل التنمية، كلية علوم الاقتصاد و علوم التسيير، جامعة قالمة، 2010/2009، ص ص152-153.
- (7) لحول عبد القادر، اشكالية تدويل الخطر المالي و مخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية، ملتقى دولي حول متطلبات التنمية في أعقاب افرازات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، يومي 28-29 أفريل 2010، ص5.
- (8) مارتن خور، العولمة اعادة نظر(قضايا خطيرة و خيارات استراتيجية)، الشركة العالمية للتجارة، لبنان، 2003، ص ص77-78.
- (9) بن باحان محمد، العولمة المالية و اثرها على اقتصاديات الدول النامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود و مالية، كلية علوم اقتصاد و التسيير، الجزائر، 2007، ص ص22-23.
- (10) مارتن خور، مرجع سبق ذكره، ص ص19-20.
- (11) بن باحان محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص20-21.
- (12) بن يوب فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص72.
- (13) مارتن خور، مرجع سبق ذكره، ص21.
- (14) شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي، مرجع سبق ذكره، ص ص43-44.
- (15) منتديات شباب الاقتصاديين المصريين، آليات الفوضى في الاقتصاد العالمي الراهن،/03/2011:

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

- (16) العظم صادق جلال و حنفي حسن، ما العولمة؟، دار الفكر، لبنان، 1999، ص157.
- (17) منتديات شباب الاقتصاديين المصريين، مرجع سبق ذكره.
- (18) Bourgninat h,finance international,puf,1997,p p69-97.
- (19) منتديات شباب الاقتصاديين المصريين، مرجع سبق ذكره.
- (20) Senarclens de pier, la mondialisation,héorie,enjeux et ébats,daloz,paris,2002,p106.
- (21) رعد الصرن، عولمة جودة الخدمة المصرفية، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص122.
- (22) Brunhoff de suzane,op.cit,p35.
- (23) بن يوب فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص75.
- (24) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص317.
- (25) محمد جاد الله، ادارة الأزمات، دار أسامة، الأردن، 2008، ص9.
- (26) يوسف أحمد أبو فارة، ادارة الأزمات، اثراء للنشر و التوزيع، الاردن، 2009، ص ص27-28.
- (27) رمضان صديق، دور السياسة المالية في ظل الازمات الاقتصادية العالمية مع الاشارة لمصر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية و الاقتصادية لازمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، يومي 6/1 افريل 2009، ص22.
- (28) سنغ كقالجيت، ترجمة رياض حسن، عولمة المال، دار الفرابي، لبنان، 2001، ص ص84-85.
- (29) هناء ابراهيم الخفاجي، الاقتصاديات العالمية منذ أزمة جنوب شرق آسيا، دار الشؤون الثقافية العامة، بغداد، 2007، ص171.
- (30) شذا جمال الخطيب و صعفق لركيبي، مرجع سبق ذكره، ص ص46-49.
- (31) عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار المجدلاوي، الأردن، 1999، ص ص206-107.
- (32) ابراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و اصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص27.

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

(33) عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية و امكانيات التحكم (عدوى الأزمات المالية)، دار الفكر الجامعي، مصر، 2005، ص ص 57-58.

(34) نفسه، ص 61.

(35) زدوري أسماء، واقع الدولة في زمن العولمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالمة، 2003/2004، ص 93.

(36) الهواري بن لحسن، طبيعة الأزمة المالية الراهنة و اشكالية الفكر التنموي البديل، المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من نظور اقتصادي اسلامي، عمان، الأردن، ديسمبر 2010، ص 3.

(37) ابراهيم حبيب الكروان السعدي، قراءة في الازمة المالية المعاصرة، دار جرير، الأردن، 2009، ص ص 115-117.

(38) محمد عبد الوهاب و عبد السلام محمد خميس، الازمات المالية، اثرها للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص ص 45-50.

(40) حسن محمد الرفاعي، دور الفكر الاقتصادي الاسلامي في ادارة الازمات الاقتصادية الراهنة، المؤتمر السنوي حول: الازمة المالية العالمية و كيفية معالجتها من منظور الاقتصاد الغربي و الاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، ديسمبر 2010، ص 4.

(41) الهواري بن لحسن، مرجع سبق ذكره، ص 5.

(42) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المصرفية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص ص 294-306.

(43) أحمد فراس العوران، ورقة بحثية بعنوان: المخاطر الاخلاقية و الازمة العالمية المعاصرة من وجهة نظر اسلامية، عمان، الأردن، يومي 1/3 ديسمبر 2010، ص 14.

(44) ريمون يوسف فرحات، المصارف الاسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص 34.

(45) محمد رامز عبد الفتاح العزيزي، مبادئ النظام الاقتصادي في الاسلام، دار جهينة للنشر، عمان، 2003، ص 157.

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

(46) شوقي جبالي و فريد خميلي، دور الهندسة المالية الاسلامية في علاج الازمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الازمة المالية و الاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي اسلامي، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، الأردن، 2/1 ديسمبر 2010، ص11.

(47) ريمون يوسف فرحات، مرجع سبق ذكره، ص 37.

(48) شوقي جبالي و فريد خميلي، مرجع سبق ذكره، ص11.

(49) ضياء مجيد الموسوي، البنوك الاسلامية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2001، ص18.

(50) شوقي جبالي و فريد خميلي، مرجع سبق ذكره، ص12.

(51) محمد ابراهيم الخطيب، الازمة المالية المعاصرة (الاسباب و العلاج)، المؤتمر العلمي الدولي حول: الازمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الاسلامي، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، عمان، الأردن، ديسمبر 2010، ص23.

(52) محمد عبد الله العوامرة و محمد عواد الزيادات، ورقة بحثية بعنوان: تقويم الآثار الناجمة عن الازمة المالية على تسويق المصارف الاسلامية، عمان، الأردن، ديسمبر 2010، ص19.

(53) هناء محمد هلال الحنيطي، ورقة بحثية بعنوان: دور الهندسة المالية الاسلامية في معالجة الازمات المالية، عمان، الأردن، 2/1 ديسمبر 2010، ص11.

(54) الهواري بن لحسن، مرجع سبق ذكره، ص5.

(55) شوقي جباري و فريد خميلي، مرجع سبق ذكره، ص ص12-13.

(56) حازم الببلاوي، الازمة المالية العالمية محاولة للفهم، جريدة المصري اليوم، مصر، 4 أكتوبر 2008، ص8.

(57) سعيد حايده العامري، الازمة المالية العالمية، جريدة الجمهورية (ملحق السوق)، مصر، 2008/10/26، ص11.

(58) حازم الببلاوي، مرجع سبق ذكره، ص8.

(59) محمد محمود العجلوني، البنوك الاسلامية (أحكامها ومبادئها و تطبيقاتها المصرفية) ، دار الميسرة، الأردن، 2008، ص488.

عولمة أسواق المال (معاينة من زاوية المخاطر)

(60) حسين حسن شحاتة، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الاسلامي، سلسلة بحوث و دراسات في الفكر الاقتصادي الاسلامي، الرياض، 2011/05/2008:

<http://www.kantakji.com>.

(61) وائل ابراهيم الراشد، رؤية تحليلية لانعكاسات الازمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون (واقع دولة الكويت)، كلية العلوم الادارية، قسم المحاسبة، الكويت، ص11.

(62) شذا جمال الخطيب و صعفق الركيبي، مرجع سبق ذكره، ص ص262-163.

(63) مسعود مجيطنة، الازمة المالية الراهنة: انعكاساتها على الاقتصاد العالمي و كيفية مواجهتها مع الاشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، مجلة المدرسة العليا الحربية، العدد الثاني، جوان 2009، ص19.

(64) شذا جمال الخطيب و صعفق الركيبي، مرجع سبق ذكره، ص262.

(65) حازم الببلاوي، مرجع سبق ذكره، ص20.

(66) محمد أحمد زيدان، فصول الازمة المالية العالمية: أسبابها وجدورها و تبعيتها الاقتصادية، المؤتمر العلمي حول: الازمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور الاقتصادي الغربي و الاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 14/13 آذار 2009، ص9.

(67) بندي عبد الله و آخرون، تسونامي الرهن العقاري أزمة مالية إلى أين و إلى متى، الملتقى العلمي حول: الازمة المالية الراهنة، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2009، ص21.

(68) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة، مرجع سبق ذكره، ص354.

(69) محمد ابراهيم السقا، النظام المالي العالمي بعد الازمة، 2009/02/18:

<http://inghar.ahlamontada.com>.

(70) مصطفى العواسي و آخرون، الازمة الاقتصادية العالمية و تداعياتها على الشرق الاوسط، دار جليس للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص ص64-65.

(71) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة، مرجع سبق ذكره، ص ص363-364.

(72) مأساتنا في أرزاقنا و الحل في ديننا، 2011/03/01:

<http://www.awda-dawa.com>

(73) المؤتمر العلمي الخامس لعلماء الشريعة، المالية الإسلامية بحاجة ماسة إلى استراتيجيات الابتكار و التوعية الشاملة للصيرفة الإسلامية، 2011/03/01:

<http://www.almasrifiah.com>.

(74) مأساتنا في ارزاقنا و الحل في ديننا، مرجع سبق ذكره

(75) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة، مرجع سبق ذكره، ص375.

(76) سليمان ناصر و عايدة بلعبيدي، تنامي الاهتمام بالاقتصاد الإسلامي في المجتمعات غير الإسلامية كأثر معنوي للازمة المالية العالمية (الأسباب و النتائج و الآفاق)، المؤتمر العلمي الحادي عشر لكلية الشريعة حول: الازمة الاقتصادية المعصرة "اسبابها و تداعياتها و علاجها"، جامعة جرش الاهلية، الاردن، 16/14 ديسمبر 2010، ص9.

(77) عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة، مرجع سبق ذكره، ص376.

(78) سليمان ناصر و عايدة بلعبيدي، مرجع سبق ذكره، ص15.

(79) مالك بن نبي، المسلم في عالم الاقتصاد، دار الفكر، دمشق، 1987، ص83.

## خطة الفصل

الفصل الثالث : تجربة السوق المالي الكويتي أمام عولمة اسواق المال

مقدمة الفصل

### I - لمحة عامة عن اقتصاد دولة الكويت

1- بيانات اساسية عن اقتصاد دولة الكويت.

2- القطاعات الاقتصادية في الكويت

3- نظرة على السوق المالي الكويتي.

4- تقييم التنمية المالية بالكويت لعام 2010

### II - أداء السوق المالي الكويتي أمام عولمة الأسواق المالية

1- نقاط القوة و الضعف في السوق المالي الكويتي و مستوى الخدمات المالية.

2- أبرز المخاطر التي مست سوق الكويت المالي

3- الآثار الايجابية و السلبية المحتملة على السوق المالي الكويتي

4- آفاق السوق المالي الكويتي و بعض التوصيات المقترحة

خاتمة الفصل

## الفصل الثالث: تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

### مقدمة الفصل:

مع تطور عولمة أسواق المال تزايد حجم الاسواق و ترابطها و تكاملها فيما بينها، و ظهر ما يسمى بنهاية الحدود الجغرافية .

و في ظل الافرازات التي خلفتها أسواق المال من عدوى الأزمات المالية و انتشار الفوضى في الأسواق و الأنظمة المالية العالمية يثار الجدل حول فوائد اندماج الدول النامية في الاسواق المالية العالمية. فهناك من يعتقد أنها ستؤدي إلى مزايا و فوائد على هذه الدول بينما آخرون يرون أن هناك العديد من المخاطر و المشاكل التي ستنتج عن هذه العولمة المالية .

و على هذا الأساس خصصنا هذا الفصل كمحاولة لإسقاط الضوء على تجربة السوق المالي الكويتي في ظل التغيرات الاقتصادية العالمية لمعرفة مدى استفادتها منها و ما حجم المخاطر المحتمل وقوعها فيها.



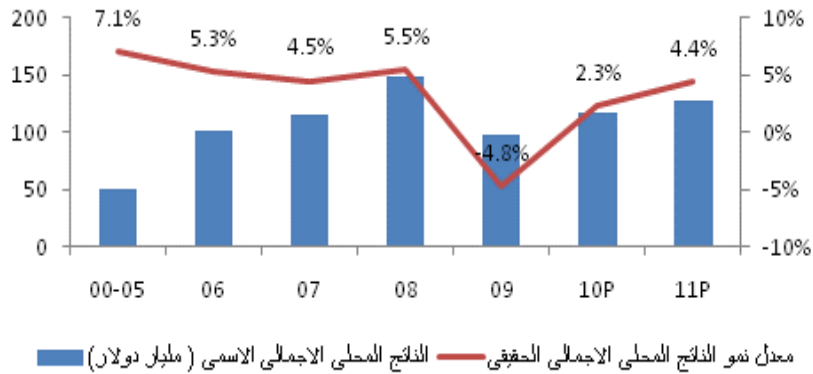
## 1- لمحة عامة عن اقتصاد دولة الكويت:

يعد الاقتصاد الكويتي أحد أهم الاقتصاديات في المنطقة الاقليمية بالشرق الاوسط، و أحد اكبر الدول المصدرة للنفط بالعالم. و يتمتع اقتصاد الكويت بالعديد من المقومات و العوامل البارزة التي اسهمت في تشكيل و صناعة اقتصاد مهم و مؤثر و جذاب اقليميا و عالميا.

### 1- بيانات أساسية عن اقتصاد دولة الكويت:

#### 1-1- الناتج المحلي الاجمالي:

شكل رقم(01): معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي للكويت.



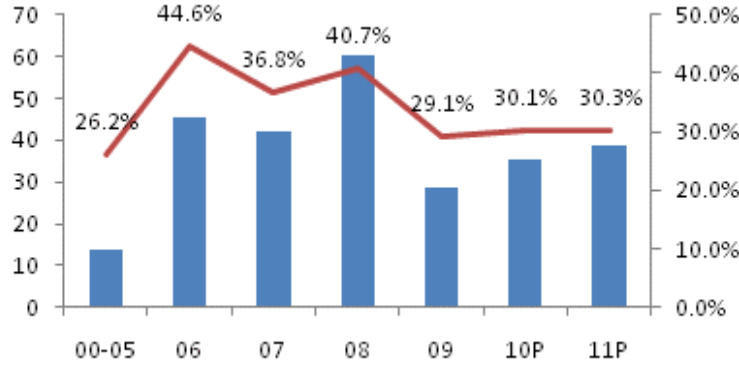
المصدر: بدر السميط، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص3.

استطاعت الكويت ان ترفع من مستوى الناتج المحلي طوال السنوات بشكل ثابت و متصاعد و ذلك خلال الفترة ما بين 2000- 2008 ، الا انها عرفت انخفاضا سلبيا سنة 2009 بلغ -4.8% ، وما لبث هذا الانخفاض حتى بدأ في الارتفاع فيما بعد حيث وصل إلى 2.3% سنة 2010. ومن المتوقع ان يتجاوز هذه النسبة في 2011.

و يرجع سبب الانخفاض السلبي الذي سجلته الكويت في ناتجها المحلي سنة 2009 بسبب تأثير الاقتصاد الحقيقي من جراء تداعيات الأزمة المالية 2008.

## 1-2- ميزان الحساب الجاري

شكل رقم(02): تطور ميزان الحساب الجاري الكويتي.

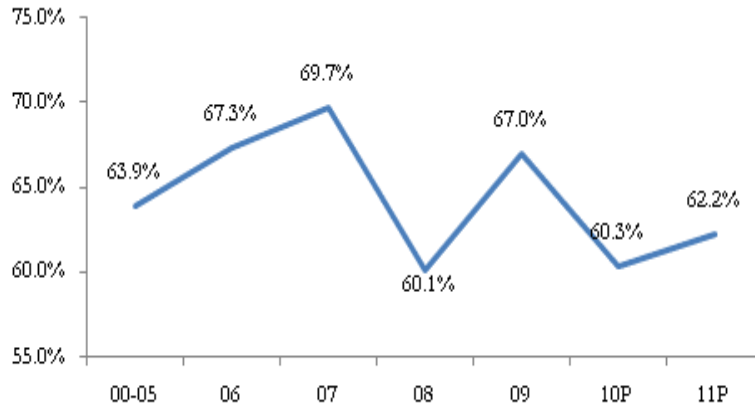


المصدر: بدر السميط، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص3.

لقد عرف ميزان الحساب الجاري تطورا ما بين 2000 إلى 2006 ، إلا انه شهد تدهورا ملحوظا من 2006 إلى 2007، ثم انتعاشا خلال 2008. إلا انه رجع للتدهور من جديد خلال السنوات الموالية.

## 1-3- الإيرادات الحكومية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي

شكل رقم(03): تطور الإيرادات الحكومية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي



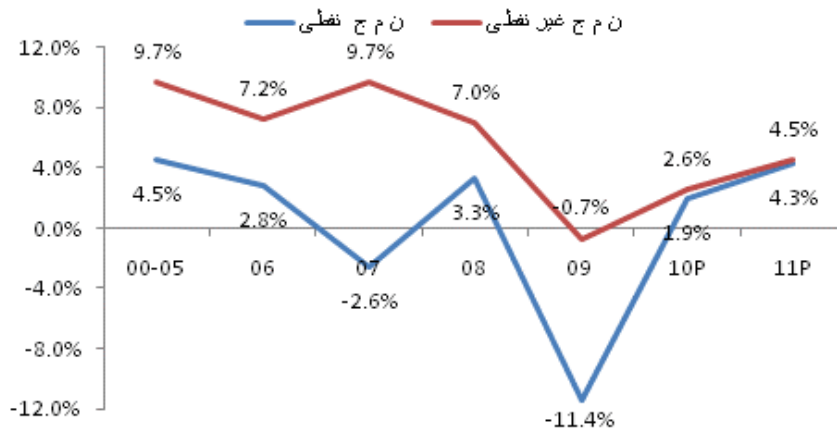
المصدر : بدر السميط، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص3.

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

شهدت الإيرادات الحكومية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي للكويت ارتفاعا خلال الفترة ما بين 2000 إلى 2007 لكنها عرفت انخفاضا حادا ما بين 2007 إلى 2008 حيث وصلت إلى 60٪ لكنها سرعان ما انتعشت لتصل إلى 67.0٪ سنة 2009 .

#### 4/1- معدلات الناتج المحلي الاجمالي النفطي و غير النفطي

شكل رقم (04): تطور معدلات الناتج المحلي الاجمالي النفطي و غير النفطي



المصدر: بدر السميط، تقييم الكويت كمرکز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص3.

لقد عرفت معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي النفطي تراجعاً ما بين 2000 و 2006 (من 12٪ إلى 8٪) ثم حدث تطور فيه حيث وصل في 2007 إلى 9.7٪ ثم عرفت تدهوراً كبيراً ما بين 2007 إلى 2009 حيث كانت 9.7٪ و وصلت إلى 0.7٪ لكنها سرعان ما عرفت زيادة لتصل إلى 2.6٪ خلال سنة 2010 تميزت معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي النفطي بالتقلب صعوداً و نزولاً نظراً لحساسية أسعار النفط التي تتميز بالتذبذب الشديد نتيجة تأثرها بعوامل عديدة خلال تلك الفترة و خصوصاً تأثرها بالأزمة المالية.

اما معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي الغير النفطي فهو كذلك عرف تراجعاً في الفترة (2000-2007) حيث كانت النسبة 4.5٪ ثم تدنت حتى وصلت إلى - 2.6٪ لكنها عرفت انتعاشاً من جديد ما بين 2007 و 2008 حيث وصلت إلى 3.3٪، ثم شهدت تدهوراً حاداً فقد وصلت في 2009 إلى نسبة -11.4٪ و بعدها مباشرة و خلال 2010 عرفت انتعاشاً كبيراً ووصلت إلى 1٪ .

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

من خلال ما جاء في البيانات الأساسية عن اقتصاد الكويت خلال الفترة الممتدة 2000-2010 يتضح لنا أن مسار اقتصاد الكويت مستقر نوعا ما باستثناء سنوات الأزمة المالية، التي تراجع فيها كل من الناتج المحلي، ميزان الحساب الجاري، الإيرادات الحكومية..... الخ. و كل ذلك بسبب تراجع عوائدها النفطية من جراء تدهور أسعار هذه الأخيرة.

## 2- القطاعات الاقتصادية في الكويت :

يمكن تقسيم الاقتصاد الكويتي إلى عدد من القطاعات المؤثرة به و هي :

### 2-2- القطاع المصرفي و المالي:

يعتبر القطاع المصرفي احد اعمدة الاقتصاد الكويتي و متمثلا بعدد من البنوك المحلية و عدد آخر من البنوك الغير كويتية جميعهم يخضعون لرقابة و اشراف بنك الكويت المركزي .

كانت الكويت منذ القدم تعد مركزا ماليا مهما في المنطقة ، مما دعا المستثمرين البريطانيين إلى تأسيس اول بنك اجنبي وهو البنك البريطاني للشرق الاوسط، و الذي تم ايقافه فيما بعد و تحويله إلى بنك الكويت و الشرق الاوسط.

كما يحسب للكويت دور الريادة بجانب دبي في انشاء بنك اسلامي وفق الشريعة الاسلامية في منطقة الخليج العربي، و الاول من نوعه في الكويت و هو بيت التمويل الكويتي و ذلك عام 1977 .

### 2-2- القطاع المصرفي الاسلامي :

تعمل في الكويت ثلاث بنوك اسلامية، و هي بنك التمويل الكويتي و بنك الكويت الدولي ، و بنك بويان بالإضافة إلى بنك واحد تحت التأسيس و هو بنك وربة كما هناك بعض البنوك بصدد تحويل معاملاتها المصرفية من النظام التقليدي إلى الاسلامي كبنك الكويت و الشرق الاوسط و بنك الكويت التجاري . و يعد النظام المصرفي الاسلامي الاكثر نموا بمعدل نمو بلغ 23.2% في الفترة ما بين 2002 و 2008 مقارنة بحوالي 14.3 % للنظام المصرفي التقليدي. بينما بلغ مجموع الاصول للبنوك الاسلامية ما نسبته 29% من مجموع الاصول المصرفية في الكويت ، وتضع هذه النسبة الكويت في المرتبة الثالثة بعد كل من المملكة العربية السعودية 35% و البحرين 29.9%.

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

### 3-2- قطاع النفط و الطاقة:

يعد قطاع الصناعة النفطية اهم و اكبر الصناعات والصادرات في الكويت، حيث يغطي هذا القطاع وحده ما يقارب نصف الناتج المحلي الاجمالي . وتقدر احتياطات النفط في الكويت بـ104 مليا ر برميل أي ما يعادل 10٪ من الاحتياطي النفطي في العالم. لذلك فقد اهتمت دولة الكويت بإصدار اول شحنة نفطية عام 1946، اما من ناحية الاستهلاك المحلي للطاقة و المنتجات النفطية فتعتبر دولة الكويت من الدول التي تتميز بارتفاع مستويات استهلاك الطاقة وزيادة معدلات نموه بشكل مستمر سنويا . حيث يستحوذ قطاع الكهرباء على ما يقارب 54٪ من اجمالي الطاقة المستهلكة و البقية موزعة على قطاع النفط 27٪ و المواصلات 18٪ و الاستخدام المنزلي 9٪ وذلك عام 2002 .

### 4-2- قطاع الاستثمار و سوق الاوراق المالية:

يعد سوق الكويت للأوراق المالية اقدم الأسواق المالية و ثاني اكبر سوق من حيث القيمة السوقية في منطقة الخليج العربي و سيتم التفصيل اكثر لاحقا.

### 5-2- قطاع الصناعة و الخدمات:

يعد القطاع الصناعي احد القطاعات الرئيسية في الاقتصاد الكويتي يتلقى هذا القطاع دعما كبيرا من الحكومة الكويتية التي اتخذت عددا من الاجراءات للدفع قدما بهذا القطاع وعلى الرغم من اهمية قطاع الصناعة التحويلية الا ان مساهمته في الناتج المحلي الاجمالي لا تتعدى في عام 2007 نسبة 5٪ وحوالي 10٪ من الناتج المحلي غير النفطي .

أما قطاع الخدمات يضم 57 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية وتعمل هذه الشركات في عدد كبير من المجالات منها التعليمية وخدمات الاتصالات و الطيران و النقل. و حقق هذا القطاع ارباحا تقدر بـ 133.15 مليون دينار كويتي خلال الربع الاول من عام 2009.

### 6-2- القطاع التجاري:

بلغت نسبة مساهمة قطاع تجارة الجملة و التجزئة في الناتج الاجمالي ( غير النفطي) بمتوسط 8.5٪ خلال الفترة 2002-2006. الا ان التجارة الخارجية تعاني من خلل واضح (1) (الموسوعة الحرة ويكيبيديا، 2011)، حيث تعتمد الكويت بشكل أساسي على الصادرات النفطية كمصدر للإيرادات الرئيسية

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

حيث بلغ اجمالي الصادرات من النفط لعام 2010 إلى 88,6% من اجمالي قيمة الصادرات.(2)  
(capital standars,2011).

## 7-2- القطاع العقاري:

ساهم القطاع العقاري بحوالي 7% من الناتج المحلي لعام 2007 بقيمة اجمالية تقدر بـ 4.447 مليون دينار كويتي . الا ان هذا المعدل انخفض عام 2008 ليبلغ 2.790 مليون دينار ، ثم عاد للانتعاش في عام 2009 و بلغت قيمة التداولات العقارية في ماي ما يقارب 115 مليون دينار كويتي .

## 8-2- القطاعات الاخرى:

يضم الاقتصاد الكويتي عددا من القطاعات الاخرى و التي تساهم بشكل بسيط في الناتج المحلي الاجمالي و تشمل هذه القطاعات على قطاع الزراعة و الثروة الحيوانية ، التامين و السياحة و الرعاية الصحية و الاعلام و الترفيه .(3)(الموسوعة الحرة ويكيبيديا ، 2011).

## 3- نظرة على السوق المالي الكويتي:

يعد السوق المالي الكويتي من انشط الاسواق العربية و أقدمها كما انه يتميز بالخبرة الطويلة التي تمتد إلى حوالي النصف قرن.

## 3-1- نشأة و تطور سوق الكويت للأوراق المالية:

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

عرف الكويتيون التعامل في الاسهم منذ اول شركة مساهمة كويتية طرحت اسهمها للاكتتاب عام 1952 وهو بنك الكويت الوطني، ثم اخذت شركات المساهمة بعد ذلك في التزايد حتى اصبحت تمثل منفذا استثماريا للأموال التي تراكمت من النشاط الاقتصادي خاصة بعد اكتشاف النفط.

وقد اكتسبت مرحلة بداية التعامل بالأسهم اهمية مميزة. ليس فقط لأنها مثلت المرحلة الاولى لتأسيس شركات المساهمة و ظهور اسهمها كأول نوع من الاوراق المالية المحلية القابلة للتداول ، وانما استمدت اهميتها من كونها شهدت تكوين المعالم و الملامح الرئيسية للاقتصاد الكويتي الحديث. كما شهدت هذه المرحلة تدفق رؤوس الاموال الكويتية من الخارج للاستثمار المباشر بالإضافة إلى استيراد السلع والخدمات .

و قد كان لصدور القانون التجاري رقم (15) لسنة 1960 دورا اساسيا في تنظيم اصدار الاوراق المالية و الاكتتاب فيها ، و صدر اول قانون رقم (37) لتنظيم تداول الاوراق المالية في الكويت في اكتوبر منذ عام 1962، حيث اهتم بتنظيم تداول الاوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج. و بعد صدور القانون رقم (32) لسنة 1970 و الخاص بتنظيم تداول الاوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة ، اول خطوة هامة لتنظيم تداول الاوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية.

و في افريل 1977 تم افتتاح اول مقر للبورصة الكويتية في المنطقة التجارية الخامسة بمدينة الكويت ، حيث تولى العاملون فيه تجميع ما يتم تداوله يوميا من الاسهم ، ثم اصدار نشرة يومية بعدد الاسهم المتداولة و اسعارها و عدد الصفقات ثم توزيعها على وسائل الاعلام ومكاتب الوسطاء .

وفي 14 اوت 1983 صدر المرسوم الاميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية وادارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد و الاحكام المناسبة بواسطة لجنة للأوراق المالية وادارة تنفيذية تقوم بوضع القواعد و الاحكام المناسبة لإعادة تنظيم السوق بما يتناسب مع الظروف الاقتصادية للبلاد<sup>(4)</sup> (منتديات بورصة الكويت، 2011).

### 3-2- اهداف بورصة الكويت:

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

- يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة وله اهلية التصرف في اموالها و ادارتها وحق التقاضي بما يساعده على تسيير اعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الامثل ،وذلك في نطاق الانظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق.(5) (سوق الكويت للأوراق المالية،2011).
- يعمل سوق الاوراق المالية من خلال نشاطه على ترشيد الاوراق المالية ويتخذ كافة الاجراءات اللازمة في نطاق صلاحيته لتنمية واستقرار التعامل في الاوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات و دقتها ويميزها لتفادي حدوث أي اضطرابات في المعاملات .
- يقوم السوق ببناء على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الاوراق المالية بتقديم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الاعضاء في السوق ، وزيادة مقدرتها على تحقيق اغراضها.
- يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الاموال بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية و الاستقرار المالي و الاقتصادي في الدولة.
- تتابع فريق عمل السوق في تطوير النظم واساليب التعامل في الاوراق المالية و الاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في السوق المالية المتقدمة وذلك من اجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الاقليمي والدولي.
- يعمل السوق على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين وتهيئة السبل امام توظيف الاموال في الاوراق المالية بما تعود بالنفع على الاقتصاد(6)(نبذة عن بورصة الكويت و اهدافها ،2011) .

### 3-3- مؤشرات السوق في عامي 2009-2010

الجدول التالي يوضح حالة السوق المالي الكويت من خلال مؤشراتته للفترة ما بين 2009 و 2010

#### جدول رقم (01) اهم مؤشرات السوق في عامي 2009-2010



تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

المؤشر	2009	2010	نسبة التغيير.٪
مؤشر السوق نقطة	7005.3	6955.5	(0.7-)
كمية الاسهم المتداولة مليون سهم	106331.7	74691.5	(29.8-)
قيمة التداول (مليون دينار)	21828.9	12526.3	(42.6-)
عدد الصفقات (صفقة)	1938987	1254143	(35.3-)
القيمة السوقية (مليون دينار)	27722.4	33678.8	21.5
عدد الشركات التي ارتفعت اسهمها	65	85	30.8+
عدد الشركات التي انخفضت اسهمها	125	71	43.2+
عدد الشركات التي ادرجت اسهمها	3	8	166.7
معدل التداول اليومي (مليون سهم)	430.5	302.4	(29.8-)
معدل التداول اليومي (مليون دينار)	88.4	50.7	(42.6-)

المصدر: إدارة المكتب الفني قسم الاستشارات و البحوث، سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2010، ص 26.

اقفل سوق الكويت للأوراق المالية في نهاية تداولات يوم 2010/12/31 عند مستوى (6955.5) نقطة مسجلا تراجعا كانت نسبته 0.7٪ عن الاقفال المسجل بتاريخ 2009/12/31، وقد شهدت حركة التداول خلال العام الماضي تراجعا نسبيا في مؤشراتنا المختلفة حيث بلغت كمية الاسهم المتداولة (74691.5) مليون سهم بانخفاض نسبته 29.8٪ و بقيمة نقدية بلغت (12526.3) مليون دينار كويتي. بانخفاض نسبته (42.6٪) موزعة على (1 254 143) صفقة بانخفاض قاربت نسبته (35.3٪) مقارنة بمؤشرات عام 2009، في حين ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق لتبلغ (33678.8) مليون دينار كويتي بنسبة ارتفاع تبلغ 21.5٪ عما بلغته في عام 2009. (7) (إدارة المكتب الفني قسم الاستشارات و البحوث، 2010)

جدول رقم ( 02 ): تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية 2006- 2010 .

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

نسبة التغيير السنوي			مؤشرات التداول			السنوات
الصفحة المنفذة	القيمة	عدد الأسهم	عدد الصفقات بالآلاف	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دينار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	
( 24)	(39.2)	(27.9)	1486.0	17284.0	37658.0	2006
41.4	114.1	87	2101.7	37009.5	70438.0	2007
( 4.9)	(3.4)	14.8	1997.7	35747.1	80850.8	2008
( 2.9)	(38.9)	31.5	1939.1	21828.9	106331.7	2009
( 35.3)	(42.6)	(29.8)	1254.1	12526.3	74691.5	2010
-	-	-	454.1	4556.1	30350.9	الربع الأول 2010
( 34.0)	(38.1)	(53.1)	299.7	2820.1	14246.6	الربع الثاني 2010
( 17.8)	(12.4)	7.9	246.3	2469.8	15374.3	الربع الثالث 2010
3.1	8.5	(4.2)	254.0	2680.3	14719.7	الربع الرابع 2010

المصدر: إدارة المكتب الفني قسم الاستشارات و البحوث، سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2010، ص 27.

لقد شهد الربع الأول من عام 2010 النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله (30350.9) مليون سهم، كانت قيمتها (4556.1) مليون دينار هذا ما يظهره الجدول رقم (02) الذي يظهر أيضا أن عام 2009 هو الأكثر تداولاً خلال السنوات الخمس الأخيرة (2006 – 2010). و على العموم فقد سجل مؤشر السوق خلال العام 2010 انخفاضا طفيفا مقارنة بالأسواق الخليجية و الإقليمية بلغت نسبته 0.7 % عما بلغه مع اقفالات العام الذي سبقه، إذ سجل 6955.5 نقطة مقابل 7005.3 نقطة، كما تم إدراج ثماني شركات جديدة في السوق الرسمي و تحويل ثلاث أخرى إليه من السوق الموازي. (8) (إدارة المكتب الفني قسم الاستشارات و البحوث، 2010).

## II- تقييم التنمية المالية بالكويت لعام 2010 :

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

تعرف التنمية المالية باعتبارها السياسات و المؤسسات التي تؤدي إلى حركة مالية فعالة داخل الأسواق المالية، فضلا عن الوصول العميق لرأس المال و الخدمات المالية.

و هذا ما يشتمل عليه تقرير التنمية المالية الذي يصدر عن المنتدى الاقتصادي العالمي كل سنة معتمدا على البحوث الأكاديمية الحالية من خلال تحليل النظم المالية لمختلف بلدان العالم المتقدمة منها و النامية.<sup>(9)</sup> (world economic forum ,2010).

و على هذا الأساس سيتم عرض نتائج الكويت بخصوص اداءها المالي من خلال هذا التقرير بشيء من التفصيل محاولين استخلاص مدى تقدم مجال التنمية المالية بالكويت بصفة عامة و معرفة مراكز القوة و الضعف في مجال الأسواق و الخدمات المالية بصفة خاصة.

#### 1- نتائج الكويت ضمن تقرير التنمية المالية 2010:

كان أداء الكويت العام متوسطا، حيث جاءت في المرتبة (28) من بين (57) دولة شملها تقرير التنمية المالية لعام 2010.

و لقد جاءت نتائج الكويت من خلال هذا التقرير متواضعة كلها، باستثناء محور الاستقرار المالي الذي اظهر نتائج جيدة.

و فيما يلي عرض عام لنتائج الكويت في بعض المحاور الرئيسية و المؤشرات التي تضمنها تقرير التنمية المالية لعام 2010.

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

جدول رقم (03): النتائج العامة للتنمية المالية بالكويت لعام 2010

عنصر ضعف	عنصر قوة	الترتيب الدولي	المحاور الأساسية و المؤشرات الاقتصادية المكونة لها
✓		37	المحور الأول: البيئة المؤسسية
✓		39	- تحرير القطاع المالي
✓		39	- حركة الشركات
	✓	18	المحور الثاني: الاستقرار المالي
	✓	11	- استقرار العملة
✓		37	- استقرار النظام المصرفي
	✓	18	- خطر أزمة الديون السيادية
✓		30	المحور الثالث: الخدمات المالية و المصرفية
✓		32	- مؤشر الحجم
		15	- مؤشر الكفاءة
✓	✓	39	- الإفصاح عن المعلومات المالية
✓		52	المحور الرابع: الخدمات المالية الغير مصرفية
✓		43	- نشاط الاكتتاب
✓		45	- نشاط الاندماج و الاستحواذ
✓		55	- التامين
✓		36	- التوريد
✓		49	المحور الخامس: الأسواق المالية
✓		41	المحور السادس: الحصول على الخدمات المالية
✓		44	- النفاذ التجاري
✓		28	- البيع بالتجزئة

المصدر: من إعداد الطلبة استنادا إلى تقرير التنمية المالية 2010.

و فيما يلي شرح موجز للمحاور التي جاءت في الجدول:

### 1- البيئة المؤسسية (Institutional Environment) :

تعتبر الطبيعة و البيئة المؤسسية من أهم المؤشرات، لما تشتمل عليه من قوانين و أنظمة تسمح للتنمية و الزيادة من كفاءة الوسطاء الماليين و الأسواق و الخدمات فضلا عن الرقابة المالية، و يشمل ذلك القوانين العامة و اللوائح و الرقابة على القطاع المالي و إدارة الشركات.

### 2- الاستقرار المالي (Financial Stability)

إن الآثار السلبية لحالة عدم الاستقرار المالي داخل الأنظمة المالية يعتبر مؤشرا على خلل ما في مكونات تلك النظم مما يؤثر سلبيا على النمو الاقتصادي الكلي. و لتحديد مدى الاستقرار المالي من عدمه يحاول هذا المحور فهم ثلاث أنواع من الأزمات التي قد تؤدي إلى زعزعة في الاستقرار المالي، و هي التآرجح في أسعار سوق العملة الوطنية و السيولة المالية في النظام المصرفي و الديون السيادية.

### 3-الخدمات المالية المصرفية (Banking Financial Services)

أكدت بعض الأحداث المختصة أن المصارف و بنوك التمويل لها دور كبير في نمو الاقتصاد على نحو أكثر فعالية و كفاءة من النظم القائمة الحالية في السوق و خاصة في اقتصاديات الدول النامية حيث أن الخدمات المصرفية المالية عادة ما تكون اقل تطورا. كما أظهرت الأبحاث أن البنوك متمثلة بخدماتها المالية قد شكلت روابط قوية مع القطاع الخاص مما يمكن القطاع من إظهار شركات أكثر قوة و كفاءة لتحول بدورها عجلة النمو الاقتصادي.

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

#### 4- الخدمات المالية الغير مصرفية (Non Banking Financial Services)

لعبت الخدمات المالية الغير مصرفية مثل السندات دورا سلبيا في الأزمة المالية الراهنة، ومع ذلك كان لوسطاء القطاع الخاص مثل التجار و مدراء الأصول التقليدية و شركات التأمين دورا مكملا هاما للمصارف. و قد تكون بديل محتمل لها في ركود القطاع المصرفي، و في المقابل أثبتت بعض البحوث التجريبية أن البنوك و الخدمات المالية غير المصرفية أنها اكبر و أكثر كفاءة و نشاطا في اقتصاديات الدول المتقدمة من مثيلاتها في اقتصاديات الدول النامية.

#### 5- الأسواق المالية (Financial Markets)

يوجد هناك أربعة أنواع رئيسية من الأسواق المالية و تشمل أسواق السندات(سواء الحكومية أو الشركات الخاصة) و أسواق البورصة حيث يتم تداول الأسهم و أسواق صرف العملات الأجنبية و أسواق المشتقات. تعطي السيولة في سوق الأسهم دلالة إحصائية واضحة من حيث أثرها الايجابي على تراكم رأس المال و نمو الإنتاجية و دراسة الوضع المالي و المستقبلي لتحليل معدات النمو الاقتصادي.

#### 6- النفاذ المالي (Financial Access)

تمتد أدوات القياس لهذا المحور في الحصول أو الوصول إلى رأس المال من خلال القنوات التجارية. و قد لوحظ تجريبيا أن الوصول إلى زيادة في الخدمات المالية مرتبط ارتباطا وثيقا مع وكلاء التنمية المالية مما يؤدي إلى ازدهار في النمو الاقتصادي. و يجدر الملاحظة هنا أن وجود خدمات مالية لا تعني بالضرورة سهولة الوصول إليها من قبل جميع الشرائح الاقتصادية داخل الاقتصاد الكلي مما يدل على أهمية تحليل هذا المحور في تقرير التنمية<sup>(10)</sup>(وزارة التخطيط و التعاون الدولي-الفريق الوطني للتنافسية-،2009).

و فيما يلي عرض مفصل لنتائج الكويت في لبعض المحاور الرئيسية و مؤشراتها:

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

جدول رقم(04): البيئة المؤسسية(37)

عنصر ضعف	عنصر قوة	الترتيب	المؤشرات
✓		39	- تحرير القطاع المالي
✓		33	- تحرير حساب رأس المال
	✓	4	- الالتزامات إلى منظمة التجارة بشان تجارة الخدمات
✓		41	- تحرير القطاع المالي المحلي
✓		39	حركة الشركات
✓		46	-شفافية البنك المركزي

المصدر: من إعداد الطلبة

جاء مؤشر البيئة المؤسسة في الكويت ضعيفا(37) و يرجع ذلك بسبب ضعف تحرير القطاع المالي(39) و تدني مستوى حوكمة الشركات(39).و يمكن استخلاص نقاط القوة و الضعف للبيئة المؤسسية في الكويت حسب نتائج التقرير كما يلي:

■ نقاط القوة :

جاءت جميع مؤشرات البيئة المؤسسية متدنية باستثناء مؤشر الالتزامات إلى منظمة التجارة العالمية بشان تجارة الخدمات و الذي جاء في الرتبة(4) من بين 57 دولة المتضمنة في التقرير، و ذلك يشير إلى أن الكويت تبذل ما عليها نحو تحرير تجارة الخدمات المالية.

■ نقاط الضعف:

- يعتبر تحرير القطاع المالي ضعيفا(39) بسبب تدني مستوى تحرير حساب رأس المال و تدني تحرير القطاع المالي المحلي.

- تفتقر الشركات بالكويت إلى معايير الحوكمة و على سبيل المثال جاء ترتيب شفافية البنك المركزي ضعيفا جدا حيث وصل إلى الرتبة(46).

جدول رقم (05): الاستقرار المالي 18

عناصر ضعف	عناصر قوة	الترتيب	المؤشرات
	✓	11	- استقرار العملة
	✓	20	- تغيير سعر الصرف الحقيقي
	✓	2	- مميزات الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي
	✓	5	- الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي
✓		37	- استقرار النظام المصرفي
	✓	14	- تواتر الأزمات المصرفية
		22	- مؤشر القوة المالية
	✓	54	- خسارة الناتج أثناء الأزمات المصرفية
✓			
	✓	18	- خطر أزمة الديون السيادية
	✓	21	- التصنيف السيادي للعملة المحلية
	✓	20	- التصنيف السيادي للعملة الأجنبية
	✓	3	- سهولة قيادة الدين العام

المصدر: من إعداد الطلبة

التعليق:

تعتبر مرتبة الكويت في هذا المحور الأقوى بين جميع المحاور التي شملها التقرير حيث أنها حصلت على المرتبة (18) و يعود ذلك بسبب أن معظم نتائج الكويت في المؤشرات الفرعية التي تضمنها المحور جاءت جيدة نوعاً ما مثل مؤشرات استقرار العملة (11)، و خطر أزمة الديون السيادية (18)، إلا أن مؤشر استقرار النظام المصرفي جاء متدنياً (37) بسبب خسارة الناتج أثناء الأزمات المصرفية الذي وصل عند (54) في حين أن النظام المصرفي عموماً لا يتعرض كثيراً للالتزامات المالية (14) من جهة و انه يتمتع بقوة مالية لا بأس بها من جهة أخرى، حيث جاء مؤشر القوة المالية عند (14).

و فيما يلي استخلاص نقاط القوة و الضعف لمحور الاستقرار المالي في الكويت:

■ نقاط القوة :

- يتمتع الكويت بالاستقرار المالي من خلال استقرار العملة و سهولة قيادة الدين العام بالإضافة إلى العناصر التالية:



تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

- ضعف الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي.

- القوة المالية للنظام المصرفي.

- تواتر الأزمات المصرفية في النظام المصرفي قليلة نوعاً ما.

#### ■ نقاط الضعف:

- عدم استقرار النظام المصرفي بسبب تعاضد خسارة الناتج أثناء الأزمات المصرفية.

#### جدول رقم (06): الخدمات المالية والمصرفية (30)

عنصر القوة	عنصر الضعف	الترتيب	المؤشرات
	✓	32	- مؤشر الحجم
	✓	30	- ودائع النظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي.
	✓	30	- الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.
		34	- الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي.
✓	✓	26	- أدوات سوق المال إلى الناتج المحلي الإجمالي.
	✓	15	- مؤشر الكفاءة
		21	- تكاليف النفقات العامة للبنك.
	✓	5	- مؤشر الربحية الإجمالية
	✓	44	- الملكية العامة للبنوك
✓	✓	20	- تكاليف تشغيل البنك إلى الأصول.
✓		38	- الإفصاح عن المعلومات المالية

المصدر: من إعداد الطلبة

جاءت مرتبة الكويت في هذا المحور متواضعة (30) بسبب تدني حجم ودائع النظام المالي و الائتمان الخاص و الودائع المصرفية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر الإفصاح عن المعلومات المالية جاء متدنياً (39) ، في حين كان مؤشر الكفاءة جيداً (15) بسبب التحكم في تكاليف النفقات العامة للبنك و تكاليف تشغيله نسبة إلى الأصول.

بالإضافة إلى قوة مؤشر الربحية الإجمالية الذي وصل عند المرتبة (5).

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

نقاط القوة و الضعف لمحور الخدمات المالية المصرفية:

#### نقاط القوة:

- ✓ تطور حجم أدوات سوق المال نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- ✓ التحكم في تكاليف النفقات العامة للبنك و تكاليف تشغيله نسبة إلى مجموع أصوله.
- ✓ تطور مؤشر الربحية.
- ✓ تتميز الخدمات المالية و المصرفية بكفاءة جيدة نوعا ما.

#### نقاط الضعف:

- ✓ تدني قيمة حجم الودائع المصرفية و الائتمان الخاص و ودائع النظام المالي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- ✓ الإفصاح عن المعلومات المالية متواضع.

#### جدول رقم (07): الخدمات المالية غير المصرفية (52)

المؤشرات	الترتيب	عنصر القوة	عنصر الضعف
- نشاط الاكتتاب	43		✓
- حصة سوق الاكتتاب	44		✓
- مبلغ اكتتاب العائدات	31		✓
- حصة اكتتاب العالم	51		✓
- نشاط الاندماج و الاستحواذ	45		✓
- التامين	55		✓

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

✓		36	- التوريق
---	--	----	-----------

المصدر: من إعداد الطلبة

تعتبر مرتبة الكويت في هذا المحور الأضعف على الإطلاق في جميع المحاور التي شملها التقرير حيث انه حصل على مرتبة(52) من بين(57) دولة مشاركة في هذا التقرير و يعود ذلك إلى أن كل المؤشرات الفرعية التي تضمنها هذا المحور كانت ضعيفة.

و تمثلت نقاط ضعف هذا المحور فيما يلي:

■ ضعف حجم نشاط الاكتتاب.

■ ضعف نشاط الاندماج و الاستحواذ.

■ ضعف التأمين.

■ ضعف التوريق.

#### جدول رقم (08): الأسواق المالية(49)

المؤشرات	الترتيب	عنصر قوة	عنصر ضعف
- تنمية سوق الأسهم	12	✓	
-نسبة دوران سوق الأسهم	19	✓	
- عدد الشركات المدرجة في 10000 شخص	8	✓	
- تطور سوق السندات	N/a	-	
-السندات الدولية في القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.	40		✓
- السندات الدولية في القطاع العام إلى الناتج المحلي الإجمالي.	51		✓
- سندات شركات إصدار العملة المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي .	N/a	-	

المصدر: من إعداد الطلبة

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

كانت مرتبة الكويت في هذا المحور ضعيفة(49)بسبب ضعف مؤشرات تطور سوق السندات، حيث جاء مؤشر السندات الدولية في القطاع الخاص و العام إلى الناتج المحلي الإجمالي متدنيا برتبة(40)، (51)على التوالي.

في حين شهدت سوق الأسهم نموا جيدا(12) بسبب تزايد عدد الشركات المدرجة فيه و ارتفاع نسبة دورانه.

#### ■ نقاط القوة :

نمو جيد لسوق الأسهم من خلال تزايد عدد الشركات المدرجة فيه و ارتفاع نسبة دوراته.

#### ■ نقاط الضعف:

تراجع حجم السندات الدولية في القطاع العام و الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

#### جدول رقم (09): النفاذ المالي (41)

المؤشرات	الترتيب	عنصر قوة	عنصر ضعف
- النفاذ التجاري	44		✓
- تطور سوق المال	40		✓
- توفر رأس المال المغامر.	17		
- سهولة الحصول على الائتمان	36	✓	✓
- التمويل من خلال سوق الأسهم المحلية.	29		✓
- سهولة الحصول على قروض.	18		
- الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي .	53	✓	✓
- البيع بالتجزئة	28		✓
-فروع البنك التجاري.	26	✓	

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

✓	24	-مجموع عدد أجهزة الصراف الآلي.
✓	17	-مجموع عدد أجهزة نقاط البيع.

المصدر: من إعداد الطلبة

جاءت نتائج الكويت في المحور الأخير ضعيفة (41) بسبب تدني مستوى تطور سوق المال (40) و الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي كان ضعيفا جدا (53) بالإضافة إلى تدني حجم التمويل من خلال سوق الأسهم المحلية نوعا ما (29) و صعوبة الحصول على الائتمان.

و بالرغم من ضعف نتيجة هذا المحور إلا أن هناك بعض المؤشرات التي جاءت متوسطة نوعا ما مثل مؤشر فروع البنك التجاري الذي وصل عند (26) و مجموع عدد أجهزة الصراف الآلي (24). و مجموع عدد أجهزة نقاط البيع كانت جيدة نوعا ما (17) .

■ نقاط القوة :

- توفر رأس المال المغامر.
- سهولة الحصول على قروض.
- توفر العديد من أجهزة الصراف الآلي و أجهزة نقاط البيع.

■ نقاط الضعف:

- صعوبة الحصول على الخدمات المالية.
- صعوبة الحصول على الائتمان.
- صعوبة التمويل من خلال سوق الأسهم المحلية.
- نقص الاستثمار الأجنبي المباشر نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- تطور سوق المال مازال ضعيفا.

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

## II- أداء السوق المالي الكويتي أمام عولمة الأسواق المالية:

إن المحصلة الصافية لأثر العولمة المالية على الجهاز المصرفي و السوق المالي الكويتي يمكن أن تتأثر بعاملين أساسيين هما:

**العامل الأول:** نقاط القوة و نقاط الضعف في السوق المالي الكويتي بأشكاله المتعددة.

**العامل الثاني:** درجة و مستوى الميزة النسبية للسوق المالي الكويتي في مجال التجارة في الخدمات المالية.

وسنأتي بشيء من التفصيل الموجز لكل عامل من العاملين المشار إليهما و ذلك استنادا إلى نتائج تقرير التنمية المالية 2010.

### 1- نقاط القوة و الضعف في السوق المالي الكويتي و مستوى الميزة النسبية في تجارة الخدمات المالية:

#### 1-1- نقاط القوة و الضعف في السوق المالي الكويتي:

من المعلوم أن نجاح السوق المالي من خلال الاستفادة من آثار العولمة المالية و النجاح في تحقيق الأهداف المرجوة يعتمد على عوامل عديدة تؤثر ايجابيا في مسيرته و تتمثل عناصر مساندة و تشجيع على تطور السوق و هي نقاط القوة، و هناك عناصر ذات اثر سلبي و تحتاج للمعالجة و تعتبر نقاط ضعف، و بالنسبة لقطاع الخدمات المالية في الكويت فيمكن إيجاز نقاط القوة و الضعف كما يلي:

#### اولا: نقاط القوة:

- تاريخ طويل من الحرية الاقتصادية و الانفتاح على العالم.
- خبرة تمتد إلى ما يقارب نصف قرن في مجال تأسيس و إدارة المؤسسات المالية.
- الثقة في مصداقية القطاع المالي من خلال تبني المعايير الرقابية العالمية بالنسبة للمؤسسات المالية عموما (مصارف، شركات، شركات تأمين).

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

- شفافية متزايدة في سوق الكويت للأوراق المالية من خلال التقارير الدورية.
- نظام متطور المقاصة و التسويات المالية.
- تزايد نمو حجم سوق الخدمات المالية في الكويت (11) (احمد منير النجار، 2005)

### جدول رقم (10): حجم سوق الخدمات المالية في الكويت بين 2007-2010

إجمالي التدفقات الداخلة و الخارجة (مليار دولار)					
2010	2009	2008	2007	نمو مركب	
104	99	94	90	%5	منخفض
111	103	96	90	%8	متوسط - منخفض
119	108	98	90	%10	متوسط
127	113	101	90	%13	متوسط - مرتفع
136	118	103	90	%15	مرتفع

المصدر: بدر السميطة، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص17.

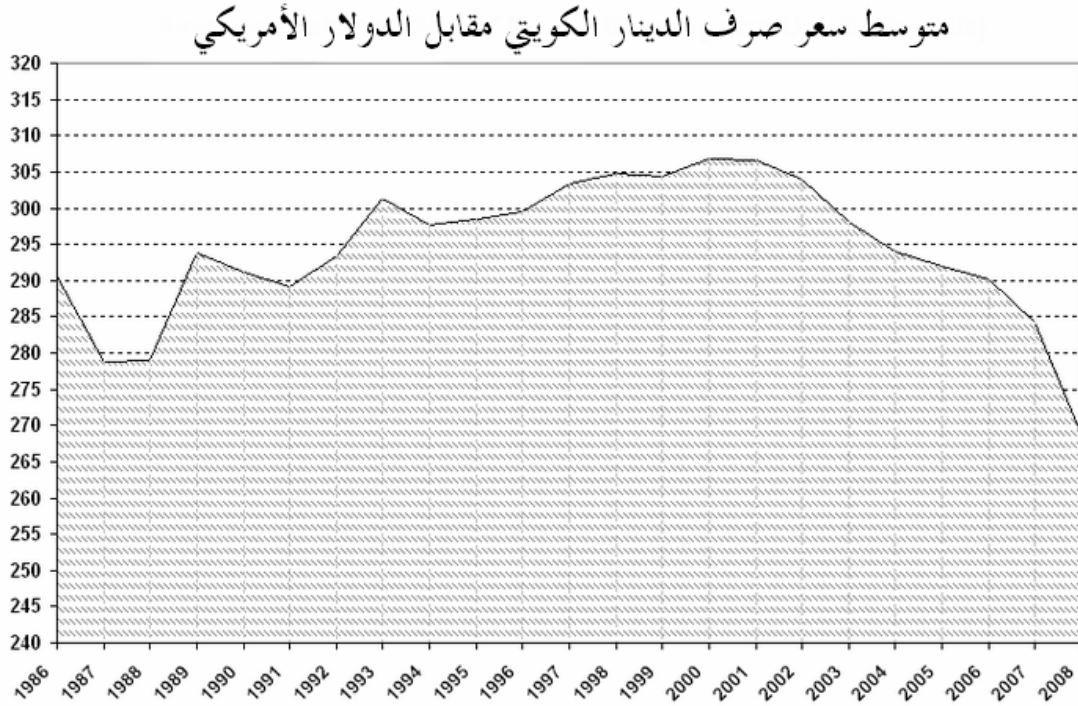
من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن العولمة تحفز طلب الكويت على الخدمات المالية و هذا من خلال زيادة حجم السوق المالية في الكويت.

حيث أن إجمالي التدفقات الداخلة و الخارجة من الكويت في تطور مستمر منذ 2007 إلى سنة 2010 و يرجع ذلك إلى تبني التقنية الحديثة في تجارة الخدمات.

- استقرار اسعار الصرف، و هذا ما يتضح لنا من خلال الرسم البياني التالي:

### شكل رقم (05)

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال



المصدر: الموسوعة الحرة ويكيبيديا، اقتصاد الكويت، 28 أبريل 2011، عن الموقع:  
ar.wikipedia.org

يتضح من الشكل (05) أن طيلة السنوات بين 1986 إلى غاية 2008 كان حدود تحرك سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار في حدود 300 كأعلى مستوى و 270 كأدنى حد لتحرك العملة. و يعود سبب قوة سعر صرف الدينار الكويتي و استقراره الى العلاقات التجارية و المالية التي تتمتع بها دولة الكويت.

#### ثانياً: نقاط الضعف:

- عدم وضوح الرؤية بشكل كامل للتوجه المرغوب في قطاع الخدمات (مزيد من الانفتاح ام الحفاظ على الانغلاق الحالي؟)
- استمرار هيمنة الدولة على أهم القطاعات الرأسمالية و استمرار رأسمالية الدولة و زيادة الضغوط على الميزانية العامة بازدياد التزامات الدولة.
- لجوء القطاع الخاص للاستثمار في الخارج نتيجة رأسمالية الدولة و ضعف برنامج الخصخصة.



تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

■ ضعف الدراسات المعمقة و المحايدة حول الشركات و الأسهم و الدراسات المستقبلية المتعلقة بالتوقعات.

■ اعتماد العديد من الشركات على إيرادات الاستثمار من محافظها الاستثمارية لتحقيق الأرباح، أكثر من اعتمادها على النشاط الإنتاجي و التشغيلي لهذه الشركات.

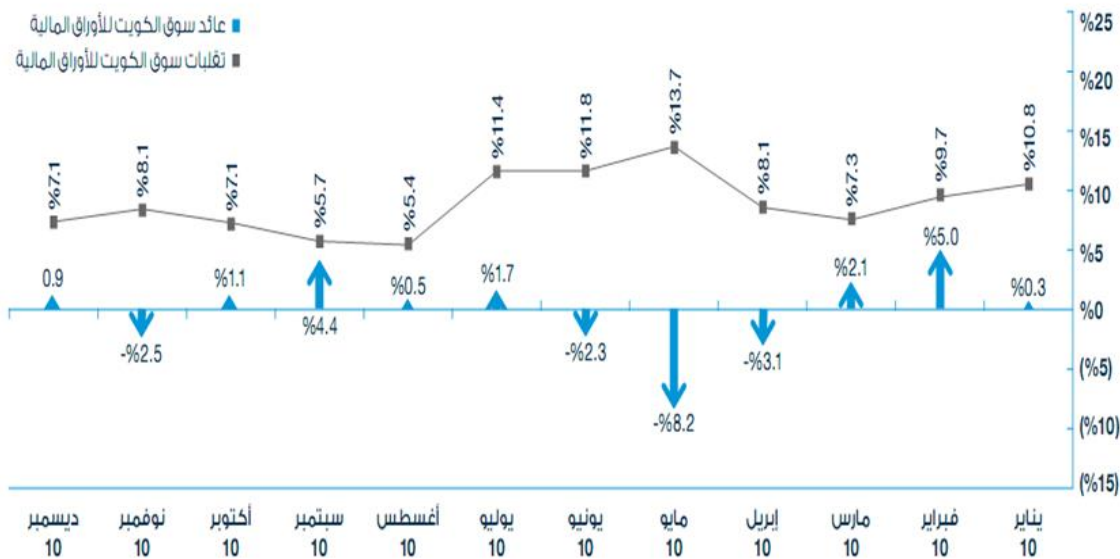
■ ضمان الدولة لودائع القطاع الخاص لدى البنوك مما يدعمه إلى عدم تحمل مسؤولية اتخاذ القرارات.

■ عدم السماح بفتح مصارف جديدة مما يحد من المنافسة و الإبداع.

■ فقدان أهمية الموقع الجغرافي نتيجة عولمة الأسواق المالية و الثورة التكنولوجية و التقنية للأسواق المالية العالمية.

■ تركيز المستثمر الكويتي أعماله في تجارة الخدمات المالية على الزمن القصير و أعمال المضاربة مما يؤدي لتقلبات حادة في سوق الأوراق المالية. (12) (احمد منير النجار، 2005، ص32)

#### شكل رقم(06):العائد الشهري للمؤشر السعري لسوق الكويت المالي لعام 2010



المصدر : شركة مشاريع الكويت، التقرير السنوي 2010، ص 4.

#### 2/1- مستوى الميزة النسبية للسوق الكويتي في تجارة الخدمات المالية:

تتوقف الميزة النسبية في تجارة الخدمات المالية عادة على عدد من المحددات قد يكون أهمها ما يلي:

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

- 1- مدى توافر العمالة المالية الفنية و الماهرة المؤهلة.
  - 2- حجم الناتج المحلي الإجمالي و الاستثمار والادخار و متوسط دخل الفردي المجتمع.
  - 3- حجم السوق المالي المحلي.
  - 4- حالة المديونية الصافية للدولة.
  - 5- مدى توافر المحددات الرأسمالية المساعدة لتقديم الخدمات المالية.
- و باستعراض هذه المحددات الخمسة أعلاه و تطبيقها على دولة الكويت نجد ما يلي:

1- بالنسبة لمدى توافر العمالة الماهرة و المؤهلة للعمل المصرفي و المالي عموما نجد أن هناك جهدا كبيرا جدا قد تم في هذا المجال، و تحقق انجازات لا يستهان بها على مستوى الكوادر الوطنية و المقيمة الموجودة حاليا، إلا انه لا زال هناك ندرة نسبية في الكفاءات المطلوبة لمحاكاة العمليات المالية العالمية و مواكبة متطلبات العولمة المالية.<sup>(13)</sup> (احمد منير النجار، 2005).

2- بالنسبة لبعض متغيرات الاقتصاد الكلي و متوسط دخل الفرد فقد صنفت الكويت كواحدة من بين اغني الدول في العالم كما تعد القوة الاقتصادية للكويت عالية جدا مقارنة بدول العالم، وتعود أسباب تلك القوة الاقتصادية إلى نصيب الفرد المرتفع من الناتج المحلي الإجمالي الذي يعد مقياسا أساسيا يستخدم في تقييم القدرة و الاستعداد على الدفع، و على امتداد السنوات الماضية منذ 2004-2008 بلغ نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الكويت لجهة القوة الشرائية قرابة 38 ألف دولار أمريكي بحسب صندوق النقد الدولي. و جاءت الكويت بالمرتبة الحادية عشر على أعلى مستوى العالم ويمائل المعدل في هولندا و هونغ كونغ.

يحظى الاقتصاد الكويتي بتصنيف مرتفع مقارنة بالاقتصاديات العالمية. فقد أشار تقرير وكالة موديز لخدمات المستثمرين الصادر في مارس 2009 إلى تصنيف القوة الاقتصادية للكويت و القوة المالية للحكومة ضمن الترتيب العالي جدا ، و هذا نظرا إلى ارتفاع نصيب الفرد من الناتج الإجمالي.<sup>(14)</sup> (الموسوعة الحرة ويكيبيديا، 2011).

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

3- بالنسبة لحجم السوق المالي ، رغم الضخامة النسبية لحجم المؤسسات المالية الكويتية ( مصارف، شركات استثمار، شركات تأمين ) قياسا للمؤسسات المماثلة في الدول النامية، إلا أنها تبقى صغيرة الحجم مقارنة بالمؤسسات المالية العالمية في الدول الصناعية، الأمر الذي يعني أن أمامها مسافة طويلة تستطيع التحرك و التوسع فيها لكي تتمكن من المنافسة و بكفاءة في حال التحرير الكامل للتجارة الدولية في الخدمات المالية و عولمة أسواق المال.(15) (احمد منير النجار،2005).

### جدول رقم(11): مؤشر التنافسية المالية العالمية لعام 2010(تحديد موقع الكويت)

البلدان	الترتيب العام	البنية المؤسسية	بيئة الأعمال	الاستقرار المالي	الخدمات المالية المصرفية	الخدمات المالية غير المصرفية	الأسواق المالية	النفوذ المالي
الولايات المتحدة	1	15	12	37	2	1	2	16
المملكة المتحدة	3	11	10	38	20	2	1	12
سنغافورة	4	1	2	5	11	11	3	9
هونغ كونغ	5	10	9	3	1	9	9	13
الإمارات العربية	20	21	19	17	21	26	21	7
السعودية	24	25	24	6	31	34	31	10
البحرين	27	20	18	40	32	33	39	5
الكويت	30	36	29	8	28	54	18	39

المصدر: بدر السميطة ، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية ديسمبر 2010، ص20.

سجلت الكويت أرقام متقدمة في مجالات و عوامل الاستقرار المالي في حين سجلت أرقام متدنية في مجالات و عوامل الوساطة المالية غير البنكية و العوامل المؤسسية.

4- بالنسبة لحالة المديونية الصافية ، فان هذا العنصر يعتبر أساسيا من حيث مدى توفر موارد مالية إضافية، أي تزيد مدخراتها عن استثماراتها. إلى جانب عوامل أخرى تساعد على تحقيق ميزة نسبية في

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

التجارة الدولية للخدمات المالية. كما أن الكويت لا تعاني من أزمة مديونية خارجية، فهي حالياً تقدم قروض و مساعدات للدول الأخرى مما يعني أن لديها ميزة نسبية في التجارة الدولية للخدمات المالية.

5- بالنسبة للمحددات الرأسمالية المكتملة و المساعدة في تقديم الخدمات المالية، فهناك تطور هائل في مجال الصناعة المالية عموماً، وتبقى الكويت رغم الجهود المبذولة في هذا الشأن تحتاج لجهود إضافية.<sup>(16)</sup> (احمد منير النجار، 2005).

## 2- أبرز المخاطر التي مست سوق الكويت المالي (الازمات):

لحق بالسوق المالي الكويتي بعض الأزمات التي تسببت بانهيار الاقتصاد الكويتي وبفترات قياسية وهي:

### 2-1- أزمة 1976 :

بعد طفرة أسعار النفط عام 1973 ، حدث رواج اقتصادي كبير جدا في الكويت ، وقد تضخمت أسعار الأصول مثل العقارات والأسهم ، وذلك إلى درجة مبالغ فيها أحيانا ، وبالتالي ، حدثت الأزمة وتدخلت الدولة في شراء الأسهم من المواطنين وأمت بعض الشركات.<sup>(17)</sup> ( مركز الجمان، 2011).

### 2-2- أزمة سوق المناخ 1982:

تأسس سوق المناخ كسوق غير رسمي لتداول اسهم الشركات الخليجية والكويتية غير المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية او نظرا لضعف الرقابة الرسمية الفعالة اتخذت اجراءات مضاربة اسلوبا مختلفا يعتمد على الثقة المتبادلة بين الاشخاص عن طريق البيوع الآجلة او المستقبلية ونظرا للربح السريع من خلال البيوع الآجلة وغياب الرقابة استقطب سوق المناخ اعداد كبيرة من المستثمرين حتى

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

اصبح سوق الكويت في الترتيب الثامن عالميا من حيث التداول . كما تعدى التداول في بعض الاسابيع سوق الكويت حجم التداول في بورصة لندن.

ومع استمرار المضاربات عن طريق البيع الاجل ارتفعت اسعار الاسهم بشكل مبالغ فيه حتى بلغت ما يقارب 400% من قيمتها الدفترية . الا ان الاعتماد الكبير على البيوع الآجلة ادى إلى ترابط المستثمرين بشيكات تستحق بعد فترة من الزمن. وعندما تخلف بعضهم عن السداد في وقت الاستحقاق هوت اسعار الاسهم وتخلف عدد اكبر من السداد . وقد بلغ عدد الشيكات و المعاملات 28815 شيكا آجلا قيمتها حوالي 26.7 مليار دينار كويتي تخص 6031 متعاملا ، و يمثل المبلغ اكثر من اربعة امثال الناتج المحلي الاجمالي للكويت وقتها<sup>(18)</sup> (الموسوعة الحرة ويكيبيديا، 2011).

ومن أهم الآثار المترتبة على هذه الأزمة ما يلي:

أ. أنه في أثناء فوره سوق الأوراق المالية (المناخ) تصاعدت وبشكل غير عادي أسعار الأصول المالية والعقارية إلى مستويات لا يمكن تبريرها بالرجوع إلى القواعد والأسس الاقتصادية والمالية التقليدية المتعارف عليها. و قد ترتب على ذلك أنه عند حدوث الأزمة كان الانهيار تراكميا وبمعدلات سريعة وحادة مثل انهيار جرف من أعلى الجبل. و قد تولد عن كل من الارتفاع الحاد في أسعار الأصول وما تبعه من أرباح رأسمالية مضاربة ثم الانخفاض الحاد والسريع في أسعارها وما تبعه من خسارة رأسمالية مضاربة انعكس على مستويات الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري الخاص.

ب. ترتب على انهيار قيم الأصول عجز الكثير من المدينين عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه النظام المصرفي المحلي، وكان الوجه الآخر لذلك هو تضخم المحافظ الائتمانية للبنوك المحلية بأصول غير منتظمة بلغت قيمتها (3436 مليون دينار كويتي) . مما اضطر بنك الكويت المركزي للتدخل عن طريق برنامج تسوية التسهيلات الائتمانية الصعبة الذي اعتمده مجلس الوزراء في 10/8/1986 .

ج. ترتب على الأزمة آثار اقتصادية سلبية منها انخفاض حجم التداول بنسبة 23% عام 1982 بالمقارنة بعام 1981، وأيضا ارتفاع معدل التضخم، ورغبة في عدم انهيار سوق الأسهم عملت الحكومة على دعم أسعار أسهم الشركات الكويتية عن طريق قيامها بشراء هذه الأسهم بصورة غير مباشرة ووفق أسس انتقائية، كما قامت باتخاذ الإجراءات الكفيلة بحماية صغار المستثمرين حسنى النية عن طريق الوفاء الكلى أو الجزئي لحيازتهم من الشيكات مؤجلة الدفع و التي يعجز محرروها عن الوفاء بها وذلك من خلال صندوق حكومي خاص أنشئ لهذه الغاية.

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

وبالرغم من هذه الإجراءات فقد تأثرت وكما سبق القول وبشكل واضح حركة الأسعار والتداول للأسهم الكويتية المتداولة في السوق الرسمية في النصف الثاني من عام 1982 وقد استمر هذا الاتجاه الانكماشى في حركة التداول والأسعار في السوق الرسمية في عام 1983 وبشكل ملحوظ فيما يخص أسهم الشركات العقارية والبنوك .

و لم تقف الحكومة مكتوفة الأيدي إزاء هذا الوضع، و لمنع تفاقمه قامت من جانبها في عام 1983 باتخاذ تدابير جديدة أهمها:

أ. إصدار القانون رقم 75 لعام 1983 و القاضي بإنشاء مؤسسة عامة جديدة وهى "مؤسسة تسوية المعاملات المتعلقة بأسهم الشركات التي تمت بالأجل" حيث تتولى استلام وتقييم وإدارة وتصفية موجودات المدينين المفلسين، وتصرف لدائنيهم سندات قابلة للبيع والرهن على أساس قسمة الغرماء .

ب. إصدار مرسوم أميري بتاريخ 1983/8/14 بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية كشخص اعتباري مستقل له أهلية التصرف في أمواله وحق التقاضي، وإرساء القواعد والأحكام الناظمة لنشاطه، تلا ذلك قرار وزير التجارة رقم 35 لعام 1983 بلائحة داخلية للسوق.

ج. في عام 1984 اتخذت الحكومة عددا من التدابير بهدف تصفية الأزمة نهائياً من خلال الإسراع في إنهاء حالات تشابك المديونية وكذلك من خلال المحافظة على قيمة أصول المدينين المالية والعينية.<sup>(19)</sup> (رمضان علي الشراح، 2009).

## 2-3- أزمة عام 1998:

بعد تحرير دولة الكويت عام 1991 وعودة النشاط الاقتصادي تدريجياً وإعادة افتتاح البورصة، قامت الدولة ببيع حصصها في الشركات المدرجة اعتباراً من عام 1995 على وجه التقريب ، والذي كان بالمزاد لشريحة منه ، واكتتاب عام لشريحة أخرى بسعر تفصيلي عن سعر المزاد ، مما استدرج رساميل المجتمع الاقتصادي كمؤسسات وأفراد ، وأيضاً جموعاً غفيرة من المواطنين من خلال الاكتتابات العامة ، والتي كانت مربحة جداً في بدايتها ، كما قدمت البنوك تسهيلات ضخمة لتمويل

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال عمليات السيطرة على الشركات بالمزادات ، بالإضافة إلى تسهيلات لتمويل توسعات الشركات المدرجة سواء المدروس منها أو غير المدروس ، وقد تضخمت أسعار الأسهم تبعاً لذلك بشكل عام ، وظهرت بعض ممارسات التلاعب والتضليل للكسب غير المشروع ، وقد تدخل بنك الكويت المركزي في النصف الثاني من عام 1997 لتنظيم منح الائتمان ، والذي أدى إلى جفاف السيولة لدى المتداولين ، ومنهم شريحة عريضة من المتلاعبين ، وقد انتهى المطاف إلى انفجار فقاعة الأسهم في عام 1998 ، حيث حدث هبوط حاد للبورصة بلغ نحو 40% ، وهو أول هبوط حاد للبورصة بعد افتتاحها إبان تحرير الكويت من الاحتلال العراقي.(20) (مركز الجمان، 2011).

## 2-4-4- اثر الازمة المالية العالمية 2008:

### أولاً: مؤشرات لتأثير الازمة على الكويت و اهم الاجراءات المتخذة لعلاج الوضعية

تأثرت الكويت كسائر الدول بالأزمة المالية العالمية، وكانت أكبر نتائجها على الكويت هو انخفاض أسعار النفط و الذي له اثر كبير على الحالة المالية للدولة. كما تأثر قطاع شركات الاستثمار بشكل كبير نتيجة لفقدان الثقة والعامل النفسي لدى المستثمرين ،وعانت بعض شركات الاستثمار عندما بدأت مطالبة بعض البنوك العالمية بالتسديد المبكر لبعض القروض قصيرة الاجل ورفض التجديد لها .

وعلى الرغم من حجم الازمة المالية لم تتأثر بها البنوك المحلية بشكل كبير وذلك للانكشاف المحدود للبنوك العالمية والطبيعة المتحفظة للبنوك للاستثمار في سوق الاسهم.

و لقد قامت الحكومة الكويتية بإقرار قانون الاستقرار المالي والذي بموجبه تضمنت الحكومة 50% من قيمة القروض الجديدة للمؤسسات الاستثمارية لتشجيع الدعم المالي للشركات المتعثرة. كما قام بنك الكويت المركزي بخفض سعر الفائدة بواقع 25 نقطة لتشجيع الاقراض (21) (الموسوعة الحرة ويكيبيديا، 2011).

### جدول رقم (12) مؤشرات لتأثير الازمة المالية العالمية على الكويت

المؤشرات	مرحلة ما قبل الازمة	اثناء الازمة	بعد الازمة
	الازمة	2009-2008	-2010

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

2011		2007-2008	
4.0	1.9	5.1	النمو السنوي للناتج المحلي الاجمالي الحقيقي
3.5	1.7	6.6	الناتج المحلي الاجمالي النفطي
4.3	4.4	8.2	الناتج المحلي الاجمالي الغير نفطي
4.3	7.6	3.4	معدل التضخم %
22.5	27.0	34.2	الميزان المالي / الناتج المحلي الاجمالي %
32.1	33.3	40.8	ميزان الحساب الجاري الناتج المحلي الاجمالي

Source : State of KUWAITE, the millennium development goals country progress, report 2010, p 28.

ان الازمة المالية قلصت القدرة المحتملة للحكومة للتعامل مع حالات الطوارئ في المستقبل، و يمكن ان يستند هذا الانطباع لانخفاض المؤشرين من مستويات ما قبل الازمة و هي من 34.2 % إلى 27% عن الفائض المالي إلى الناتج المحلي الاجمالي ومؤشر من 40.8% إلى 33.3% اثناء الازمة 2009-2008 لينخفض إلى 32.1% بعد الازمة 2010، 2011. (22) (state of kuwait, 2010)

#### ثانيا: مقارنة أداء السوق المالي الكويتي أمام الاسواق العالمية بعد الأزمة

أنهت أسواق المال العالمية تداولات عام 2010 بصورة ايجابية مترافقة مع تحسن أداء الاقتصاديات الكلية رغم استمرار تداعيات الأزمة المالية و توالي ظهور فقاعات الديون في مناطق متفرقة من العالم لاسيما في منطقة اليورو، و تزامنا مع ارتفاع أسعار النفط الخام ليصل إلى 92,81 دولار للبرميل بزيادة سنوية تخطت الـ 20% و هو أعلى مستوياته منذ بدأ الأزمة. (23) (المكتب الفني للاستشارات و البحوث، 2010)

جدول رقم (13) تغيرات مؤشرات أسواق المال العالمية في 2010/12/31 مقارنة باقالات

.2010/12/31



تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

السوق	المؤشر في 2009/12/31	المؤشر في 2010/12/31	التغير	معدل التغير %
مؤشر NIKKEI 225	10546,4	10228,9	317,5-	3,0 -
مؤشر DOW JONES	10428,1	11577,5	1149,4 +	11,0 +
مؤشر DAX	5957,4	6914,2	956,8 +	16,0 +
مؤشر NASDAQ	2269,1	2652,9	383,8 +	16,9 +
مؤشر FTSE	5412,9	5899,9	487,0 +	9,0 +
مؤشر CAC	3936,3	3804,8	131,5 -	3,3 -
مؤشر S&P500	1115,5	1257,6	142,5 +	12,8 +

المصدر: المكتب الفني للاستشارات و البحوث، سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2010، ص 21.

ارتفع مؤشر ( مورغان ستانلي كابيتال انتر ناشيونال ) لأسواق العالم (MSCI WORLD) بمعدل 13% خلال 2009، و تراجع معدلات ارتفاع مؤشرات أسواق المال العالمية بين ما يقارب ال 17% في NASDAQ و تراجع بأكثر من 3,0 % CAC (24). (المكتب الفني للاستشارات و البحوث، 2010).

ان الانتعاش الذي بدأت تشهده أسواق المال العالمية يرجع سببه كون الاقتصادات الحقيقية لهذه البلدان قوية و لعل أهم شيء قامت به هذه الدول اثناء الأزمة هو ايجاد حلول استراتيجية وعملية حسب ظروفها و مشاكلها.

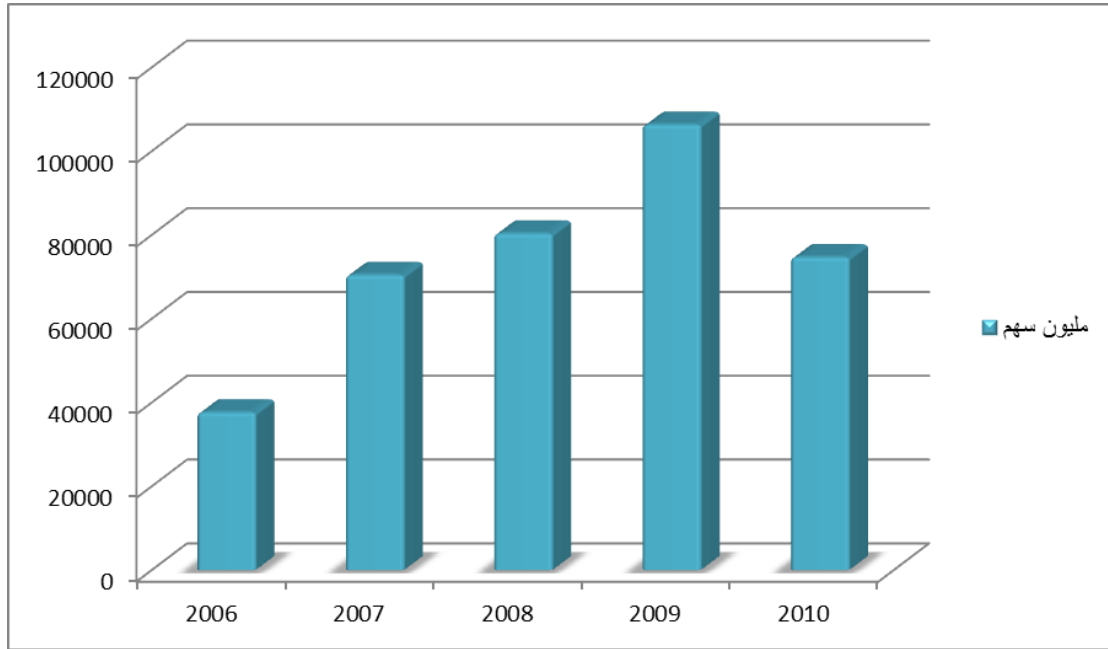
بحيث أن الأزمة المالية عندما وقعت حدث انهيار مباشرة في الاقتصاد المالي للدول المتقدمة، لكن بعد طرق العلاج التي قاموا بها استطاعوا التقليل من مخاطر الازمة و التحكم فيها نوعا ما، لأن اقتصادهم الحقيقي قطاعاته منتجة.

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

لكن الآثار بدأت تنتشر في دول أخرى بدءا ببعض الدول المتقدمة مثل اليابان و منطقة اليورو ، وصولا إلى دول أخرى لها علاقة بالاقتصاد الدولي ، و خاصة دول الخليج، إذ بدأت الآثار تظهر في اقتصادها الحقيقي القائم على البترول بدرجة كبيرة، حيث شهدت أسعار البترول آنذاك تراجعا معتبرا، ولهذا السبب ظهرت آثار الأزمة بشكل متباطئ على الدول ذات الاقتصاد الريعي بصفة عامة وعلى الكويت بصفة خاصة، فتعدت هذه الآثار إلى ان وصلت إلى القطاعات الأخرى في الاقتصاد المالي من ناحية التداول، السيولة، و عدد الصفقات.

و هذا ما توضحه الأشكال التالية:

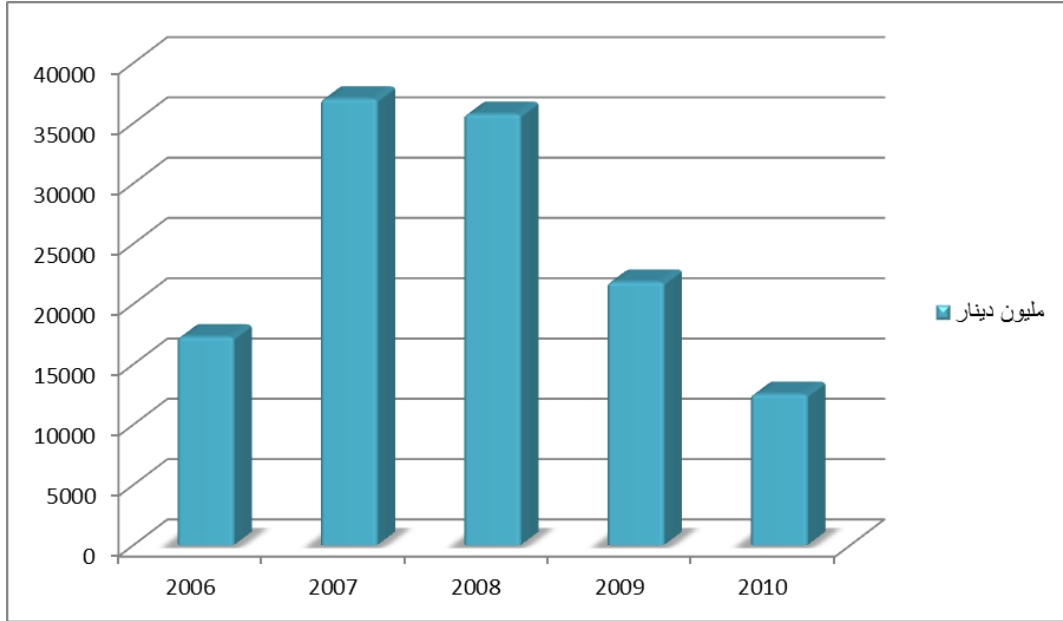
شكل رقم (07) تطور حجم التداول في السوق المالي الكويتي خلال الفترة 2006- 2010



المصدر: المكتب الفني للاستشارات و البحوث، سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2010، ص28.

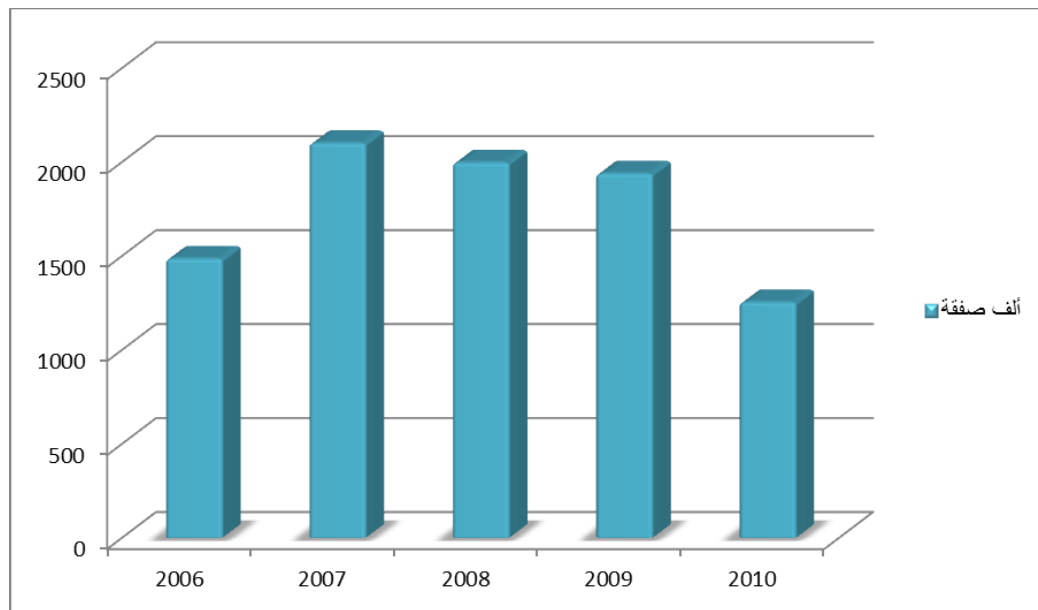
شكل رقم (08) تطور حجم السيولة في السوق خلال الفترة 2006- 2010

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال



المصدر: المكتب الفني للاستشارات و البحوث، سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2010، ص 28

شكل رقم (09) تطور عدد الصفقات في السوق خلال الفترة 2006- 2010



المصدر: المكتب الفني للاستشارات و البحوث، سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2010، ص 29.

3- الآثار الايجابية و السلبية المحتملة على السوق المالي الكويتي:

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

مما سبق و باستعراض نقاط القوة و الضعف و المحددات المميزة النسبية للسوق المالي الكويتي في موجة عولمة أسواق المال، نخلص إلى أن هذه الأخيرة ستكون لها آثار ايجابية و أخرى سلبية على السوق المالي الكويتي و هي فيما يلي:

### 3-1- الآثار الايجابية المحتملة:

- توافر رأس المال للاستثمار المشترك
- ارتفاع درجة الاستعداد التكنولوجي، مما يؤدي ذلك إلى رفع كفاءة و فاعلية المؤسسات الكويتية. (25) (محمد ابراهيم السقا، 2007).
- تطبيق أفضل لأساليب الإدارة و الاستفادة من الخبرات المتراكمة و إعداد كوادر وطنية ذات مستوى فني و مهارة عالية.
- ظهور العديد من الابتكارات المالية التي لم تكن موجودة سابقا.
- تدعيم سوق رأس المال بالخبرات الأجنبية في كافة المجالات (الاكتتاب، السمسرة، إدارة المحافظ الاستثمارية.....الخ).
- زيادة إمكانية نفاذ الخدمات المالية الكويتية إلى أسواق الدول المتقدمة و تأسيس فروع لها أو العمل على الحد من القيود التي تفرضها البنوك المركزية في الدول الأجنبية على المؤسسات الكويتية.
- تدعيم سوق رأس المال و تنشيط سوق الخدمات المالية في الأجل الطويل إلى جانب تشجيع المدخرات المحلية على الاستثمار في السوق المحلي.
- دعم و جذب الاستثمارات الأجنبية بما يخدم مصالحها.
- انخفاض تكلفة الإقراض للمقترضين المحليين مما يؤدي لرفع كفاءة استخدام رأس المال و دفع النمو الاقتصادي نحو الأمام.

### 3-2- الآثار السلبية المحتملة:

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

- إن تحرير التعامل في الخدمات المالية سيؤدي لإيجاد نوع من المنافسة غير المتكافئة مع المؤسسات المالية الأجنبية.
- إن تواجد المؤسسات المالية الأجنبية في الكويت سيمكنها من التجارة في الخدمات المالية لمصلحتها، وقد تسحب النقد الأجنبي المتاح داخل الكويت إلى دولها الأم بعيدا و تقيد المتاجرة به في الخارج، أو تستخدمه في تمويل غير استثماري كالمضاربة مثلا.
- إن تحرير التجارة الدولية في الخدمات المالية و إتاحة الفرصة للمؤسسات المالية الأجنبية لتقديم خدماتها في السوق المحلي، قد يؤدي لخسائر لها انعكاس سلبي على السياسات الكلية للدولة.
- يؤدي التحرير المالي إلى إلغاء أو تخفيض الدعم الممنوح للصناعات الوليدة الذي كان يقدم من المؤسسات المالية الوطنية مما يؤثر سلبا على أهداف التنمية في الكويت.
- قد تشكل المؤسسات المالية الأجنبية احتكارا في مجال التجارة في الخدمات المالية اعتمادا على خبرتها الواسعة في الموضوع.
- إن تحرير التعامل في الخدمات المالية سيؤدي لإيجاد نوع من المنافسة غير المتكافئة مع المؤسسات المالية الأجنبية.<sup>(26)</sup> (احمد منير النجار، 2005)

و فيما يلي شكل يوضح دور الكويت في الأسواق المالية العالمية

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

شكل رقم (10): دور الكويت في الاسواق المالية العالمية

الشرح	السوق المالي العالمي														البنية التحتية للسوق			
	الإقراض المصرفي عبر الحدود	معدل دوران الملكيات الأجنبية	معدل دوران العطلات الأجنبية	معدل دوران المشتقات المالية المتداولة	السندات الدولية	معدل دوران المشتقات المالية في السوق الموازي	إدارة الثروات الخاصة (عدد أصحاب المليارات)	صناديق الثروة السيادية	مدى اختراق قطاع التأمين	صناديق المعاشات التقاعدية	التمويل الإسلامي	صناديق التحوط	صناديق الاستثمار	الإمكانيات الأولية العامة	الملكيات الخاصة	البورصات	أسواق تبادل السلع	شركات الأوراق المالية
أمريكا					NA													
الجنتر																		
اليابان													NA	NA				
هونغ كونج		NA			NA								NA		NA			
سنغافورة		NA		NA	NA								NA					
الكويت													NA	NA				

مفتاح الألوان

	عدم تواجد
	تواجد ضعيف / متدني
	تواجد قوي

المصدر: بدر السميطة، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص21.

يتضح من الشكل (10) ان دور سوق المال الكويتي لايزال ضعيفا مقارنة بأداء أسواق المال العالمية، فالسوق الكويتي بعيدا كل البعد عن السوق الأمريكي و البريطاني على سبيل المثال. حيث نلاحظ أن السوق البريطاني سجل و جيدا قويا في جميع المجالات و الجوانب المتعلقة بالسوق المالي

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

و حتى في مجال التمويل الاسلامي، إلا أنه سجل تواجدا ضعيفا في جانب واحد فقط و هو صناديق الثروة السيادية .

في حين نجد أن السوق المالي الكويتي كان تواجده تقريبا منعدما في الكثير من جوانب السوق المالي و بيئته التحتية. حيث أنه سجل وجودا قويا في جانب واحد فقط و هو صناديق الثروة السيادية.

#### 4- آفاق السوق المالي الكويتي و بعض التوصيات المقترحة:

##### 4-1- آفاق السوق المالي الكويتي:

مقارنة المراكز المالية العالمية الرائدة و الدروس المستفادة للكويت:

عناصر المقارنة	المملكة المتحدة	الولايات المتحدة الأمريكية	الكويت والدروس المستفادة
الإطار التنظيمي	هيئة الخدمات المالية (FSA) هي الجهة التنظيمية الوحيدة	معدّد ومجزّأ، ليضمّ جهات تنظيمية متعددة على المستوى الوطني ومستوى الولاية	تجد الأعمال التجارية سهولة في التعامل مع جهة تنظيمية واحدة، تمثل جهة اتصال واحدة. كما أنها تمثل مؤسسة وجهة إشرافية واحدة لها حق التنظيم والمسائلة للجهات المختلفة التي تخضع تحت إشرافها
النهج التنظيمي والرقابي	يقوم النظام في المملكة المتحدة إلى حد كبير على أساس المبادئ والاسترشاد بالنتائج. وتطبق هيئة الخدمات المالية في المملكة المتحدة القواعد التنظيمية المستندة إلى الأسس والمبادئ عبر شقين أو مجموعتين أساسيتين من المبادئ التنظيمية	تعتمد الولايات المتحدة نظاما يقوم على القواعد والأسس المدفوعة بالمدخلات والمبنية على أساس الالتزام. ولا يستند إطار التنظيم المالي المتبع إلى مجموعة من المبادئ المتسقة المقبولة والمتعارف عليها عالميا	الوقت المستغرق كبير وتكلفة الامتثال والالتزام عالية داخل النظام القائم على القواعد التنظيمية. فبدون الاستعانة بالمبادئ المتعارف عليها للاسترشاد بها، تعجز الجهات التنظيمية عن فرض اللوائح والقواعد التي تقتضيها التوجيهات التشريعية

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

تنفيذ القواعد التنظيمية

يتسم النهج البريطاني المتبع في تطبيق القواعد التنظيمية بكونه أكثر تركيزاً على النتائج وأكثر فاعلية مقارنة بالنهج الأمريكي والذي يُوصف أحياناً بكونه ذي طابع عقابي ومفرط في العمومية

ساهمت الإجراءات التشريعية والتنظيمية التي أُتخذت في الولايات المتحدة في الأونة الأخيرة في جعل إنفاذ القواعد التنظيمية إجراءً تأديبياً مبالغ فيه. فمن ضمن الإجراءات الأخيرة التي تم الإعلان عنها كان تطبيق قانون ساربانيز أوكسلي-Sarbanes-Oxley لعام 2002، والاقترح بأن تطبق الولايات المتحدة معيار بازل الثاني القائم على توفير متطلبات رأس المال لمواجهة مخاطر التشغيل، والإصرار على شرط التزام الشركات الأجنبية بتطبيق المعايير المحاسبية الأمريكية

إجراء الإصلاحات على المستوى التشريعي وإنفاذ القوانين يتطلب تحقيق توازن دقيق بين المصالح. ويفضل قادة قطاع الأعمال إتباع نهجاً شاملاً وفقاً لمبدأ قياس الأداء في تنفيذ القواعد، مقارنةً بالنهج المجزأ والذي يعتبر أكثر تكلفة حيث تتخذ العديد من الجهات التشريعية والتنظيمية العديد من الإجراءات التنفيذية (على المستوى الوطني ومستوى الولايات)

فوائد الاعتماد أو التبني المبكر للمعيار العالمي

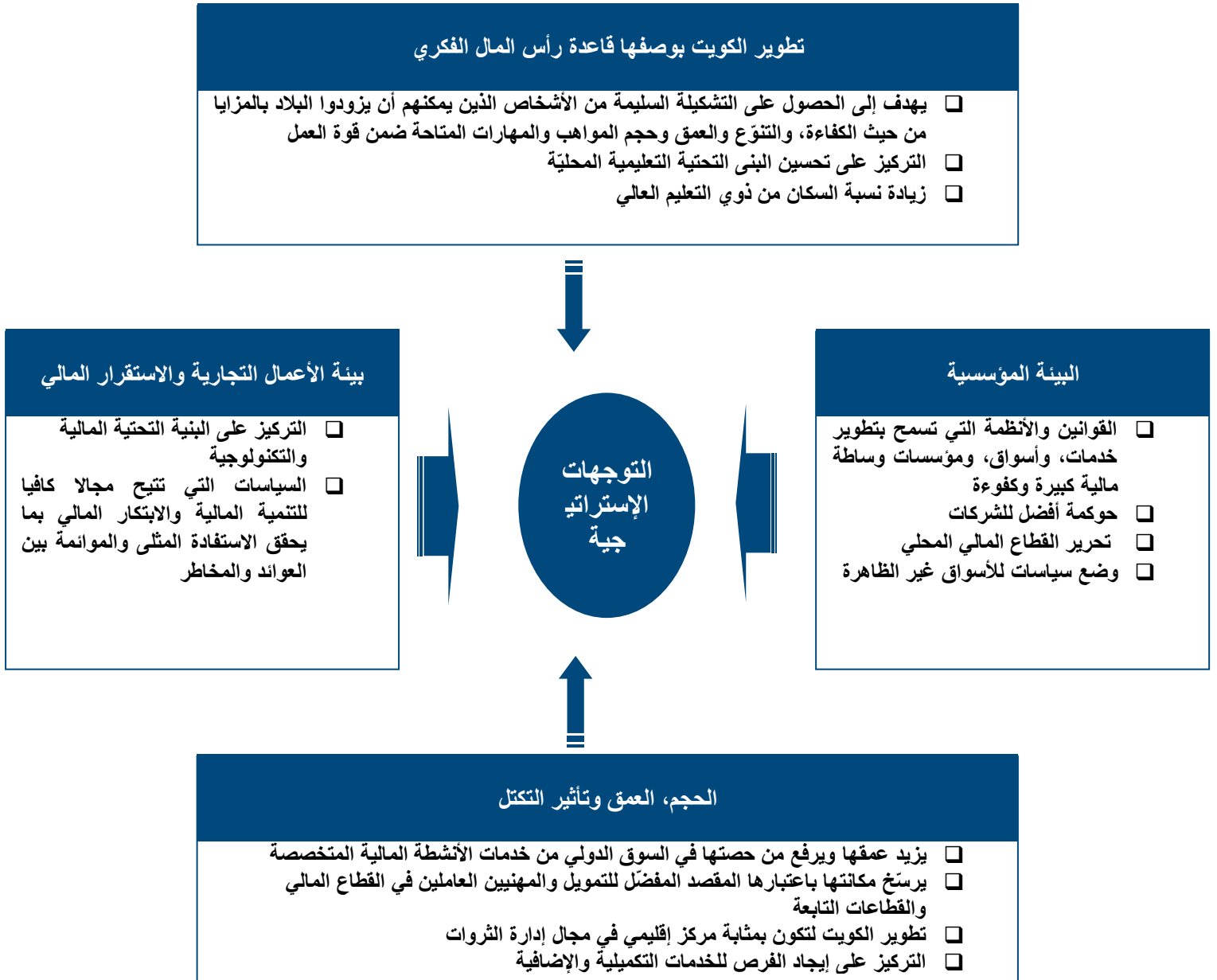
- ضمان المصادقية العالمية
- تنفيذ الإصلاحات في أسواق رأس المال يستقطب المستثمرين الأجانب، ويعزز مستوى السيولة النقدية
- وضع إطار قانوني تمكيني، يتسم بالشفافية الكاملة بالتعاون الوثيق مع العناصر الفاعلة في الأسواق

المصدر: بدر السميطة، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص

.24

شكل رقم (11): التوصيات المقترحة في بعض القطاعات:

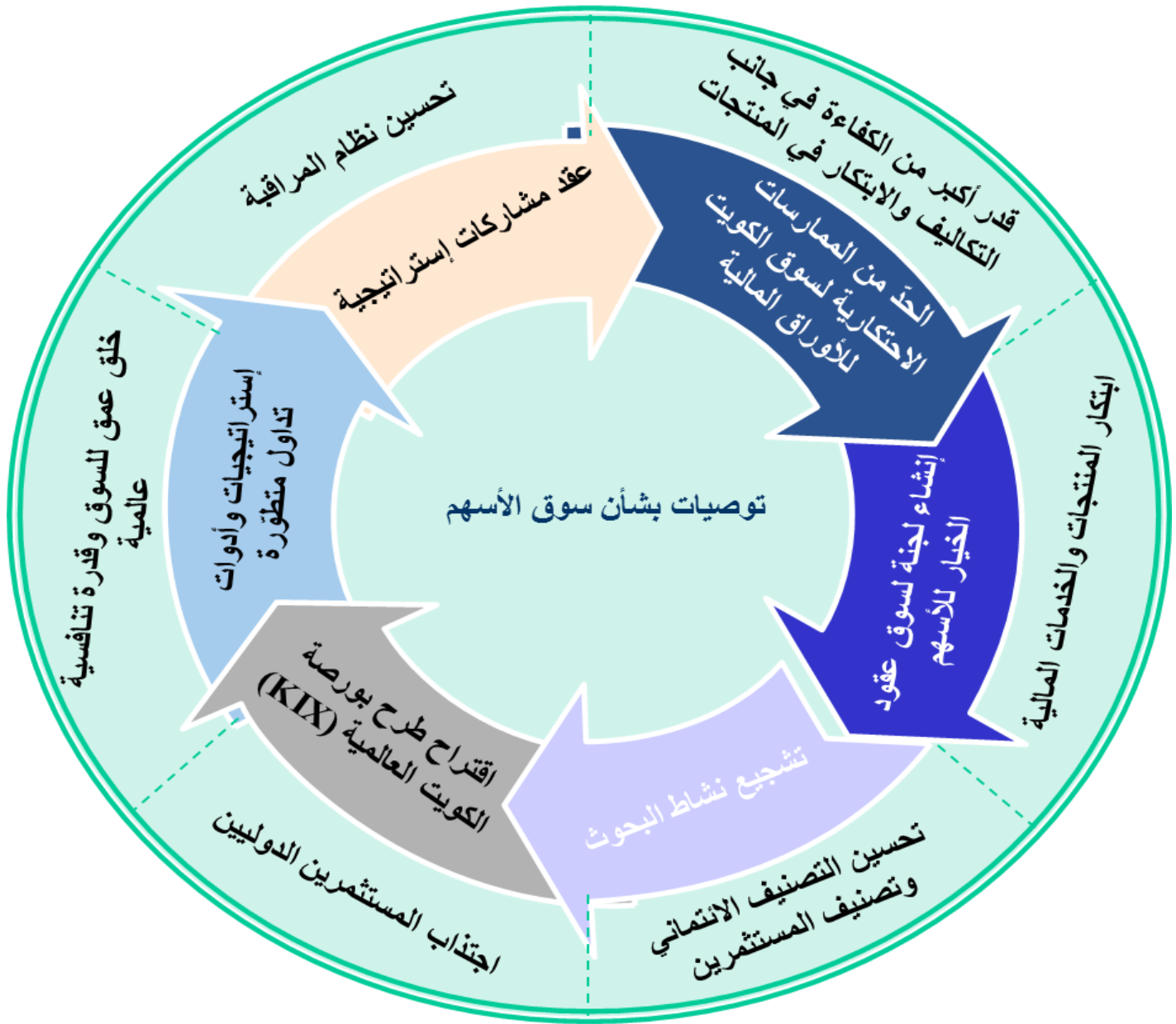




المصدر: بدر السميطة، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

شكل رقم (12): توصيات بشأن سوق الأسهم:



المصدر: بدر السميطة، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص

.27

سوق الدين:

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

إنشاء سوق ثانوي للسندات تتوفر فيه سيولة نقدية أكبر وتوسيع نطاق سوق سندات المديونية

السياسات التي تستهدف وضع منحى للعائد

توفير الحوافز التشجيعية اللازمة لزيادة عدد المتعاملين في السوقين الأولي والثانوي

وجوب تنفيذ سياسات ضريبية مجزية لتطوير سوق للسندات نشط في الكويت

تشجيع المهنيين الكويتيين على تطوير قدراتهم البحثية واجتذاب فرق عمل متخصصة في التمويل للعمل في الكويت

وجوب تشكيل فرق عمل تتألف من الجهات الرقابية والفاعلة لاستعراض سبل تنفيذ المبادرات الإستراتيجية

المصدر: بدر السميط، تقييم الكويت كمرکز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص 28.

### توصيات خاصة بالتمويل الاسلامي:

ضمان النمو في المستقبل خلق بيئة مواتية لتطوير وتنمية التمويل الإسلامي			
تعزيز الشفافية والمساءلة والمصادقية للمنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وذلك لتسهيل قبولها عالمياً كذلك التكامل مع المنتجات الأخرى	الشفافية والمساءلة		
التشاور مع الأكاديميين والمنظمات الدولية سينتج عنه نموذج فريد للتنظيم الخاص بمبادئ الشريعة الإسلامية	التنظيم وفقاً للشريعة الإسلامية		
ضرورة العمل على إعطاء قدر من التنوع والتميز للمعاملات التي تتم وفقاً لقواعد الشريعة الإسلامية في الكويت من خلال ابتكار المنتجات الجديدة والمميزة تشجيع تطوير منتجات إسلامية مبتكرة	ابتكار المنتجات		
ضرورة تعزيز كل من الإجراءات المحاسبية السليمة والمتطورة، والأنظمة والأطر القانونية المتطورة التي تحكم التمويل الإسلامي وفقاً لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) ومجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)	الممارسات المحاسبية		

المصدر: بدر السميط، تقييم الكويت كمرکز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص 29.

تنمية وتطوير مراكز الخدمة الاقليمية او العالمية:



المصدر: بدر السميط، تقييم الكويت كمركز مالي، اتحاد الشركات الاستثمارية، ديسمبر 2010، ص

30.

خلاصة الفصل:

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

انطلاقاً مما سبق ذكره في هذا الفصل الذي تعرضنا فيه بنوع من التفصيل و التحليل و التعليق، نستخلص أن الدول العربية عامة و حتى الدول التي تتميز باقتصاد نشط نوعاً ما و قدرات اقتصادية هائلة، و خصوصاً من ناحية النفط كنموذج دولة الكويت لا تزال بعيدة عن حلقة الاقتصاد الدولي من ناحية التعاملات الدولية و تدفقات رؤوس الاموال لأنها لم تتوفر بعد على الامكانيات التي تمكنها من تحقيق مبدأ التنافسية بقوة و جدارة.

هوامش الفصل الثالث :

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

(1) الموسوعة الحرة ويكيبيديا ، اقتصاد الكويت ، 2011/04/28 عن الموقع  
ar.wikipedia.org.

Capital standards , kuwait economic report , february 2011 . p 5.(2)

(3) الموسوعة الحرة ويكيبيديا، مرجع سبق ذكره.

(4) منتديات بورصة الكويت ، نبذة عن البورصة الكويتية ، 2011/05/12 عن الموقع  
[www.gulfta.com](http://www.gulfta.com)

(5) سوق الكويت للأوراق المالية ، أهداف السوق ، 2011. عن الموقع  
www.kuwaitse.com

(6) منتديات بورصة الكويت ، نبذة عن بورصة الكويت و أهدافها 7، 2011/04/1، عن  
الموقع [www.sooqalkuwait.com](http://www.sooqalkuwait.com)

(7) ادارة المكتب الفني ، الاستشارات و البحوث ، سوق الكويت للأسواق المالية ، التقرير  
السنوي العام ، 2010، ص 22.

(8) المرجع نفسه، ص 23.

(9) . Economic world forum , the financial development report 2010,p5 .

(10) وزارة التخطيط و التعاون الدولي(الفريق الوطني للتنافسية)، تقرير التنمية المالية  
2009 ، ص 9 .

(11) أحمد منير النجار ، عولمة الأسواق المالية و أثرها على تنمية الدول النامية مع  
الإشارة عن السوق المالي الكويتي ، المؤتمر العلمي الرابع ، جامعة فيلادلفيا ، 2005  
، ص 31 .

(12) المرجع نفسه ، ص 32 .

(13) المرجع نفسه ، ص 33 .

(14) الموسوعة الحرة ويكيبيديا ، مرجع سبق ذكره .

(15) أحمد منير النجار ، مرجع سابق ، ص 34 .

(16) المرجع نفسه، ص 35 .

(17) مركز الجمان، لمحة عن تاريخ بورصة الكويت و أزماتها و معايير انتقاء الأسهم  
حاليا، 24 ماي 2011 ، عن الموقع [www.alphabeta.argam.com](http://www.alphabeta.argam.com)

(18) الموسوعة الحرة ويكيبيديا ، مرجع سابق .

تجربة السوق المالي الكويتي في ظل عولمة أسواق المال

- (19) رمضان علي الشراح ، الأزمات المالية العالمية ، أسبابها آثارها ، انعكاساتها على الاقتصاد الكويتي، ورقة مقدمة الملتقى الدولي لآفاق الاستثمار معاً لمواجهة التحديات ، الكويت 27-28 أبريل 2009 ، ص ص 25 – 26 .
- (20) مركز الجمان، مرجع سبق ذكره .
- (21) الموسوعة الحرة ويكيبيديا ، مرجع سبق ذكره .
- (22) State of kuwait the millenium development goals country progress report 2010, p 28 .
- (23) المكتب الفني قسم الاستثمارات و البحوث ، مرجع سابق ص 21 .
- (24) المرجع نفسه ، ص 24 .
- (25) محمد إبراهيم السقا ، هل تتحول الكويت إلى مركز مالي : تحليل عناصر البنية الاقتصادية الجزئية ، 29 ماي 2007 ، economy of kuwait blogspot.com .
- (26) أحمد منير النجار ، مرجع سبق ذكره ، ص 35 .

## الخاتمة العامة:

ترجع الانطلاقة الفعلية للعولمة المالية في سبعينات القرن العشرين تزامنا مع انهيار نظام بريتن وودز حيث دخل العالم آنذاك في حالة من عدم الاستقرار النقدي بسبب التقلبات في أسعار العملات و ارتفاع العجز في ميزان المدفوعات و الميزانيات العمومية للدول المتقدمة و بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث. و من ثم ظهرت القروض البنكية المشتركة و انتشرت البنوك الأمريكية المانحة للقروض الدولية و ظهرت أسواق للأدوات المالية المشتقة، و منذ ذلك الوقت انتهجت الدول الصناعية سياسة دؤوبة و قوانين عديدة من أجل الوصول إلى الحرية الكاملة لأسواق النقد و المال ، و زيادة التشابك و الترابط بينها و العمل على عولمتها. و لعل أن أكثر عامل ساعدها للوصول إلى ذلك هو التقدم التكنولوجي و تطور تقنيات الاتصالات فولا هذا العامل لما وصلت إلى ما هي عليه الآن.

و مما لا شك فيه أن لعولمة أسواق المال مزايا و منافع على جميع اقتصاديات دول العالم بما فيها الدول النامية، فهي من جهة تساعد على تحرير و تحديث النظم المصرفية و المالية، كما تساهم في نقل التكنولوجيا إلى الدول المستثمر فيها.

و من جهة أخرى قد تساعد على تحقيق مستويات نمو أفضل و خلق فرص جديدة للتمويل و التشغيل دون زيادة الديون الخارجية.

إلا انه في المقابل تنطوي هذه العولمة على جملة من المخاطر و الانعكاسات السلبية على المتغيرات الاقتصادية الكلية و على الاستقرار الاقتصادي خاصة في حالة حدوث حركات فجائية في رؤوس الأموال قصيرة الأجل، كما أنها قد تعرض النظام المصرفي لأزمات حادة بفعل دخول الأموال القذرة و المضاربات الجنونية، و لهروب الأموال الوطنية و توجيهها نحو الخارج، و كذا التقليل من السيادة الوطنية في مجال تطبيق السياسات النقدية و المالية .

منذ بداية الثمانينات و إلى وقتنا الحالي تشكلت معالم جديدة للمناخ المالي الدولي تميزت باللا وسطا و اللا تنظيم و رفع الحواجز و التوريق و هو ما يعرف بقاعدة "3" D، و في ظل هذه التغيرات عمت الفوضى في الاقتصاد العالمي و في أنظمتها المالية و النقدية ، فأصبح العالم في قبضة مجموعة من المضاربين الذين يتاجرون بالعملات و الأوراق المالية.

و هكذا توالى الأزمات المالية في ظل هذه التغيرات الاقتصادية و زادت سرعة عدواها و انتشارها بسبب ترابطية الأسواق و الأنظمة المالية، مما أدى هذا إلى هشاشة النظام و قابلية سقوطه و خطورة حدوث الانهيارات المالية، لأن وقوع خطأ في سوق واحد من الأسواق المالية في العالم يمكن ان يكون له تأثيرا ارتداديا واسعا و عميقا.



و خير مثال عن ذلك ما شهدناه في أزمة الرهن العقاري 2008، التي انطلق فيها انهيار الأسواق المالية من امريكا ثم انهارت بقية أسواق العالم بدءا من الأسواق المتقدمة وصولا إلى الأسواق الناشئة، و أكثر من ذلك أنها تحولت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية دفع تكلفتها الدول النامية.

و بالتمعن فيما أحدثه الانفتاح المالي و ترابط الأسواق المالية يمكن القول أنه بالنسبة للدول النامية فإنه لا يمكنها أن تأخذ العولمة المالية بكاملها أو أن تتركها بكاملها إذ يجب عليها اختيار البدائل التي تناسب مشاكلها و ظروفها، بحيث يكون الهدف من تبني العولمة المالية هو تعظيم المنافع و التخفيض من المخاطر و عليه يكون من المناسب للدول النامية التمهّل النسبي و ليس الامتناع الكامل في تبني اجراءات التحرير المالي ، إذ عليها اتخاذ جملة من الاجراءات التي تؤهلها لمواجهة تحديات العولمة المالية التي تعمل على تجسيد أطروحة أن المراكز الأساسية القائمة اليوم هي مراكز الغد، و مهمشي اليوم هم مهمشوا الغد.

و لتحديد موقع الدول النامية و بالأخص العربية و قياس أداءها في ظل عولمة الأسواق المالية تم استعراض تجربة السوق المالي الكويتي ، و يعود السبب الرئيسي لهذا الاختيار باعتباره من أهم الأسواق العربية النشطة التي لها علاقة بالاقتصاد الدولي من ناحية الملكية الأجنبية في السوق المالية لها. لهذا الغرض استبعد الأخذ بالجزائر كنموذج لأنه بعيد جدا عن أسواق المال الدولية، و حتى الأزمة الاخيرة لم تؤثر على الاقتصاد المالي الجزائري من حيث المركز المالي للبورصة بل أثرت من ناحية الاقتصاد الحقيقي و خاصة على ميزان المدفوعات فيما يخص بند البترول . باعتبار الجزائر اقتصاد ريعي لم تحقق النمو خارج قطاع المحروقات أبدا لحد الآن.

و بالرجوع إلى تجربة السوق المالي الكويتي نجد أنها و بالرغم من المقومات و العوامل البارزة التي يحظى بها اقتصادها بالإضافة إلى الخبرة الطويلة لسوقها المالي و التي تمتد إلى ما يقارب النصف قرن إلا أنه لا يزال بعيدا عن حلقة الاقتصاد الدولي من ناحية التعاملات المالية و تدفقات رؤوس الأموال لأنه لا يتوفر بعد على كل الامكانيات التي تمكنه من تحقيق مبدأ التنافسية بقوة و جدارة.

و هذا الوضع لا يخص الكويت فحسب و انما يخص كافة الدول العربية التي عليها الآن و قبل فوات الأوان البحث عن البدائل الممكنة لإيجاد موقع ومكانة لها في خضم التغيرات الاقتصادية.

و اخيرا اذا كانت العولمة كما يقال أنها نوع من الهيمنة الرأسمالية التي تضع الفرد قبل المجتمع و الاستهلاك قبل الانتاج و المال قبل القيم فإنه يتعين علينا في هذه الوضعية أن نتساءل إلى أين ستقودنا عولمة الأسواق المالية مستقبلا رغم كل ما حدث و يحدث؟

## \*الإجابة عن الفرضيات:

- ✓ جاءت الفرضية الأولى خاطئة ، فالعولمة المالية هي فعلا ظاهرة حقيقية لا يمكن تجاهلها، لكن يمكن الأخذ منها ما يناسب كل دولة حسب ظروفها و مشاكلها الخاصة.
- ✓ أما الفرضية الثانية فهي صحيحة غذ ان عولمة أسواق المال تؤدي فعلا إلى سرعة انتشار الأزمات المالية بين اقتصادات الدول بسبب ترابطية الاسواق و الأنظمة المالية و خير مثال عن ذلك أزمة الرهن العقاري 2008 التي بدأت بالولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشرت ببقية الأسواق المالية عبر العالم.
- ✓ و أخيرا جاءت الفرضية الثالثة صحيحة أيضا ، حيث أدت الابتكارات المالية إلى خلق فوضى في الأنظمة المالية بسبب انها تقوم على مبدأ المراهنه و المقامرة و الهدف من استعمالها هو نقل المخاطر من طرف إلى آخر و انها لا تحقق التحوط و الأمان المنشود، و إنما تؤدي إلى زيادة المخاطر و تقلبات الأسواق و تصاعد نشاط المضاربة.

## الاستنتاجات:

- \*تشكلت معالم جديدة للمناخ الدولي منذ الثمانينات و تميزت برفع الحواجز و اللا وساطة و اللا تنظيم و التوريق
- \*لولا التقدم الهائل للثورة التكنولوجية و ما جاءت به من تطور في تقنيات الاتصالات و البرمجيات و الأقمار الصناعية و كابلات الالياف البصرية و التحويلات الالكترونية ذات السرعة العالية لما امكن للأسواق العالمية ان تعمل كسوق واحد و لما وجد مفهوم لعولمة أسواق المال.
- \*إن سبب عدوى الازمات المالية و تزايد سرعة انتشارها يرجع إلى ترابطية الأسواق و الانظمة المالية فإذا وقع خطأ واحد في سوق واحد من الاسواق المالية في العالم يمكن ان يكون له تأثيرا ارتداديا واسعا.
- \*قد تفرز عولمة اسواق المال مجموعة من المزايا و المنافع للدول النامية و ذلك عن طريق توجيه الاموال إلى الاستثمار في هذه الدول مما يساعد ذلك على نقل التكنولوجيا و تحقيق مستويات نمو معيشة أفضل ، إلا انه في المقابل لها آثار سلبية عديدة ، فمن خلالها تصبح السياسات الاقتصادية لدى البلدان أقل استقلالية و يصبح من الصعب ادارة عرض النقود و معدلات الفائدة و سعر صرف العملة الأجنبية كما تتم التدفقات الرأسمالية بالبحث عن المضاربة في الأجل القصير مما يجعل سوق المال الدولية تتميز بعدم الثبات و التذبذب الذي يؤدي إلى انهيار هذه الأسواق.

\*تتمثل مخاطر عولمة الاسواق في مخاطر الانظمة المالية و النقدية والبنكية الدولية كصعود نشاط المضاربة وزوال الخط الفاصل بين الاسواق النقدية الوطنية و السوق الدولي والتقلبات الشديدة في اسعار الصرف بالإضافة إلى الاختلالات في المالية العامة، إذ ان سير الليبيرالية و عولمة اسواق المال عملت بصدمات و ارتجاجات و أزمات مالية مصادق عليها.

\*ان العولمة المالية ليست قدرا محتوما، كما أنها ليست كتابا مقدسا يؤخذ كله أو يترك كله. فمن حق الدول النامية التعامل مع مكونات العولمة المالية بشكل انتقائي، مثل ما تفعل الدول المتقدمة.

### التوصيات:

من خلال بعض الخطوات التي تحتاج إلى ثقة القائم بها و إصراره على تحدي عولمة أسواق المال و تجنب مخاطرها، يمكن أن تواجه من قبل أسواق الدول النامية وبالأخص العربية و ذلك من خلال ما يلي:

1- توحيد التشريعات القانونية و التنظيمية الحاكمة للأسواق المالية ولإجراءات التداول و عمليات البيع والشراء و حدود الملكية المسموح بها.

2- تنشيط دور الوساطة المالية و الاستفادة من وسائل التقنية الحديثة من حيث استخدام أسلوب التعامل الإلكتروني و السماح باتساع استخدامه.

3- توحيد أسعار الصرف العربية تجاه العملات الأخرى كاليورو و الدولار.

4- عدم اللجوء إلى الاقتراض من خارج الدول العربية أو السماح لأي رأس مال أجنبي بالاستثمار إلا وفق شروط السيادة الوطنية و هناك فوائض مالية عربية في الخارج بالإمكان سحبها و استثمارها في الأسواق المالية العربية أو أي فرصة استثمارية أخرى.

5- زيادة كفاءة النظم المالية و المحاسبية المحلية العربية و رفع كفاءة الأطر العاملة على تطبيق هذه النظم و تبادل الخبرة بين الأسواق المالية العربية و الاعتماد على متخصصين في العلوم المالية و الاقتصادية .

6 - تنشيط الاتصالات و تبادل المعلومات بين الأسواق المالية العربية وتبادل الخبرات والزيارات و التنسيق في المواقف المالية.

7 - الاستفادة من التقنيات الحديثة المساعدة في تطوير النشاط المالي .

8- التوجه نحو التطبيق الفعلي و الجاد للنظام الاقتصادي الاسلامي و تقديمه كبديل أمثل للاقتصاد الرأسمالي الفوضوي . بحيث يأتي هذا التطبيق من قبل البلدان الاسلامية لا المجتمعات الغربية ،حتى تكون له المصدقية المطلوبة للوصول إلى العالمية.

و على قول مالك بن نبي: أن المجتمع الاسلامي أجدر من يحقق له و للإنسانية التجربة التي تعيد إلى عالم الاقتصاد أخلاقياته، و يتلافى بذلك الانحرافات الاباحية التي تورطت فيها الرأسمالية، كما ينجو من ورطة الماركسية المادية، وبذلك يمكن اعادة المال إلى وظيفته بوصفه خادما مطيعا للمجتمع لا سيذا له.

إذن فمتى سيطول الانتظار نحو الانطلاق في هذه التجربة و متى تتم عولمة أخلاقيات التعامل المالي الاسلامي و جعلها سفيرا عالميا بمرتكزات العدل؟.

## قائمة المراجع:

### ا- الكتب:

#### اولا: الكتب باللغة العربية:

- 1- ابراهيم حبيب الكروان السعدي، قراءة في الازمة المالية المعاصرة، دار جرير، الأردن، 2009.
- 2- ابراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و اصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
- 3- أحمد منير النجار، الخصخصة في ظل متطلبات العولمة(حالة دولة الكويت)، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2009.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010.
- 5- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010.
- 6- العظم صادق جلال و حنفي حسن، ما العولمة؟، دار الفكر، لبنان، 1999.
- 7- باسل رؤوف الخطيب، العولمة و النظام الاقتصادي الدولي(الاسس و المقومات و النتائج)، مركز الملك فيصل، السعودية، 2005.
- 8- جاك ج بولاك، ترجمة أحمد منيب، البنك الدولي و صندوق النقد الدولي، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، مصر، 2000 .
- 9- جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 10- خليل السحرمان، منظمة التجارة العالمية و الدول النامية، دار النفائس، لبنان، 2003.
- 11- رعد الصرن، عولمة جودة الخدمة المصرفية، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2007.
- 12- ريمون يوسف فرحات، المصارف الاسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.
- 13- زكريا سلامة و عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي، دار النفائس، الأردن، 2009.
- 14- سمير ابراهيم أيوب، صندوق النقد الدولي و قضية اصلاح الاقتصادي المالي، مطبعة سامي، مصر، 2000 .
- 15- سنغ كفالجيت، ترجمة رياض حسن، عولمة المال، دار الفرابي، لبنان، 2001.

- 16- سهيل حسين الفتلاوي، العولمة و آثارها على الوطن العربي، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- 17- شذا جمال الخطيب، صغفق الركيبي، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مجدلاوي للنشر و التوزيع، الأردن، 2008.
- 18- صالح مفتاح، مطبوعة في مقياس مالية دولية، كلية علوم الاقتصاد و التسيير، جامعة بسكرة، 2006/2005.
- 19- ضياء مجيد الموسوي، البنوك الاسلامية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2001.
- 20- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي و أثر التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006.
- 21- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية و امكانيات التحكم (عدوى الأزمات المالية)، دار الفكر الجامعي، مصر، 2005.
- 22- عبد الحميد عبد المطلب، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
- 23- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المصرفية العالمية، الدار الجامعية.
- 24- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار المجدلاوي، الأردن، 1999.
- 25- عماني لمياء، العولمة المالية آثار التحرير المالي على الاقتصاديات النامية: امكانيات الاقتصاد الجزائري في الاندماج، الجزائر، 2004.
- 26- فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الاسلامية التوريق و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، ملخص لنيل شهادة دكتورا أكاديمية ، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، الامارات العربية المتحدة، 2006.
- 27- فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999.
- 28- فلاح كاظم المحنة، العولمة و الجدال الدائر حولها، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2002.
- 29- فليح حسين خلف، الأسواق المالية النقدية، دار جدار للكتاب العالمي، الاردن، 2006.
- 30- مارتن خور، العولمة اعادة نظر (قضايا خطيرة و خيارات استراتيجية) ، الشركة العالمية للتجارة، لبنان، 2003.
- 31- مالك بن نبي، المسلم في عالم الاقتصاد، دار الفكر، دمشق، 1987.

- 32- محمد ابراهيم موسى، اندماج البنوك و مواجهة آثار العولمة المالية، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2008.
- 33- محمد جاد الله، ادارة الأزمات، دار أسامة، الأردن، 2008.
- 34- محمد بن سعدو الجرف، أثر التغيرات الاقتصادية العالمية(العولمة)على أسواق رأس المال الدولية مع الاشارة إلى سوق رأس المال السعودي، قسم الاقتصاد الاسلامي، جامعة أم القرى - مكة المكرمة، 26/23 فيفري 2004.
- 35- محمد رامز عبد الفتاح العريزي، مبادئ النظام الاقتصادي في الاسلام، دار جهينة للنشر، عمان، 2003.
- 36- محمد صالح الحناوي و نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها مدخل التحليل الاساسي، المكتب العربي الحديث، مصر، 2006.
- 37- محمد عبد العزيز عبد الله عبد، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول الاسلامية في ضوء الاقتصاد الاسلامي، دار النفائس، الأردن، 2005.
- 38- محمد عبد الوهاب و عبد السلام محمد خميس، الازمات المالية، اثناء للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.
- 39- محمد محمود العجلوني، البنوك الاسلامية (أحكامها ومبادئها و تطبيقاتها المصرفية) ، دار الميسرة، الأردن، 2008.
- 40- مصطفى العبد الله الكفري، عولمة الاقتصاد و التحول إلى اقتصاد السوق في الدول العربية، منشورات اتحاد الكتاب العرب، دمشق، 2008.
- 41- مصطفى العواسي و آخرون، الازمة الاقتصادية العالمية و تداعياتها على الشرق الاوسط، دار جليس للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
- 42- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2007.
- 43- هويشار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2003.
- 44- وائل ابراهيم الراشد، رؤية تحليلية لانعكاسات الازمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون(واقع دولة الكويت)، كلية العلوم الادارية، قسم المحاسبة، الكويت.
- 45- وليد صافي و أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- 46- يوسف أحمد أبو فارة، ادارة الأزمات، اثناء للنشر و التوزيع، الاردن، 2009.

## ثانيا: الكتب باللغة الفرنسية:

- 1- Senarclens de Pier, la mondialisation, théorie, enjeux et débats, daloz, paris, 2002, p106.
- 2- Michel leart, les aspects internationaux de la désintermédiation financières, siminaire, 2001.
- 3- Mohamad Yassine et d'autres, mondialisation et modernisation des entreprises, enjeux et trajectoires, casbah édion, algerie, 2001, p13.
- 4- Nazar Sadeldeen el issa, globalization of financialmarket: its develop: ent in dicators and efeets, arab economie jornal, n29published by arabsocety for iconomic research, cairo, 2003, p13.
- 5- Senarclens de pier, la mondialisation, théorie, enjeux et débats, daloz, paris, 2002, p106.
- 6- Suzane de brunoff et d'autres, la mondialisation financiere genèse, coûts etenjeux, syros, 1999, p26.

## II- المجلات، الملتقيات، المؤتمرات، التقارير، الرسائل :

### أولا: المجلات:

- 1- جبار محفوظ و عمر عبدة سامية، أسواق رأس المال الدولية: الهياكل و الادوات، مجلة العلوم الانسانية و الاجتماعية، جامعة بسكرة، العدد03، 2008.
- 2- رابح كعباش، العولمة المالية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد12، 2007.
- 3- مسعود مجيطنة، الازمة المالية الراهنة: انعكساتها على الاقتصاد العالمي و كيفية مواجهتها مع الاشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، مجلة المدرسة العليا الحربية، العدد الثاني، جوان 2009.



## ثانيا: الملتقيات

- 1- بندي عبد الله و آخرون، تسونامي الرهن العقاري أزمة مالية إلى أين و إلى متى، الملتقى العلمي حول: الازمة المالية الراهنة، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2009.
- 2- راتول محمد و مدني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل و تطوير البورصة في الجزائر، ملتقى دولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 20 فيفري 2006.
- 3- رمضان علي الشراح ، الأزمات المالية العالمية ، أسبابها آثارها ،انعكاساتها على الاقتصاد الكويتي، ورقة مقدمة الملتقى الدولي لأفاق الاستثمار معا لمواجهة التحديات ، الكويت 27-28 أبريل 2009.
- 4- رميدي عبد الوهاب و سماي علي، العولمة المالية و أثرها على اقتصاديات الدول النامية، ملتقى دولي حول :سياسات التمويل و أثرها على اقتصاديات المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، 21 نوفمبر 2006.
- 5- لحول عبد القادر، اشكالية تدويل الخطر المالي و مخلفاتها على الأسواق المالية في الدول النامية، ملتقى دولي حول متطلبات التنمية في أعقاب افرازات الأزمة المالية العالمية، جامعة بشار، يومي 28-29 أبريل 2010.

## ثالثا: المؤتمرات

- 1- أحمد منير النجار ، عولمة الأسواق المالية و أثرها على تنمية الدول النامية مع الاشارة عن السوق المالي الكويتي ، المؤتمر العلمي الرابع ، جامعة فيلادلفيا ، 2005.
- 2- الهواري بن لحسن، طبيعة الأزمة المالية الراهنة و اشكالية الفكر التنموي البديل، المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من نظور اقتصادي اسلامي، عمان، الأردن، ديسمبر 2010.
- 3- حسن محمد الرفاعي، دور الفكر الاقتصادي الاسلامي في ادارة الازمات الاقتصادية الراهنة، المؤتمر السنوي حول: الازمة المالية العالمية و كيفية معالجتها من منظور الاقتصاد الغربي و الاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، ديسمبر 2010.

- 4- رمضان صديق، دور السياسة المالية في ظل الازمات الاقتصادية العالمية مع الاشارة لمصر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية و الاقتصادية لازمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، يومي 6/1 افريل 2009.
- 5- شوقي جبالي و فريد خميلي، دور الهندسة المالية الاسلامية في علاج الازمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الازمة المالية و الاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي اسلامي، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، الأردن، 2/1 ديسمبر 2010.
- 6- محمد ابراهيم الخطيب، الازمة المالية المعاصرة (الاسباب و العلاج)، المؤتمر العلمي الدولي حول: الازمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور الاقتصاد الاسلامي، جامعة العلوم الاسلامية العالمية، عمان، الأردن، ديسمبر 2010
- 7- محمد أحمد زيدان، فصول الازمة المالية العالمية: أسبابها وجورها و تبعيتها الاقتصادية، المؤتمر العلمي حول: الازمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور الاقتصادي الغربي و الاسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 14/13 آذار 2009.

### ثالثا: المنشورات الرسمية

- 1- أحمد فراس العوران، ورقة بحثية بعنوان: المخاطر الاخلاقية و الازمة العالمية المعاصرة من وجهة نظر اسلامية، عمان، الأردن، يومي 3/1 ديسمبر 2010.
- 2- محمد عبد الله العوامرة و محمد عواد الزيادات، ورقة بحثية بعنوان: تقويم الآثار الناجمة عن الازمة المالية على تسويق المصارف الاسلامية، عمان، الأردن، ديسمبر 2010.
- 3- هناء محمد هلال الحنيطي، ورقة بحثية بعنوان: دور الهندسة المالية الاسلامية في معالجة الازمات المالية، عمان، الأردن، 2/1 ديسمبر 2010.

### رابعا: التقارير

#### أ – بالعربية:

- 1- ادارة المكتب الفني ( قسم الاستشارات و البحوث)، سوق الكويت للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام 2010.
- 2- وزارة التخطيط و التعاون الدولي (الفريق الوطني للتنافسية) ،تقرير التنمية المالية لعام 2009.

## ب- بالإنجليزية:

1-capital standards,KUWAIT economic report, february 2011.

2-economic world forum,the financial development report 2010.

3-state of KUWAIT the millenium development goals country progress report 2010.

## رابعاً: الجرائد

1- حازم الببلاوي، الأزمة المالية العالمية محاولة للفهم، جريدة المصري اليوم، مصر، 4 أكتوبر 2008.

2- سعيد حايه العامري، الأزمة المالية العالمية، جريدة الجمهورية(ملحق السوق)، مصر، 2008/10/26.

## ٣- المواقع من الأنترنت:

1- المؤتمر العلمي الخامس لعلماء الشريعة، المالية الاسلامية بحاجة ماسة إلى استراتيجية الابتكار و التوعية الشاملة للصيرفة الاسلامية، 2011/03/01 : <http://www.almasrifiah.com>

2- الموسوعة الحرة ويكيبيديا ، اقتصاد الكويت، 2011/04/28 : [ar.wikipedia.org](http://ar.wikipedia.org)

3- حسين حسن شحاتة، أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الاسلامي، سلسلة بحوث و دراسات في الفكر الاقتصادي الاسلامي، الرياض، 2011/05/2008:

<http://www.kantakji.com>

4- قطاف نبيل، السوق المالية الدولية، 2011/2/3 : <http://badr-cu34ibada3.org>

5- مأساتنا في أرزاقنا و الحل في ديننا، 2011/03/01 : <http://www.awda-dawa.com>

6- محمد ابراهيم السقا، النظام المالي العالمي بعد الازمة، 2009/02/18:

<http://inghar.ahlamontada.com>.

7- محمد إبراهيم السقا ، هل تتحول الكويت إلى مركز مالي : تحليل عناصر البنية الاقتصادية

الجزئية ، 29 ماي 2007 ، [economy of kuwait.blogspot.com](http://economyofkuwait.blogspot.com) ،

مركز الجمان، لمحة عن تاريخ بورصة الكويت و أزماتها و معايير انتقاء الأسهم حالياً، 24 ماي 2011

، عن الموقع [www.alphabeta.argam.com](http://www.alphabeta.argam.com) ،

8- منتديات الأزهر التعليمية، الأسواق المالية الدولية، 2011/03/20:

<http://badr-cu34ibda3.org>.

9- منتديات بورصة الكويت ، نبذة عن بورصة الكويت و أهدافها 2011/04/17 ، عن الموقع

[www.sooqalkuwait.com](http://www.sooqalkuwait.com)

10- منتديات بورصة الكويت ، نبذة عن البورصة الكويتية ، 2011/05/12 عن الموقع

[www.gulfta.com](http://www.gulfta.com)

11- منتديات شباب الاقتصاديين المصريين، آليات الفوضى في الاقتصاد العالمي

الراهن، 2011/03: <http://èconomi-egalabalasbal.net>

12- منتديات كلية الاقتصاد بحلب، الأسواق المالية الدولية، 2011/03/20 :

<http://www.aleppoconomics.com>.

### III- رسائل الماجستير:

1- بن باحان محمد، العولمة المالية و اثرها على اقتصاديات الدول النامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة

الماجستير، تخصص نقود و مالية، كلية علوم اقتصاد و التسيير، الجزائر، 2007.

2- بن يوب فاطمة، العولمة المالية جدور واقع و آفاق، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في

العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و

علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قلمة، 2004/2003.

- 3- بو الدراهيم لويضة و بو ساحة مفيدة، توريق الديون كأداة مالية حديثة في التمويل، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل التنمية، كلية علوم الاقتصاد و علوم التسيير، جامعة قالمة، 2010/2009.
- 4- زدوري أسماء، واقع الدولة في زمن العولمة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالمة، 2004/2003.
- 5- سلايمية ظريفة، تحديات العولمة و المعلوماتية على الدول النامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالمة، 2004/2003.
- 6- عمر عبدة سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 45، قالمة، 2004/2003.

قائمة الجداول و الأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
<b>الفصل الأول و الثاني (الجانب النظري)</b>		
16	تداول السندات الدولية	01
76	اهم ازمات النظام الرأسمالي	02
79	الدول المتأثرة بالأوراق المالية الامريكية الخاصة بالرهن العقاري	03
90	معدلات تغير نظام الاحتياطي الفدرالي خلال عام 2008	04
<b>الفصل الثالث (الجانب التطبيقي)</b>		
112	اهم مؤشرات السوق في عامي 2009-2010	01
113	تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية -2006 2010	02
115	النتائج العامة للتنمية المالية بالكويت لعام 2010	03
118	البيئة المؤسسية (37)	04
119	الاستقرار المالي 18	05
120	الخدمات المالية والمصرفية (30)	06
122-121	الخدمات المالية غير المصرفية (52)	07
123-122	الأسواق المالية (49)	08
124-123	النفاذ المالي (41)	09
126	حجم سوق الخدمات المالية في الكويت بين 2007-2010	10
130	مؤشر التنافسية المالية العالمية لعام 2010 (تحديد موقع الكويت)	11
135	مؤشرات لتأثير الازمة المالية العالمية على الكويت	12
136	تغيرات مؤشرات أسواق المال العالمية في 2010/12/31 مقارنة باقفالات 2010/12/31	13

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
<b>الفصل الأول و الثاني (الجانب النظري)</b>		
69	شكل يوضح كيف قادت السياسات الليبرالية إلى عدم الاستقرار و الانهيار المالي	01
82	الاطار النظري للازمة المالية	02
<b>الفصل الثالث (الجانب التطبيقي)</b>		
104	معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي للكويت	01
105	تطور ميزان الحساب الجاري الكويتي	02
105	تطور الإيرادات الحكومية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي	03
106	تطور معدلات الناتج المحلي الاجمالي النفطي و غير النفطي	04
127	متوسط سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي	05
128	العائد الشهري للمؤشر السعري لسوق الكويت المالي لعام 2010	06
137	تطور حجم التداول في السوق المالي الكويتي خلال الفترة 2006- 2010	07
138	تطور حجم السيولة في السوق خلال الفترة 2006- 2010	08
138	تطور عدد الصفقات في السوق خلال الفترة 2006- 2010	09
141	دور الكويت في الاسواق المالية العالمية	10
144	التوصيات المقترحة في بعض القطاعات	11
145	توصيات بشأن سوق الأسهم	12

## المخلص

لقد أصبح من المعلوم أن العولمة المالية أدت إلى زيادة التشابك و الترابط بين مختلف دول العالم من خلال عولمة النشاط المالي و اندماج أسواق رأس المال، و لقد نمت هذه الأخيرة و تسارعت بفضل التطورات الحاصلة في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات و الابداعات المالية الحديثة بالإضافة إلى عوامل أخرى.

كل ذلك خلق آثار شاملة على الاقتصاد و المالية في وقت واحد، و يختلف وقع هذه الآثار من اقتصاد لآخر حسب درجة الاندماج.

فقد تبين من خلال الدراسة أن سير الليبرالية و عولمة أسواق المال عملت بصدمات و ارتجاجات و أزمات مالية مصادق عليها، و على هذا الأساس، فمن حق الدول اختيار البدائل المناسبة عند التعامل مع مكونات العولمة بشكل انتقائي. و هذا ما حاولنا دراسته و تقصي حقيقته من خلال بحثنا المتواضع.

## Summary

*It has become well known that financial globalization has led to increased interdependence and interrelationship between the various countries of the world through the globalization of financial activity and the integration of capital markets, and the latter has grown and picked up thanks to developments in information technology and telecommunications, and modern financial innovations as well as factors Other.*

*All of this created a comprehensive effects on the economy and finance at the same time, and these impacts vary from economy to another depending on the degree of integration.*

*It has been shown through research that the conduct of liberalism and the globalization of capital markets has tremors and shocks and financial crises is certified, and on this basis, it is the right of States to choose appropriate alternatives when dealing with the components of globalization selectively. And this is what we tried to study it and finding truth through in our modest research.*