الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس –سطيف–
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الإقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية
تخصص: اقتصاد دولي

تحت عنوان

دور الأسواق المالية في الأزمة المالية العالمية
دراسة مقارنة بين الدول الناشئة و الدول المتقدمة

إعداد الطالب
بن موسى نبيل

إشراف الأستاذ الدكتور
ملياني حكيم

نوقشت علنا يوم: 2012/10/16

أعضاء لجنة المناقشة

أ.د جـــبار مـحفوظ	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف	رئـيـــسا
أ.د. مـلياني حـكـيم	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف	مشرفا ومقررا
د.بـــراقي تـيـجاني	أســتاذ مـحاضر	جامعة سطيف	عضوا مناقشا
د.بوعتروس عبد الحق	أســتاذ مـحاضر	جامعة قسنطينة	عضوا مناقشا
د.خـــبابة حـسان	أســتاذ مـحاضر	جامعة سطيف	عضوا مدعوا

السنة الجامعية: 2012-2013

الإهـــداء

مع وافر التحية والاحترام والتقدير

إلى والديّ اللذان ربياني ووجهاني وشجعاني وتحملا الكثير لأجلي.

إلى كل من وقف خلف هذا العمل بالتشجيع أو إسداء نصيحة

أو تقديم معلومة أو إبداء رأي.

إلى جميع أساتذتي ومعلمي والباحثين وطلبة العلم.

أهدي هذا العمل المتواضع.



شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين، نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين، أما بعد:

يطيب لي بعد أن منّ الله علي بإنجاز هذه الرسالة أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان وخالص الدعاء إلى الأستاذ الدكتور / مليانني حكيم –وفقه الله- الذي أشرف على رسالتي ولم يبخل علي بأي جهد لمؤازرتي ودعمي وتوجيهي من خلال عطاءه المتواصل وتوجيهاته البناءة وآراءه النيرة وملاحظاته السديدة ونصائحه القيمة التي كان لها –بعد الله- أكبر الأثر في إتمام هذه الدراسة، فأشكره شكر المقصر في حقه وجزاه الله عني خير الجزاء وأن يمتعه الله بالصحة والعافية وأن يجعل الجهود التي يبذلها في ميزان حسناته.

كما أتقدم بجزيل الشكر ووافر الاحترام إلى السادة الأفاضل الأستاذ الدكتور / جبار محفوظ، والدكتور / براقي تيجاني، والدكتور / بوعتروس عبد الحق، والدكتور / خبابة حسان لتفضلهم وتشريفي بقبول مناقشة الرسالة، على الرغم من ضغوط العمل التي يواجهونها، فأسأل الله عزّ وجلّ أن يجزل لهم المثوبة ويجعل ذلك في ميزان حسناتهم.

فللجميع مني كل العرفان وسأبقى حافظا لمعروفهم

ما مد لي في الحياة.

وصلى الله على نبينا محمد

وعلى آله وصحبه وسلم،،،

الطالب: بن موسى نبيل



المقدمة

دور الأسواق المالية في الأزمة المالية العالمية

دراسة مقارنة بين الدول الناشئة و الدول المتقدمة

تمهيد:

تمثل الأزمات المالية والاقتصادية ظاهرة تتكرر كثيرا في النظام المالي والاقتصادي، حيث تتأثر بها كافة الاقتصادات الوطنية منفتحة على الخارج أو غير منفتحة، وسواء كانت متقدمة أو ناشئة(صاعدة) أو نامية من دون استثناء.

وابتداء من شهر سبتمبر 2007م، أصاب الاقتصاد العالمي أزمة اقتصادية عامة تمويلية الأسباب تعتبر الأشد والأسوأ منذ أزمة الكساد العام 1929م، نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية وانتشرت لتمس الدول المتقدمة خاصة الأوروبية ثم إلى الدول الناشئة والنامية بسرعة نتيجة لثورة الاتصالات وانفتاح دول العالم على بعضها وارتباط نظامها البنكي والمالي بعمليات جارية وآجلة خصوصا فيما بين الدول المتقدمة والناشئة وكذلك للتحرير الاقتصادي الحاصل وغيرها من مظاهر "العولمة".

فالأزمة المالية العالمية 2008م قد انتشرت بسرعة كبيرة لتغطي أغلبية الاقتصادات الوطنية خصوصا الدول المتقدمة والدول الناشئة بفعل اندماج اقتصادها في حركية الاقتصاد العالمي والعولمة. هذه الأزمة التي بدأت أزمة ائتمانية عقارية؛ انبثقت من ائتمان وإقراض ضخم غير مدروس العواقب في قطاع السكن والعقارات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سنوات سبقت سنة الأزمة، والتي أدت إلى خسائر كبيرة لحقت بالبنوك وبالأسواق المالية الأمريكية، هذه الأخيرة التي خسرت فيها كثير من الاستثمارات الموظفة من مختلف أنحاء العالم وإلى انخفاض حاد في قيمتها، أدت إلى نشوء ضغوط مالية كبيرة في السوق المصرفية والمالية البينية الدولية والذي أدى بدوره إلى جعل النظام المالي الدولي بأكمله يعيش وضعا حرجا ودقيقا ومعرَّض في أي لحظة لهزات عنيفة أخرى، خاصة انه تزامن مع ارتفاع غير عادي لأسعار النفط والمنتجات الزراعية، وبالتالي جعلت النظام المالي العالمي يتعرض للشك واهتزاز الثقة فيه لم يشهده منذ أزمة "بروتن وودز" سنة 1971م.

إذن باجتماع هذه الظروف وغيرها واجه العالم وبالأخص الدول المتقدمة والدول الناشئة، منذ سبتمبر 2007م، أزمة مالية عنيفة ضربت اكبر البنوك والمؤسسات المالية العريقة والكبرى الأمريكية والأوروبية والتي كانت لوقت طويل محل ثقة لا يشك احد في صلابتها والتي شكلت

العمود الفقري للنظام المالي والاقتصادي العالمي، حيث تسببت الأزمة بإلحاق خسائر كبيرة أودى بعضها إلى حالات الإفلاس والانهيار بعد تحقيقها أرباح وذلك لسنوات طويلة متتالية سابقة، وما لبث أن أثرت على مختلف الأسواق المالية بحيث فقدت معظم بورصات العالم ما يتراوح بين ثلث ونصف قيمتها.

وأمام تردي الأوضاع المالية والاقتصادية وخوفا من ازدياد حدة الأزمة المالية واتساع نطاق انتشارها، تدخلت حكومات الدول المتقدمة والناشئة في سنة 2008م بتقديم حزمة مساعدات مالية وضخ أموال ضخمة في فترات وجيزة كمحاولة منها لإنقاذ البنوك الكبيرة من الانهيار وتثبيت الأسواق المالية وإعادة الثقة فيها، وبسبب غياب التنسيق فيما بينها واتساع نطاق الاختلافات والآراء لم تفلح هذه الإجراءات والمساعدات في وقف انتشار الأزمة المالية العالمية والتي أصبحت أزمة اقتصادية عالمية بامتياز.

وبتعبير أدق، تبلورت عالميا حالة ركود اقتصادي شامل أدى إلى انخفاض مستويات المبادلات التجارية الدولية والى زيادة كبيرة في نسبة البطالة وانخفاض حاد في أسعار المواد الأولية والمنتجات الزراعية وأسعار الطاقة، وأصبحت كل دول العالم تعيش على وقع الأزمة المالية العالمية وتطورها مهما اختلفت مستوياتها الاقتصادية والاجتماعية.

إشكالية البحث:

دخل الاقتصاد العالمي في أزمة مالية قارنها العديد من الباحثين الاقتصاديين بأزمة الكساد العظيم 1929م، وان كان البعض منهم أشار إلى أنها أكثر تعقيدا وعمقا، بسبب تشابك وتعقد العلاقات الاقتصادية التي تسود اليوم. هذه الأزمة بآثارها السلبية المالية والاقتصادية والتي انعكست على الواقع الاجتماعي لم تستثني أي دولة وان كانت حدة آثارها المدمرة ظهرت في الدول المتقدمة والناشئة بشكل كبير بما أنها اللاعب الأكبر في الاقتصاد العالمي وتتحكم في حركة رؤوس الأموال والاستثمارات وتساهم في اغلب الناتج العالمي وتستحوذ على الحصة الكبيرة من التجارة الدولية وكذلك لان أسواقها المالية تعتبر الأكبر من حيث القيمة والمردود ، حيث أصبح للأسواق المالية أهمية بالغة في النظام الاقتصادي كما تعتبر واجهة الاقتصاد و مؤشر هام جدا على تقدم الاقتصاد ونموه أو عكس ذلك.

ونظرا لتضرر واهتزاز الأسواق المالية لهذه الدول بالأزمة المالية العالمية 2008م ، وكرد فعل على ذلك قامت حكومات الدول خصوصا المتقدمة والناشئة والمؤسسات التابعة لها بإعداد وتصميم العديد من برامج المساعدة وانتهاج سياسات مالية ونقدية مختلفة اشتملت على مجموعة من الحزم التحفيزية المالية، النقدية والقانونية احتلت الأسواق المالية على نصيب هام منها بهدف إعادة الثقة إليها وحمايتها من الهزات المالية التي تتبع عادة نشوب الأزمات وكذلك للحد من الآثار الانكماشية للأسهم والسندات.

وبناء على هذا يمكن صياغة السؤال الرئيسي التالي:

– ما هو الدور الذي لعبته الأسواق المالية في نشوء وانتشار الأزمة المالية 2008م؟

وعلى ضوء السؤال الرئيسي يمكن طرح بعض الأسئلة الفرعية؛ منها:

- ما أسباب الأزمة المالية 2008م وماهي العلاقة بين الأسواق المالية والأزمة الحالية؟

- هل حدة الأزمة المالية هي نفسها في البلدان المتقدمة والبلدان الناشئة، وكيف تصدت هذه الدول لها للأزمة ؟

فرضيات الدراسة:

بناء على ما ذكر يمكن طرح فرضيات عديدة، منها:

- للأسواق المالية دورا هاما في النظام المالي، لذلك فهناك علاقة بين الأسواق المالية والأزمة المالية 2008م.

- أثرت الأزمة المالية على كلا من الدول المتقدمة والناشئة بفعل العولمة وثورة الاتصالات وترابط وتشابك العلاقات المالية والاقتصادية الدولية.

- نظرا لخصوصية كل دولة، فقد كان لكل دولة سياساتها المتبعة للخروج من أزمة 2008م.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة من كثرة الدراسات، الأبحاث والملتقيات الكثيرة وفي فترات وجيزة التي تناولت الأزمة المالية العالمية 2008م وعن أثر الأسواق المالية في توفير المناخ المناسب لنشوئها، وكذلك للآراء المتباينة للساسة ورجال الاقتصاد كل حسب اتجاهاته الفكرية، ولا ننسى أن نشير إلى المبالغ المالية الضخمة والإجراءات الموازية التي قامت بها الحكومات في مختلف أنحاء العالم منذ بداية ظهور الأزمة.

أهداف الدراسة:

يرمي هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- البحث في الأزمة المالية العالمية من جوانب متعددة.

- وصف دور الأسواق المالية للدول المتقدمة والناشئة في نشوب الأزمة وانتشارها وكذا انعكاساتها عليها.

- التطرق بالتحليل للسياسات المتبعة من طرف حكومات الدول المتقدمة والناشئة التي كانت تستهدف الأسواق المالية لإعادة الثقة فيها واستقرارها بما يساهم في الحد من الأزمة المالية العالمية وكبح نطاق تطورها.

المنهج العلمي المستخدم:

يستخدم في هذا البحث منهجين من مناهج البحث العلمي، وهما المنهج الوصفي والمنهج التحليلي. يستخدم المنهج الوصفي في وصف السوق المالية والأزمة المالية عموما ، وأيضا الأسواق المالية للدول المتقدمة والصاعدة من تعريفها والهيكل التنظيمي لها.

أما المنهج التحليلي فيستخدم في تحليل أسباب الأزمة المالية العالمية وتداعياتها والقمم العالمية التي تناولتها، وكذلك في تحليل تطور الأسواق المالية قبل وبعد اندلاع الأزمة المالية والدور الذي لعبته الأسواق المالية للدول المتقدمة والناشئة في نشوء الأزمة وانعكاس هذه الأزمة على أدائها من خلال تحليل تطورها قبل وبعد نشوء الأزمة، وكذلك السياسات المتبعة من حكومات

هذه الدول التي تستهدف النظام المالي بصفة عامة والأسواق المالية بصفة خاصة بغرض الحد من الأزمة المالية العالمية.

تقسيم الدراسة:

تنقسم الدراسة حول "دور الأسواق المالية في الأزمة المالية العالمية: دراسة مقارنة بين الدول الناشئة والدول المتقدمة" إلى ثلاثة فصول، يتناول الفصل الأول الأزمة المالية العالمية، ينقسم الفصل إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول مفهوم الأزمة المالية وكذا لمحة عن الأزمات المالية السابقة ، أما المبحث الثاني فيتناول مراحل الأزمة المالية العالمية 2008م ، ويتطرق المبحث الثالث إلى أسباب الأزمة المالية العالمية 2008م.

الفصل الثاني يتناول بالدراسة هيكل الأسواق المالية للدول المتقدمة والناشئة، ينقسم الفصل إلى أربعة مباحث، يتناول المبحث الأول السوق المالي الأمريكي، المبحث الثاني فيتناول السوق المالي الفرنسي، المبحث الثالث يتطرق إلى الأسواق المالية الهندية والمبحث الرابع فيتطرق إلى الأسواق المالية الصينية.

أما الفصل الثالث فيتطرق إلى تطور الأسواق المالية قبل الأزمة المالية 2008م وانعكاسات الأزمة على النظام المالي والاقتصادية، ينقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول فيدرس تطور الأسواق المالية قبل أزمة 2008م، أما المبحث الثاني يتطرق إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام المالي والاقتصادي، وفي المبحث الثالث تم التطرق فيه إلى القمم العالمية وخطط الإنقاذ المالية.

الدراسات السابقة:

لقد تناولت دراسات عديدة الأزمة المالية الحالية، منها الدراسة التي قام بها "عبد المجيد قدي" في بحثه المعنون "الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية" المنشور في مجلة بحوث اقتصادية عربية للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية في العدد 46 في ربيع 2009، الذي أشار فيه إلى الأسواق المالية وعن دورها في توفير الجو المناسب لاندلاع الأزمة المالية العالمية 2008م وتوسيع نطاق انتشارها من خلال ربط أسعار المساكن بأدوات مالية مبتكرة تم تداولها في الأسواق المالية من طرف شريحة واسعة من المتعاملين أفرادا ومؤسسات وكذلك قيام البنوك وشركات

التمويل العقاري ببيع ديون عملائها في الأسواق المالية أو التوريق. أما "سامي إبراهيم السويلم" وفي بحثه " أسلحة الدمار المالي الشامل" المنشور في مركز النشر العلمي لجامعة الملك عبد العزيز في السعودية في 2009م، فقد ارجع سبب اندلاع الأزمة المالية العالمية 2008م إلى المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المالية والتي وصفها بأسلحة الدمار المالي الشامل حيث تورطت في هذه المشتقات عدة مؤسسات مالية كشركات التامين التي قامت بالتامين على هذه المشتقات والتي فاقت قيمة تلك العقود استطاعت هذه الشركات كما تدخلت البنوك كطرف في عقود المشتقات.

أما الأعداد 2 و 3 من أوراق العمل (documents et débats) التي ينشرها بنك فرنسا (la banque de France) في فيفري 2009م وجانفي 2010م على التوالي، فقد ربطت نشوب الأزمة واتساع نطاق انتشارها بأسباب عديدة، جلها كان من الأدوات المالية المبتكرة المتداولة في الأسواق المالية والمضاربة الحاصلة في السوق وضعف الرقابة الحكومية على ما يجري فيها، وهذا ما أكدته دراسات أجنبية وعربية عديدة منها الدراسة التي قام بها Ismail Sirageldin في بحثه المنشور في ورقة العمل رقم 454 في منتدى البحوث الاقتصادية (مصر) في جانفي 2009 تحت عنوان

.The 2007 credit crisis : a long term view

دور الأسواق المالية في الأزمة المالية العالمية
دراسة مقارنة بين الدول الناشئة و الدول المتقدمة

الفصل الأول

الأزمة المالية العالمية

2008م

عرف العالم على مدار تاريخه الاقتصادي أزمات مالية واقتصادية كانت لها الأثر البليغ في تطوره، سواء في جانبه النظري بظهور نظريات اقتصادية واجتماعية أو في جانبه العملي بتبني سياسات ومناهج اقتصادية متعددة تبعا للظروف المستجدة. إلا أن هذه الأزمات تختلف تبعا لعدة عوامل كفترتها الممتدة وحدتها وعمقها وكذا للآثار والنتائج المترتبة عليها، ولذلك وفي سبيل إيجاد حلول أو مخرج لأي أزمة لابد من البحث عن أسبابها بالدرجة الأولى وكيفية بدايتها وتطورها وكذلك لا يجب إهمال دراسة الأزمات السابقة لها؛ ذلك أن الأزمات المالية السابقة مترابطة فيما بينها وتقريبا متسلسلة، فنجد أن أي أزمة مالية واقتصادية لها أوجه تشابه وتلتقي في عدة نقاط بالأزمات التي سبقتها، كما أن دراسة الأزمات المالية والاقتصادية لها أهمية كبيرة، حيث يستطيع صانعوا القرارات الاستفادة منها في سبيل وضع السياسات التي تتلاءم وتناسب مع ظروفهم الحالية.

وفي إطار دراسة الأزمة المالية العالمية 2008م، سنقوم بتقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث:

-المبحث الأول يتناول فيه الأزمة المالية بصفة عامة.

-المبحث الثاني يتطرق إلى تطورات الأزمة المالية العالمية 2008م.

-المبحث الثالث يتناول بالدراسة أسباب الأزمة المالية العالمية 2008م.

المبحث الأول: نظرة عامة على الأزمة المالية

تعد الأزمات المالية من ابرز خصائص وسيمات النظام المالي والاقتصادي العالمي خصوصا منذ بداية الربع الأخير من القرن الماضي، ذلك أن في بعض الأنظمة الاقتصادية كالنظام الرأسمالي مثلا غدت الأزمة المالية والاقتصادية من طبيعة النظام نفسه وخصوصا بعد انهيار نظام بروتن وودز في 1971م وسقوط جدار برلين في بداية سنوات التسعينات من القرن الماضي ، كذلك نجد أن التاريخ الاقتصادي يزودنا بكثير من الأحداث والأزمات المالية والاقتصادية التي أصابت الأنظمة الاقتصادية خصوصا الرأسمالية وذلك كل ربع قرن تقريبا.

المطلب الأول: الأزمة المالية، مفهومها ومؤشراتها

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية

الأزمة في اللغة تعني الشدة، أما تعريف الأزمة بصفة عامة فهي مرحلة حرجة يمر بها النظام الاجتماعي والاقتصادي لأي دولة، ينتج عنها اختلال وارتباك وعدم استقرار يصيب بعض أو كل الوظائف الأساسية والحيوية لهذا النظام، وقد تكون وتيرة الأزمة سريعة أو بطيئة وهذا ما يحتم على سلطات الدولة اتخاذ قرارات حاسمة تهدف إلى إنقاذ النظام وإعادة التوازن إليه.[1]

أما الأزمة المالية فيمكن وصفها كذلك بأنها تلك التذبذبات والاختلالات التي تؤثر كليا أو جزئيا على المؤشرات والمتغيرات المالية كحجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، معدل الصرف وغيرها.[2]

وتعرف الأزمة المالية أيضا بأنها مرحلة حرجة وحساسة يمر بها النظام المالي وينتج عنها تغير فجائي وحاد وخلل يصيب أداء بعض أو كل الوظائف الأساسية لهذا النظام، وعادة ما يصاحبها تسارع في وتيرة الأحداث ما يؤدي إلى عدم الاستقرار في أداء النظام المالي[1].

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009 ص18.

2- عبد الرزاق سعيد بلعباس، ما معنى الأزمة؟، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2009، ص 3.

وتحدث الأزمة المالية دائما بشكل مفاجئ وغير متوقع نتيجة ظهور بوادر عدم الثقة في النظام المالي بسبب الاختلال الحاد بين العرض والطلب على رؤوس الأموال وعدم مراعاة ضوابط الإقراض عند منح الائتمان[2]. كذلك تنشأ الأزمة المالية نتيجة الاختلال بين الأصول المالية والأصول العينية فتصبح حينها الأصول المالية أكثر سرعة وأكبر حجما من الأصول العينية فيحدث انفصال تام بين الأصول المالية والأصول العينية وبالتالي بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني للدولة[3].

الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية

تتسم الأزمة المالية ببعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأزمات، يمكن ذكرها فيما يلي:

1 ــ المفاجأة وعدم التوقع؛ حيث أن حدوث الأزمة يكون فجائي، وهذا ما يضع صانع القرار في موقف صعب بخصوص ماذا ومتى يتخذ القرار المناسب وماهي نتائج قراراته.

2 ــ تهديد المصالح الأساسية للدولة؛ لكي نستطيع أن نصف حالة ما بأزمة مالية يجب أن تتصل المشكلة أو الحالة القائمة والمتصلة بالأزمة بمصالح أساسية وحيوية للدولة، وخاصة المصالح الاقتصادية والمالية التي تحتل في الوقت الحالي المرتبة الأولى في اهتمامات متخذ القرار في الدولة.

3 ــ ضرورة التدخل السريع من مصدر القرار؛ فكلما كانت هناك حاجة ماسة لاتخاذ قرارات سريعة ومصيرية من مصدر القرار كلما دل هذا على خطورة وعمق الأزمة المالية،

1- ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 52.

2- عبد الرزاق سعيد بلعباس، مرجع سابق، ص 03.

3- رمضان محمد أحمد الروبي، الأزمة المالية العالمية: حقائقها وسبل الخروج منها مع رؤية إسلامية، الملتقى العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة أفريل 2009 ص04.

وبالتالي يجد متخذ القرار نفسه أمام قلة البدائل الموجودة من جهة، وضيق الوقت المتاح لديه لاتخاذ القرار من جهة أخرى[1].

4 ــ تعقيد الأزمة المالية والارتباط والتشابك الكبيرين في عناصرها وأسبابها.

5 ــ انتشار الخوف والتردد بسرعة كبيرة لدى كل الأطراف التي لها علاقة بها والتي تكون مرتبطة فيما بينها بمصالح وعلاقات.

6 ــ عدم الوضوح ونقص المعلومات المتوفرة عند متخذ القرار؛ حيث يصعب عليه اتخاذ القرارات، وبذلك نجد أن متخذ القرارات تسوده حالة من الخوف والارتباك نتيجة عدم وضوح الرؤيا وهذا ما يترجم في صعوبة اتخاذ إجراءات وقرارات حاسمة ودقيقة التي قد يؤدي اتخاذ بعضها إلى نتائج عكسية لما كان متوقع منها، وهذا ما يساهم في حد ذاته في زيادة حدة الأزمة، فمتخذ القرارات يجد نفسه بين خيارات صعبة، فهو مضطر لاتخاذ قرارا بشكل سريع في ظل عدم توفر بدائل كثيرة أمامه وكذلك خوفه من أن تأتي قراراته بنتائج عكسية لما كان يرجى من اتخاذ القرار.

الفرع الثالث: مؤشرات الأزمة المالية

في الميدان الاقتصادي هناك عدة مؤشرات تمكن من التنبؤ بحدوث أزمة مالية قريبة، وتتصل هذه المؤشرات بالسياسات الاقتصادية الكلية وأيضا بالخصائص الهيكلية التي تتميز بها الأسواق المالية والنقدية، لكن يبقى توقيت حدوث الأزمة وكذا نطاق انتشارها وتوسعها قطاعيا وزمنيا صعب إن لم نقل يستحيل التنبؤ بها[2].

أ ــ المؤشرات المرتبطة بالسياسات الاقتصادية الكلية: هناك مؤثرات اقتصادية عامة تتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية المنتهجة في الدولة يمكن استخدامها للتنبؤ بحدوث أزمة مالية، وينتج

1- بندي عبد الله عبد السلام و برودي نعيمة و صالحي حامد أسامة، تسونامي الرهن العقاري أزمة مالية عالمية أين وإلى متى؟، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية : التباطئ الاقتصادي العالمي وآثارها على الاقتصادات الأورو مغاربية، جامعة بجاية، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 02.

2- ناصر مراد، مرجع سابق، ص 52.

عن هذه المؤشرات انتشار عدم الثقة لدى المستثمرين الذين عادة ما يرغبون في استثمار أموالهم حيث يتوفر المناخ المناسب له قصد تحقيق أرباح وعوائد، ومن هذه المؤشرات ما يلي :

1 ــ ارتفاع كبير في معدل البطالة.

2 ــ ارتفاع معدل التضخم.

3 ــ تضخم في معدلات الفائدة على القروض والودائع المحلية.

4 ــ ارتفاع في نسبة القروض السلبية أو الغير المنتجة إلى إجمالي القروض الكلية أو ما يطلق عليها القروض الرديئة، نتيجة التساهل في منح القروض وعدم احترام المعايير الخاصة بمنح الائتمان سعيا وراء تحقيق أرباح قصيرة الأجل على حساب الأهداف طويلة الأجل، وعادة ما يتم ذلك بعلم السلطات النقدية بل وبتشجيع من الحكومات ومتخذي القرارات في الدولة في كثير من الأحيان.

5 ــ انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة نتيجة العجز المزمن الذي يصيب ميزان المدفوعات.

6 ــ انخفاض نسبة النمو الاقتصادي نتيجة انكماش الناتج المحلي الإجمالي؛ حيث تتفاعل كل الظروف السابقة وينتج عنها انكماش في الاقتصاد وتباطؤ في معدل نموه[1].

ب ــ المؤشرات المرتبطة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية: وترتبط هذه المؤشرات بالأسواق المالية والنقدية، يمكن ذكرها فيما يلي:

1 ــ سيادة الأصول المالية عالية المخاطر كالأصول العقارية على أسواق الإقراض، والإفراط في توجيه القروض إليها قصد تحقيق أرباح كبيرة وسريعة من ورائها.

2 ــ ضعف الجهاز الإداري المشرف على أسواق المال وقطاع البنوك بل وفي أحيان كثيرة ينكشف فساده بالتواطؤ مع بعض المسئولين.

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 22.

3 ــ غياب الشفافية والإفصاح في القوائم المالية للمؤسسات المالية، مما يضع المستثمرين في وضع يحجب الرؤيا عن الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسات، وبالتالي يؤدي إلى تضخيم أصولها قصد رفع قيمة أسهمها في البورصة وخاصة إذا سادت المضاربة في الأسواق المالية.

4 ــ ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل (الأموال الساخنة)، مما يساهم في زعزعة عنصر الملاءة للمؤسسات المالية ويصعب من مهام البنوك في توفير الائتمان نتيجة سهولة وسرعة دخول وخروج هذه الأموال من وإلى الدولة محل نشاطها.

5 ــ هيمنة بعض المؤسسات على الأسواق المالية وبالتالي تحكمها في السوق المالي وتوجيهه نتيجة القيمة السوقية الكبيرة التي تمتلكها، حتى إذا ما انهارت هذه المؤسسات جرت باقي المؤسسات معها بل والنظام المالي والاقتصادي ككل.

6 ــ هيمنة صناعات معينة وخدمات معينة على الأسواق المالية خاصة الصناعة البنكية والخدمات المرتبطة بها.

7 ــ انخفاض الإقبال المتعاملين والمستثمرين على الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية مقارنة بالسوق الثانوي أو سوق التعاملات نتيجة الارتفاع المفرط في أسعار الأسهم المتداولة نتيجة المضاربة الحاصلة التي تهدف فقط إلى تحقيق أرباح كبيرة وسريعة، وهذا ما ينعكس على المؤسسات بتخفيض حجم إصداراتها والإحجام عن التوسع وهذا ما يؤدي في المحصلة إلى انخفاض في النمو الاقتصادي والذي ينعكس فيما بعد على السوق المالي الذي قد يصل إلى انهياره.

وتزود هذه المؤشرات صانع القرار بمعلومات عن قرب حصول أزمة مالية في قطاعات البنوك والأسواق المالية.

تجدر الإشارة إلى أن التنبؤ بوقوع أزمة مالية يدفع بالأجور الاسمية إلى الارتفاع (رغم انخفاض قيمتها الحقيقية) وهذ ما يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم وانخفاض في تنافسية دولة الأزمة وسعر صرفها ما يدفع بالمستثمرين إلى بيع ما لديهم من أسهم وسندات وتحويلها إلى نقود وعملات أخرى اكثر قوة الأمر الذي يحتم البنك المركزي على التدخل بضخ مزيد من الاحتياطي النقدي الأجنبي الذي يملكه للحفاظ على قيمة العملة وهذا ما يؤدي إلى استنزاف هذا الاحتياطي، وكذلك يدفع السلطات النقدية إلى ضخ أموال لإنقاذ المؤسسات المالية من الافلاس سواء بطريقة مباشرة

عن طريق الدخول كمشتري في الأسواق المالية أو بطريقة غير مباشرة بتقديم مساعدات مالية وشراء ديون المؤسسات المالية؛ أي احتمال حدوث عجز في الميزانية العامة للدولة أو تفاقم العجز الحاصل إذا كان هناك عجز موجود أصلا. وما يزيد من عمق الأزمة هو ترابط الدول بمصالح اقتصادية متشابكة ومعقدة نتيجة لسيادة العولمة على منطق العلاقات الاقتصادية الدولية، وهنا قد لا تنجح الإجراءات المتخذة حيث يستوجب وجود تنسيق دولي سابق لها، مما يؤدي إلى انتشار الأزمة المالية من دولة إلى أخرى وبسرعة كبيرة[1].

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

الأزمة المالية هي أزمة تمس الأسواق المالية بصفة خاصة وكذا أسواق الائتمان والقروض في دولة ما أو النظام المالي ككل، وقد تنتشر وتتوسع لتصبح أزمة إقليمية أو حتى عالمية، وذلك حسب درجة اندماج الدولة محل الأزمة في العولمة والنظام المالي العالمي وكذلك قوتها الاقتصادية[2]. وتصنف الأزمات المالية إلى أزمة نقد أجنبي، أزمة مصرفية وأزمة ديون وأزمة أسواق المال.

الفرع الأول: أزمة النقد الأجنبي

تحدث أزمة النقد الأجنبي أو العملة عند حصول انخفاض حاد وبسرعة كبيرة في سعر هذه العملة مقابل العملات الأخرى نتيجة المضاربة المبالغ فيها على عملة بلد ما، وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض قيمتها وفي القدرة الشرائية لها، ونتيجة لهذا يتأثر دور العملة كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة وعندها يتدخل البنك المركزي للدولة لرفع قيمة العملة بضخ كميات كبيرة من احتياطاته من النقد الأجنبي أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة لإعادة القيمة إلى العملة وذلك كمحاولة للسيطرة على معدل التضخم، ولكن كثيرا ما تلجا الحكومات إلى خفض قيمة العملة مؤقتا إذا كان هدفها رفع قيمة صادراتها وتحقيق فائض في ميزان مدفوعاتها.

الفرع الثاني: الأزمة المصرفية

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 22.

2- عبد الرزاق سعيد بلعباس، مرجع سابق، ص 19.

تحدث الأزمة المصرفية عند تعرض بنك أو مجموعة بنوك لحالة من عدم القدرة على مواجهة الطلب على سحب الودائع من جانب العملاء المودعين، فيقوم البنك عندها بإيقاف قابلية تحويل هذه الودائع أو يتقدم بطلب إلى الحكومة أو البنك المركزي بالتدخل لمساعدته بتقديم دعم مالي كبير للبنوك لتوفير السيولة لها، وتتميز الأزمات المصرفية بطول فترتها بالمقارنة مع أزمة العملة، كما لها آثار أعمق على النشاط الاقتصادي نظرا لما تسببه من انخفاض ثقة المستثمرين في النظام المالي والنظام الاقتصادي وكذلك النظام السياسي والذي يتطلب سنوات كثيرة لبنائه وإلى هروب الاستثمارات إلى خارج الدولة محل الأزمة وخاصة في ظل النظام المالي العالمي ورفع القيود على حرية تنقل رؤوس الأموال وقابلية تحويلها[1].

الفرع الثالث: أزمة ديون أو مديونية خارجية

وتحدث عند عجز المقترضين أو حتى الدولة عن دفع وتسديد الديون وفوائدها، أو عندما يشعر المقرضين أن المقترضين عاجزون عن التسديد، فيقوم المقرضون بإيقاف عملية الإقراض وهذا ما يتسبب في حدوث أزمات مالية في الدولة العاجزة عن السداد التي تتسبب في هروب الاستثمارات منها وركود اقتصادي وانخفاض الثقة في النظام المالي فيها الذي قد يمتد لسنوات طويلة، وأبرز مثال على ذلك أزمة المكسيك وأمريكا اللاتينية[2].

الفرع الرابع: أزمة سوق المال

وهي ما أصبحت تعرف بظاهرة الفقاعات؛ ويحدث ذلك عندما يتم الإقبال على شراء سهم معين مثلا فيتم المضاربة على ارتفاع سعره، حيث يصبح سعر السهم السائد أكبر من سعره العادل بشكل مبالغ فيه وذلك بهدف تحقيق أرباح سريعة وكبيرة، وفي هذه الحالة تصبح مسألة انهياره مسألة وقت لا أكثر، فبعد فترة معينة يتم ادراك سعره العادل (المنخفض عن السعر السائد في السوق) مما يؤدي إلى حدوث حركة كبيرة في بيع السهم ويبدأ سعر السهم في الانخفاض مما يسبب

---

1 - Robert Boyer & Mario Dehove & Dominique Plihon, Les crises financières, La Documentation française. Paris, 2004, p 13.

2- إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009 ص07.

ذعر وخوف في وسط المتعاملون في السوق المالي، وقد يمتد أثره إلى باقي الأسهم في نفس القطاع أو في قطاعات أخرى نتيجة انتشار حالة من التشاؤم وسط المتعاملين في السوق المالي، وقد يتوسع آثار ذلك إلى أسواق مالية لدول أخرى وذلك على حسب درجة الارتباط القائمة بين هذه الأسواق والتأثير المتبادل بينها[1].

المطلب الثالث: الأزمات المالية السابقة

شهد النظام المالي عامة منذ نهاية القرن السابع عشر أزمات مالية متتالية كما يلاحظ أن حدة الأزمات المالية من تكلفتها وآثارها وانتشارها وكذلك تعقيدها ازدادت ابتداء من سنوات الثمانينات من القرن الماضي، وقد كانت الأسواق المالية في كثير من الأحيان إما متسبب أو مساهم رئيسي في اندلاعها، وقد أدت هذه الأزمات إلى تآكل كثير من أصول المستثمرين وكذا انهيارات بالجملة لأكبر المؤسسات المالية وأعرقها آخذت بطريقها كثير من المؤسسات الاقتصادية المكونة للنظام الاقتصادي مما استدعى في كل مرة تدخل السلطات النقدية بكل وسائل لإنقاذ ما يمكن إنقاذه، سواء بضخ أموال ومساعدات مالية أو منح تسهيلات وتنازلات. وسنحاول استعراض أهم الأزمات المالية فيما يلي:

الفرع الأول: أزمات ما قبل القرن العشرين

أ ــ أزمات 1637م، 1720م، 1797م: اندلعت أزمة سنة 1637م في شهر فيفري؛ حيث كانت السندات لأجل محور هذه الأزمة، حيث أدت المضاربة السلبية عليها في الأسواق المالية في أوروبا إلى انخفاض مفاجئ وحاد في أسعار السندات سبب إفلاس المضاربين، وقد اعتبرت هذه الأزمة أولى الأزمات المالية الناتجة عن المضاربة.

بخصوص أزمة 1720م؛ فقد كان سببها كذلك الأسواق المالية حيث سجل انخفاضات حادة في أسهم الشركات الفرنسية والبريطانية التي تستغل موارد العالم الجديد أو أمريكا الشمالية بسبب المضاربة السلبية أيضا. أما أزمة 1797م فقد اندلعت في شهر فيفري، حيث قام بنك إنجلترا بإيقاف

1 – Robert Boyer & Mario Dehove & Dominique Plihon, op, p 14.

التخليص النقدي نتيجة الشح في الاحتياطي لديه، وهذا ما أدى بدوره إلى انتشار الخوف لدى الأفراد والشركات الذين سارعوا إلى سحب ودائعهم من البنوك مما أدى إلى إفلاس البنوك وحدوث أزمة مالية، ويعتبر المؤرخون هذه الأزمة هي أولى الأزمات الناتجة عن الخوف والذعر[1].

ب ــ أزمات القرن التاسع عشر (1810، 1819، 1825، 1836، 1866م): بخصوص أزمة سنة 1810م فقد كان موضوعها قطاع البنوك؛ حيث سبب حصار نابليون لإنجلترا في حدوث أزمة سيولة حادة في إنجلترا بسبب توقف تحصيل الأموال من شركات جنوب أمريكا وبالتالي شح السيولة مما أدى إلى توقف المصانع وانتشار البطالة. أما أزمة 1819م فقد كانت الولايات المتحدة الأمريكية منشأها؛ حيث انتهج البنك الفدرالي الأمريكي سياسة التقشف بعد العجز الكبير الذي أصاب الميزانية العامة نتيجة ارتفاع في النفقات الموجهة لحرب سنة 1812م في مقابل انخفاض الإيرادات بسبب حرب 1812م، وقد كانت أول أزمة مالية تصيب الولايات المتحدة الأمريكية، وأما قطاع البنوك فقد كان أكبر المتضررين منها.

بخصوص أزمة سنة 1825م فكانت الأسهم موضوعها، حيث أدت المضاربة الكبيرة على أسهم الشركات البريطانية العاملة في أمريكا اللاتينية بمختلف أنواعها إلى انخفاض شديد في قيمتها في بورصة لندن مما ألحق خسائر كبيرة بقطاع البنوك وأكثر من 3300 مؤسسة، وتعتبر هذه الأزمة هي أولى الأزمات التي تصيب بورصة لندن. ثم جاء انهيار عام 1836م؛ فبعد قرار الرئيس الأميركي أندرو جاكسون باشتراط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة الأمر الذي أصاب بورصة إنجلترا بانهيار آخر، حيث أضر كثيرا بسوق العقارات، ونتيجة تعامل البنوك الأمريكية بالاقتراض من إنجلترا فقد كان أكبر المتضررين هي البنوك خاصة الأمريكية.

بخصوص أزمة 1836م فقد بدأت بوادرها في شهر ماي؛ حيث أدت المضاربات الكبيرة في بورصتي فيينا والنمسا من دون أن تقابلها ضمانات كافية إلى انهيار بورصتي الدولتين، ثم انتشرت انعكاساتها إلى ألمانيا وأوروبا ووصلت إلى الولايات المتحدة الأمريكية. ثم تلتها أزمة 1866م؛

1- طالب دليلة وآخرون، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها على الاقتصاد الجزائري، ملتقى دولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، ماي 2009، ص 02.

حيث تعرضت خلالها عدد من البنوك البريطانية إلى الإفلاس وجعل النظام المالي في بريطانيا في حالة من عدم الاستقرار استمرت لفترة طويلة[1].

الفرع الثاني: أزمات القرن العشرين

أ – أزمة الكساد العالمي لسنة 1929م: أدت الحرب العالمية الأولى وما ترتب عنها من خسائر بشرية ومادية (اقتصادية) وكذا الميزانيات الضخمة التي صرفت إلى عدم الاستقرار الذي ساد النظام المالي والعلاقات النقدية والمالية الدولية. وبعد انتهاء الحرب انتهجت الدول سياسات توسعية نقدية كبيرة وتسهيل غير عقلاني في الإقراض بعد سلسلة من الإصلاحات النقدية والمالية التي سادت تلك الفترة الأمر الذي أدى انفجار الأزمة المالية وانهيار بنوك كبيرة عديد مسببة توقف النشاط الإنتاجي والاقتصادي وانتشار الكساد الاقتصادي ابتداء من شهر أكتوبر 1929م[2]. وتعد هذه الأزمة من أشد الأزمات التي مر بها النظام المالي الدولي وأكثرها شهرة على الإطلاق؛ حيث تراجعت أسعار الأسهم بشكل حاد ومفاجئ في السوق المالي الأمريكي بنسبة 13% ثم امتد أثرها إلى الشركات الاقتصادية الأمريكية ككل ، وتمثلت آثار هذه الأزمة في المظاهر التالية :

1 ــ إحالة ثلث قوة العمل في أمريكا إلى البطالة نتيجة توقف كثير من المصانع وإغلاقها في سنة 1932م.

2 ــ انخفاض حاد في الطلب الكلي بسبب شح السيولة لدى الموطنين.

3 ــ انخفاض حجم الاستثمارات في القطاع الإنتاجي بسبب انخفاض الطلب المحلي.

ثم امتد آثارها وبسرعة كبيرة إلى أوروبا مما أدى إلى زعزعة الثقة في النظام المالي الرأسمالي الدولي القائم على الحرية المطلقة وتحريم التدخل الحكومي وأدى إلى فقدان شرعية الأساس الذي يقوم عليه النظام المالي والقائل "دعه يعمل دعه يمر"، كما أدت هذه الأزمة إلى بزوغ

1 – Laurent Tournier, le marché financier français aux XIX siecle, volume 1, publication de la sorbonne, 2007, p 25.

2– حازم الببلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى نهاية الحرب الباردة سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 2000، ص7 .

النظرية الكينزية القائمة على تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي التي كانت شبه غائبة من قبل، وقد استمرت الأزمة لما يقارب اربع سنوات متسببة في خسائر مالية كبيرة[1].

ب- أزمة المديونية في أمريكا اللاتينية لسنة 1982م: أدى عجز كل من المكسيك الأرجنتين والشيلي عن دفع ديونهم في عام 1982م ثم توقفها عن سدادها إلى إفلاس الكثير من البنوك التي جازفت بإقراض هذه الدول؛ حيث أدى تحرير القطاع المالي والبنكي وفتح مجال كبير لحركة رؤوس الأموال إلى توسع البنوك في إقراض دول العالم الثالث دون ضمانات مالية كافية من جانبها[2]، فكان هناك أكثر من 500 بنك دائن للمكسيك وأكثر من 800 بنك دائن للبرازيل، كما رفعت البنوك من معدل الفائدة من 6,5% في عام 1972م إلى 44% عام 1983م[3] وكنتيجة لذلك اضطرت هذه الدول إلى إعلان عدم قدرتها على تسديد القروض وخدمة الديون المترتبة عليها، وقد أدى هذا بالدول الدائنة إلى إعادة جدولة الديون لإنقاذ مؤسساتها المالية التي أقرضت هذه الدول. وقد استمرت هذه الأزمة لعقدين من الزمن وتم فيها إخضاع الدول المدينة لبرامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي وتحت الرقابة الدولية.

ت- أزمة وول ستريت لسنة 1987م: وتسمى كذلك بأزمة بورصة نيويورك؛ وقد اندلعت في 19 أكتوبر 1987م أو ما اصبح يطلق عليه يوم الاثنين الأسود، حيث أدى سوء استغلال المعلومات الداخلية الخاصة بالشركات والتوسع في الإقراض المصرفي المجازف وتوجيه الاستثمارات إلى صناديق ذات عوائد مالية مرتفعة وعالية المخاطر إلى إقبال كبير للمضاربة على أسهم تلك الشركات مما أدى إلى ارتفاعات كبيرة وغير عادية في أسعار أسهمها، كما شهدت تلك الفترة ارتفاعا في سعر الفائدة، وأدى انخفاض سعر صرف الدولار إلى تزايد المخاوف من انخفاض سعر الأسهم مما أدى بأصحابها إلى طرحها للبيع مقابل عملات أخرى قوية نتيجة عدم

1- وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009، ص 05.

2- فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية-لمحة عامة: التنبؤ الوقائي للأزمة، فرص الاستثمار المتاحة والحلول الممكنة لمواجهتها، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 74.

3 - Steven B. Kamin & Oliver D. Babson, the contribution of domestic and external factors to Latin American devaluation crisis: an early warning systems approach, Board of Governors of the Federal Reserve System, international Finance Discussion Papers N°645, September 1999. P 1.

وجود عدد كبير وكافي من المشترين مما أدى إلى ضغوط إضافية على الدولار؛ حيث سجل انخفاض آخر له مقابل العملات الأخرى تحت تأثير الانخفاضات الحادة الذي عرفته أسعار الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك والمقومة بالدولار، وكمحصلة طفت أزمة 19 أكتوبر 1987م ونتج عن ذلك ما يلي:

1 ــ خسارة ببورصة نيويورك حوالي تريليون دولار من الاستثمارات الموظفة فيها.

2 ــ تلاشي مؤشر بورصة أستراليا وانخفاض حاد في مؤشر نيكاي (حوالي الثلثين) وكذلك مؤشر فاينانشل تايمز.

3 ــ انخفاض أسعار الأسهم وانهيار مؤشر داو جونز.

4 ــ قيام الشركات بإصدار السندات التي تساعدها بالتمويل مع حدوث انكماش واضح في استثماراتها.

5 ــ إفلاس عدد من البنوك بسبب عدم قدرة المقترضين على الوفاء بديونهم.

6 ــ زيادة عدد البطالين خاصة المسرحين من البنوك والمؤسسات المالية.

7 ــ تضرر عدد من البلدان والبنوك المركزية نتيجة انخفاض قيمة الدولار وخاصة منها الدول المصدرة للنفط.

وقد عادت بعد هذه الأزمة حوالي سنة عدد من المؤسسات المالية إلى العمل من جديد نتيجة التدخل الحكومي والمساعدات المالية التي استهدفت القطاع المالي[1].

ث- الأزمة المكسيكية لسنة 1994م: أدى ارتباط العملة المكسيكية بالدولار الأمريكي الذي عرف خلال سنوات سبقت 1994م ارتفاعا كبيرا في قيمته، الأمر الذي أدى إلى إعطاء ضمانات وهمية لمقرضي المكسيك (خاصة البنوك الأمريكية) شجعتها على الاستدانة من الخارج، وتسببت ضخامة الديون إلى عجز كبير في ميزان المدفوعات المكسيكي نتيجة ضعف القدرة التنافسية

1 - Mark Carlson, A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response, Board of Governors of the Federal Reserve, November 2006, p 2.

للصادرات المكسيكية في مواجهة دول أخرى (دول جنوب شرق آسيا التي كانت تشهد طفرة اقتصادية كبيرة) حيث حتم على الحكومة المكسيكية اللجوء إلى استنزاف الاحتياطي من الدولار الأمريكي وعملات أخرى الذي تملكه ورفع سعر الفائدة من أجل دعم العملة المحلية بسبب ارتفاع الدولار وزيادة الاعتماد على الاستدانة من الخارج، وبذلك تهيأت كل الظروف لانفجار الأزمة مما تطلب تدخلا سريعا من الولايات المتحدة الأمريكية لإنقاذ جارتها التي تعد من اكبر المستوردين للسلع الأمريكية والشريك الاقتصادي المهم لها والمدخل الأساسي لبسط الهيمنة الأمريكية على أمريكا الجنوبية ومن اكبر المقترضين منها وذلك بإعادة جدولة ديونها. وقد أدت سياسة رفع القيود على دخول وخروج رؤوس الأموال في المكسيك إلى تسريع ظهور الأزمة[1].

ج- أزمة جنوب شرق آسيا لسنة 1997م: في يوم الاثنين 02 أكتوبر 1997م أو يوم الاثنين المجنون كما يطلق عليه، عرفت الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا[2] تقلبات عنيفة ومفاجئة مسببة انهيارات مالية كبيرة وخسائر هائلة بدأت من تايلاند وانتشرت بسرعة كبيرة إلى دول المنطقة[3].

كان النمو السريع في اقتصاديات المنطقة-قبل ظهور الأزمة بسنوات- قد أثار استحسان وإعجاب كثير من الاقتصاديين ورجال الأعمال والسياسيين على حد السواء؛ حيث تراوحت معدلات النمو بين 7% و8% في السنوات الأخيرة التي سبقت سنة 1996م، مما دفع برجال الأعمال والمستثمرين إلى توظيف أموال طائلة في مشاريع مختلفة في المنطقة بأموال اقترضوها من المصارف والمؤسسات المالية في بلدانهم الأصلية والتي تدفقت على المنطقة، حيث بلغت ذروتها عام 1996م بجذب المنطقة ل 142 مليار دولار من الاستثمارات الأجنبية، وظلت الأموال تتدفق حتى شهر جويلية 1997م. إلا أن الانخفاض المفاجئ لأسعار العقارات بسبب المضاربة الحاصلة في الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا وضعف ميزانيات بنوك المنطقة الناتجة عن

---

1 - Andrew M.WARNER, did the debt crisis or the oil price decline cause Mexico's investment collapse?, Board of Governors of the Federal Reserve, international discussion papers, N 416 November 1994, p 2.

2- ويطلق عليها النمور الأسيوية وتضم : إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تايلاند، بروناي، فيتنام، لاوس، بورما وكمبوديا

3-حازم الببلاوي، مرجع سابق، ص 137.

ارتفاع في قيمة الديون المشكوك في تحصيلها التي منحتها هذه البنوك(نظرا للمبالغة في التوسع في الإقراض) الناتجة عن عدم احترام ضوابط معينة في منح الائتمان كاختبار قدرة المستفيدين مثلا على سداد القروض وارتباط عملات المنطقة بالدولار إضافة إلى تبني هذه الدول لسياسة حرية حركة رؤوس الأموال، كل هذا دفع بالمستثمرين إلى بيع ما لديهم من أدوات مالية في هذه البلدان وتحويلها إلى الخارج؛ حيث بلغت الأموال الخارجة في بداية النصف الثاني من سنة 1997م حوالي 100 مليار دولار أي ما يعادل 10% من الناتج الخام الداخلي للمنطقة وهذا في بضعة أشهر، مما أدى إلى انخفاض حاد في أسعار الأسهم وضغوط على قيمة العملات لتخفيضها، وكمحصلة لهذا اضطرت البنوك المركزية لدول المنطقة للتدخل بما تملكه من احتياطات صرف لإنقاذ عملاتها، وأدى ذلك إلى استنزاف احتياطاتها من الصرف الأجنبي[1] وأدت محاولات رفع قيمة العملات إلى انهيار البورصات نتيجة اعتماد هذه الدول على التصدير. وقد امتد أثر الأزمة إلى الولايات المتحدة الأمريكية حيث سجل مؤشر داو جونز لأسهم الشركات الأمريكية انخفاض كبير، ذلك أن دول الشرق الأقصى هي المستورد الرئيسي للتقنيات العالية الأمريكية[2].

ح- الأزمة الروسية لسنة 1998م: أدى العجز الكبير في ميزانية الدولة الروسية والذي بلغ 8% من الناتج الداخلي الخام إلى لجوء الحكومة الروسية للاستدانة من الخارج بطرح سندات بالروبل والدولار نتيجة استقرار أسعار الصرف آنذاك وذلك ابتداء من سنة 1996م، إلا أن انعكاسات الأزمة الآسيوية بخروج الأموال المضاربة من السوق المالي الروسي من جهة وانخفاض أسعار البترول الذي فاقم العجز في الميزان التجاري من جهة أخرى (بسبب اعتماد روسيا على المداخيل من البترول والغاز) أجبر الحكومة الروسية على إعلان توقفها عن دفع الديون المستحقة عليها وذلك ابتداء من سنة 1998م الأمر الذي أجبر البنك المركزي الروسي على التدخل بخفض قيمة صرف الروبل ب 34% وذلك في 17 أوت 1998م وامتناعه عن التدخل في سوق الصرف نظرا لانخفاض احتياطاتها من العملات الأجنبية وخاصة الدولار بسبب انخفاض قيمة

1 - Celso Brunetti & Roberto S. Mariano & Chiara Scotti & Augustine H.H. Tan, Markov Switching GARCH Models of Currency Turmoil in Southeast Asia, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers N 889, January 2007, p 2.

2- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، دار الوسام للطباعة والنشر، 1998، ص 123، ص 122.

صادراتها من المحروقات التي تعتبر السلعة الأساسية التي تصدرها روسيا، وبحلول يوم 26 أوت 1998م فقد الروبل 30% من قيمته أمام الدولار[1].

خ- الأزمة البرازيلية لسنتي 1998-1999م: أدت تبعات أزمة جنوب شرق آسيا لسنة 1997م والأزمة الروسية لسنة 1998م بالإضافة إلى العجز المالي الداخلي والخارجي الحاد للبرازيل إلى خروج كبير وسريع لرؤوس الأموال منها، وهذا ما استدعى تدخل السلطات النقدية برفع سعر الفائدة كمحاولة منها للتصدي لذلك، حيث لم تفلح في وقف استمرار خروجها، وبعد التخفيض في قيمة الريال البرازيلي في شهر جانفي 1999م وتلاه قرار الحكومة بتعويم الريال البرازيلي بسبب الانخفاض الحاد الذي عرفه (وصل الانخفاض إلى 34% من قيمة الريال أمام الدولار) وذلك بين شهري جانفي وأكتوبر 1999م، وكمحصلة لذلك دخلت البرازيل في أزمة مالية[2].

الفرع الثالث: أزمات القرن الواحد والعشرين

أ- أزمة بداية القرن: شهد بداية القرن الواحد والعشرين إفلاس أكبر شركات الطاقة في الولايات المتحدة الأمريكية وهي ENRON، وقد تسبب إفلاسها في هبوط معظم مؤشرات الأسواق المالية في العالم وخاصة مؤشرات قطاع الطاقة بسبب الصدمة التي أصابت المتعاملين فيها وانتشار حالة من الذعر والخوف ثم تبعتها بفترة قصيرة ظهور أزمة صناعات التقنية العالية[3].

ب- الأزمة التركية 2000-2001م: أدى العجز الحاد والمزمن في الميزانية العامة والميزان التجاري اللذان عرفتهما تركيا خلال سنوات التسعينات بالإضافة إلى المشاكل التي كان يعاني منها القطاع البنكي التركي نتيجة الصعوبات الاقتصادية التي واجهتها تركيا إلى حملة مضاربات مع نهاية سنة 2000م على الجنيه التركي؛ حيث عرف انخفاضات حادة نتيجة انخفاض الطلب عليه بانخفاض الصادرات وإتباع السلطات النقدية فيها سياسة التوسع في الإصدار لتغطية

1- محمد أحمد عبد النعيم و هبة السيد جلال، الدور الرقابي للدولة في ظل الأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009 ص06.

2- جبوري محمد، مرجع سابق، ص 06.

3- زايدي بلقاسم و ميلود مهدي، مرجع سابق، ص 07.

العجز في الميزانية العامة وتمويل نفقاتها بدون وجود غطاء نقدي كافي، كل هذا حتم على البنك المركزي التركي التدخل ودعم الجنيه، إلا أن حملة المضاربات الثانية التي حدثت في شهر فيفري 2001م قادت الحكومة إلى تعويم عملتها.

ت- الأزمة الأرجنتينية 2001م: أدى سعي الأرجنتين إلى محاولة التحكم في التضخم الحاد الذي عانت منه والسعي لضمان تحقيق المصداقية النقدية إلى قيام السلطات النقدية الأرجنتينية باعتماد نظام ربط العملة في شهر مارس 1991م بربط البيزو الأرجنتيني بالدولار بمعدل ثابت (وحدة مقابل وحدة) نتيجة الاستقرار الذي تميز به الدولار الأمريكي آنذاك والقاعدة النقدية التي تعادل احتياطات الصرف بالدولار، وقد تحققت للأرجنتين نتائج إيجابية بفضل هذا النظام، إلا أن انعكاسات الأزمة الروسية والبرازيلية أدت إلى المبالغة في هذا التقويم وكذا انخفاض في قيمة الدولار الذي أدى بدوره إلى إضعاف تنافسية الدولة وانتشار التشاؤم لدى المستثمرين من الاستثمار في الدول النامية وخاصة تلك التي تعتمد على نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بالدولار الأمريكي وكذلك الانخفاض الذي عرفه تدفق الأموال إليها، كل هذا أدى إلى انخفاض الرصيد الجاري للأرجنتين ابتداء من الثلاثي الرابع من سنة 2001م وإلى اختلال في الميزانية العامة وميزان المدفوعات و الذي صاحبه انخفاض في احتياطاتها من الدولار الأمريكي نتيجة ضخ مبالغ هامة للحفاظ على قيمة عملتها وأيضا تسجيل البنوك لخسائر وشح السيولة لديها نتيجة التوسع في الإقراض بهدف إشاعة جو من الاستقرار لدى المستثمرين. وفي 06 جانفي 2001م، قررت الأرجنتين التخلي عن مجالس العملة وتعويم عملتها وتبني سعر صرف مضاعف؛ حيث حدد سعر صرف ثابت للمعاملات الخارجية وسعر صرف عائم للمعاملات الداخلية.

ويلاحظ أن أزمات سنوات التسعينات أدت إلى خروج سريع لرؤوس الأموال من الدول المتأزمة وتقلب كبير في سعر صرف عملاتها نتيجة انتهاج سياسة سهلة اتجاه المستثمرين لجذب الاستثمارات وخاصة منها الساخنة دون وضع حدود وضوابط عليهم متأثرة بالحرية الاقتصادية ومنبهرة بالتقدم المالي والاقتصادي للدول الرأسمالية المعتمدة على الحرية الاقتصادية والمالية

خاصة بعد انهيار الاتحاد السوفيتي دون أن تمتلك البنية المالية والاقتصادية مماثلة لها، ولهذا فإن سعي الدول المعنية بالأزمة يتطلب منها انتهاج سياسات اقتصادية سليمة، وأيضا يجب أن يوازيها تدابير من البلدان الأخرى توافق السياسات المتبعة؛ أي ضرورة وجود نظام نقدي دولي يستوعب هذا التعاون[1].

1 – Five Key Lessons for Latin America and the Caribbean from the Great Recession, www. worldbank.org.

المبحث الثاني: تطورات الأزمة المالية العالمية 2007م

شهد السوق المالي الأمريكي ابتداء من سبتمبر 2007م أزمة مالية يعتبرها بعض الاقتصاديين والمختصين بشؤون الأسواق المالية والمسئولين اشد عمقا من أزمة الكساد العظيم لسنة 1929م نظرا لتعقدها وتشابك مكونات النظام المالي والاقتصادي وكذلك ترابط وتشابك العلاقات المالية والاقتصادية بين الدول في عالم تهيمن عليه العولمة وتربطه شبكة اتصالات وعلاقات مالية متينة كما تم ذكره سابقا؛ حيث تكبد الاقتصاد الأمريكي خسائر كبيرة ابتداء من سنة 2008م، ثم امتدت آثارها إلى باقي الأسواق المالية العالمية من دون استثناء تقريبا، بإعلان كثير من الدول بعد فترة وجيزة من ظهور الأزمة دخول اقتصادها مرحلة الكساد فيما أعلنت بعض الدول أنها في طريق الانهيار المالي والإفلاس دفع بها إلى طلب مساعدات مالية عاجلة لإنقاذ اقتصادها من الاندثار الأمر الذي قد يؤدي إلى جر كثير من الدول الأخرى إلى نفس المصير مما يدل على عمق وخطورة الأزمة وسرعتها.

فالاقتصاد العالمي-كما هو معروف- تسوده التكتلات الإقليمية المالية والاقتصادية وهيمنة الأسواق المالية على الحياة الاقتصادية والاجتماعية وربط اغلب دول العالم بمصالح واستثمارات كالسندات الحكومية والخاصة والأسهم والأدوات المالية المبتكرة التي تشترى وتباع بين مختلف أنحاء العالم ملغية بسرعة كبيرة وبدون محددات سياسية[1].

المطلب الأول: جذور وبداية الأزمة المالية العالمية 2007م

ككل الأزمات المالية السابقة، مرت الأزمة المالية بمراحل زمنية ابتداء من بدايتها وجذورها ومرورا بمراحل زمنية متتالية ومتسلسلة.

الفرع الأول: جذور الأزمة

يشير تاريخ الرأسمالية إلى أن الأزمات المالية متأصلة في النظام الرأسمالي وجزء لا يتجزأ منها؛ وذلك بسبب الاختلال الدائم الذي يحدث بين العرض والطلب، حيث أن الرأسمالية تسعى دائما

1- سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سوريا 2008، ص 28.

إلى بناء القدرات الإنتاجية الفائضة وتراكم رؤوس الأموال، مما يخلق من حين لآخر فائض في رؤوس الأموال عن الطلب الحقيقي على الإنتاج بسبب السعي المستمر لزيادة الإنتاج بهدف تحقيق أرباح متواصلة (العرض يخلق الطلب)، وهذا ما يولد أزمات دورية في النظام الرأسمالي[1].

فالحقيقة أن النظام الرأسمالي يتميز بهشاشته إن ترك بدون تدخل حكومي، وقد أثبتت الأزمات المالية السابقة ذلك، بالإضافة إلى افتقاده إلى التوازن الدائم الذي يمكنه من تلبية حاجات البشر في أي وقت دون حدوث مشاكل وأزمات؛ حيث نراه من فترة إلى أخرى يتعرض إلى حالات من عدم الاستقرار، حيث أن تركيبة النظام في حد ذاته غير صلبة وغير متماسكة وهذا ما يفسر أن النظام الاقتصادي المعاصر–وهو المؤسس على النظام الرأسمالي الحر– الذي تمثل فيه الأسواق المالية قلب النظام المالي والاقتصادي والمحرك الأساسي للنشاط الاقتصادي والمهيمن والموجه له، فرأينا انه بمجرد تعرض الأسواق المالية الغير مستقرة لتقلب فإن النظام الاقتصادي ككل يتعرض لهزات متتالية ففي كثير من الأحيان كان للأسواق المالية دور في نشوب كثير من الأزمات المالية أو مساهم هام في توفير العوامل المناسبة لظهورها وتسريع وتيرة انتشارها.

إن أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية لم تأتي من فراغ، حيث كانت الحقبة الحديثة من سلسلة الأزمات المالية وخاصة تلك التي بدأت بالظهور منذ مطلع الثمانينات، أي منذ بداية تضخم دور الأسواق المالية في النظام المالي العالمي[2].

الفرع الثاني: بداية الأزمة

ظهرت الأزمة المالية العالمية 2008م –كما هو معروف– في الولايات المتحدة الأمريكية وبالضبط في القطاع العقاري؛ بظهور الفقاعة العقارية أو الأزمة التي ظهرت في القطاع العقاري في شهر سبتمبر 2007م بسبب توقف مئات الآلاف من العائلات الأمريكية عن دفع أقساط قروض الرهن العقاري التي اقترضوها سابقا من البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية لشراء المنازل، فبعجزهم عن تحمل أعباء القسط وفوائده المتزايدة لحق بالمؤسسات المالية الأمريكية المتخصصة

1– أحمد مهدي بلوافي، أزمة عقار ..أم أزمة نظام؟، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2009، ص 253.

2– إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، قراءة في الأزمة المالية المعاصرة، دار جرير، الأردن، 2009، ص 36.

في الإقراض العقاري خسائر كبيرة[1]. ففي الولايات المتحدة الأمريكية كل فرد يحلم بامتلاك عقار يسكنه وفي سبيل تحقيق ذلك يكون الملجأ الوحيد هو شراء المسكن بالتقسيط، حيث تكون الإجراءات المتبعة في هذا الخصوص كالتالي :

1 ــ الحصول على القرض بفائدة.

2 ــ شراء المنزل بهذا القرض.

لكن شروط منح القرض تكون كالآتي:

1 ــ تغير أسعار الفائدة من حين لأخر وغالبا بصفة فجائية مع تحميل ذلك على المستفيد من القرض.

2 ــ تضاعف أسعار الفائدة إذا تأخر المقترض عن سداد أي قسط.

3 ــ المدفوعات الشهرية التي يدفعها المقترض خلال السنوات الثلاث الأولى من منح القرض تذهب لسداد فوائد القرض؛ وبتعبير آخر أن ما كان يدفعه المقترض من أقساط خلال هذه السنوات لا تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار.

ولكن إذا افترضنا ارتفاع أسعار العقارات –وهو ما يحصل دائما– بسبب ارتفاع معدل المواليد وزيادة الدخل القومي، فإن المقترض يكون أمام الخيارات التالية:

1 ــ بيع العقار لتحقيق أرباح.

2 ــ رهن جزء من العقار الذي ارتفعت أسعاره للحصول على قرض من بنك آخر، مما يعني التزامه بسداد قسط إضافي للبنك الثاني.

فإذا قام البنك المركزي برفع سعر الفائدة فإن البنك المقرض يرفع تلقائيا قيمة القسط المترتب على المقترض وذلك بحسب شرط العقد؛ فلو افترضنا أن أساس القسط المحدد هو 800 دولار

1– مسعود مجيطنة، الأزمة المالية العالمية الراهنة: انعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية جامعة المنصورة، مصر، افريل 2009، ص 01.

شهريا وبعد الزيادات المفاجئة في سعر الفائدة أصبح 1000 دولار، فإن المقترض من المحتمل جدا أن يتأخر عن دفع القسط الشهري وقد يتوقف عن السداد مما يترتب عليه زيادة فوائد التأخير متسببا في إفلاس المقترض[1]. ويضاف إلى ذلك غياب الشفافية الذي يكتنف عمل القطاع البنكي في الولايات المتحدة الأمريكية الناتج عن ضعف الرقابة الحكومية على عمليات منح القروض العقارية نتيجة سياسة الحرية الاقتصادية التي تبنتها حكومة جورج بوش التي عارضت أي تدخل حكومي في عمل المؤسسات المالية بصفة خاصة والمؤسسات الاقتصادية بصفة عامة.

وكنتيجة لما ذكر سابقا عرف نشاط القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ازدهارا كبيرا في الفترة الممتدة من سنة 2001م إلى 2006م؛ حيث قامت خلالها البنوك بمنح قروض رهن عقاري عالية المخاطرة لعائلات أمريكية بدون الحصول على ضمانات كافية سعيا وراء تحقيق أرباح كبيرة وضنا منها انه في حالة عجز المقترض عن السداد فإنها ستقوم بالحجز على المسكن وإعادة بيعه لشخص آخر بكل سهولة، حيث كانت تعتقد أن باستطاعتها استرجاع المنزل وإعادة بيعه بثمن أعلى إذا عجز المقترض من دفع القسط. فمثلا في عام 2006م كانت حوالي 40% من القروض العقارية الممنوحة هي ذات درجة مخاطرة عالية[2] حيث بلغت جملة القروض العقارية الممنوحة في 2006م حوالي 700 مليار دولار؛ حيث توسعت البنوك في إقراض شركات العقارات والمقاولات بطريقة مبالغ فيها وغير عقلانية[3].

أدى على ذلك انخفاض أسعار الفائدة إلى تحفيز البنوك على التوسع في الإقراض بشكل كبير حيث انخفض سعر الفائدة على القروض إلى أقل من 1% في سنة 2001م، ثم أخذت أسعار الفائدة بالارتفاع تدريجيا لترتفع معها أسهم الشركات العقارية المدرجة في بورصة نيويورك (NYSE) وفي أسواق مالية أخرى بشكل مستمر، وأثر ارتفاع أسهم شركات العقارات على أسهم القطاعات الاقتصادية الأخرى بالانخفاض مثل شركات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة بسبب المضاربة الكبيرة في الأسواق المالية على اسهم الشركات والمؤسسات التي لها علاقة مباشرة بالقطاع

1- سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 30.

2- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 07.

3- جمعة محمود عباد، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وآثارها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان 2009، ص 09.

العقاري، مما دفع الأمريكيين سواء كانوا أفرادا أو شركات إلى الإقبال الكبير على شراء العقارات والمساكن بهدف تحقيق أرباحا كبيرة على المدى الطويل. إذن فباجتماع هذه الظروف قامت البنوك بالتوسع والتساهل في منح القروض العقارية حتى وصل الأمر إلى إقراض العائلات ذات الدخل المنخفض غير القادرة على دفع وسداد الأقساط (قروض رديئة) وذلك بغض النظر عن قدرتهم على السداد[1] فتراجعت معايير الجودة الائتمانية والشروط المعتادة التي تدخل في الحسبان عند منح الائتمان مثل الهوامش الائتمانية بين قيمة العقار وقيمة القرض وثبات دخل العميل وملائمته لقيمة القسط الشهري، وقد قامت البنوك بالتعاقد مع شركات التأمين لتغطية مخاطر عدم السداد كبديل للهوامش الائتمانية وبالتالي نقل مخاطر توقف عملائها عن السداد إلى شركات التأمين[2].

ابتداء من سنة 2004م، قام البنك المركزي الأمريكي برفع سعر الفائدة تدريجيا وباستمرار من 1% سنة 2004م إلى 5,25% من سنة 2006م نظرا لتطورات مؤشرات الاقتصاد الكلي كمعدل النمو والتضخم، وبدورها قامت البنوك بتحميل المقترضين هذه الزيادات في سعر الفائدة – حسب شروط العقد– وبالتالي زيادة قيمة الأقساط الواجبة الدفع التي أصبحت تستهلك جزءا معتبرا ومتزايدا من رواتبهم الشهرية المتواضعة، فأصبحت العائلات الأمريكية في وضع صعب إما أن تدفع الأقساط الواجبة أو أن تطعم أفرادها، وكان الوضع الثاني هو المنطقي، والنتيجة هي ارتفاع في عدد المقترضين غير القادرين على الدفع إلى 15% حتى شهر أوت 2007م، حيث قدرت قيمة القروض العقارية لاحقا في عام 2008م بـــ 12 تريليون دولار.

إن عجز المقترضين عن سداد أقساط القرض دفع البنوك إلى مصادرة منازلهم وعرضها للبيع حيث بلغ عدد المنازل التي تعرضت لطلبات المصادرة 3,1 مليون منزل وهذا في سنة 2007م[3] وبذلك فقد ظهرت مع بداية سنة 2007م أزمة تميزت مظاهرها بارتفاع عدد حالات

1– الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية : التباطئ الاقتصادي العالمي وآثارها على الاقتصادات الأورو مغاربية، جامعة بجاية، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 07.

2– بسام الحجازي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على المؤسسات المصرفية في العالم، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، مارس 2009 ص 03.

3– جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، صندوق النقد العربي 2010، ص 2.

التوقف عن السداد وحالات حجز البنوك على العقارات وكثرة القضايا في المحاكم التي كان أطرافها هم المقترضين والبنوك. ونتج عن هذا اضطرار العائلات الأمريكية إلى إخلاء منازلها وبيعها مما أدى إلى هبوط في قيمتها، وفاق عرض المنازل الطلب عليها وزاد الأمر سوء بازدياد عدد المنازل المعروضة للبيع. وكتبعات هذه الأزمة سجل انخفاض حاد في الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي نتيجة الضعف الذي أصاب قدرة البنوك على تمويل المؤسسات الاستثمارية والأفراد بسبب الأموال الكبيرة التي استثمرتها في القطاع العقاري؛ حيث أعلنت كثير من البنوك عن شح السيولة لديها الأمر الذي يهدد الاقتصاد الأمريكي ككل بالكساد وتهدد النظام المالي العالمي ككل، ولاحقا ارتفع عدد البنوك والمؤسسات المالية المنهارة والتي تعاني من شح حاد في السيولة، وانتشرت الأزمة إلى أوروبا وآسيا بسبب ارتباط العديد من المؤسسات المالية فيها بالسوق المالي الأمريكي وبما يحدث فيه؛ ذلك أن كثير من البنوك والشركات في القارتين استثمرت أموال كبيرة في القطاع العقاري الأمريكي الذي كان مصدر جذب للمستثمرين نظرا لجاذبية والعائد الكبير الذي كان تحققه الديون المورقة وعقود المشتقات والأسهم التي لها علاقة بالقطاع لتتفاقم الأزمة حيث أصبحت[1]. ويمكن توضيح سلوك المؤسسات المالية والاقتصادية في المراحل التالية :

1 ــ يبيع البنك القرض كسندات (التوريق) لمستثمرين يصل أحيانا إلى 30 ضعفا، وذلك بهدف مضاعفة إيراداته مستفيدا من فوائد القرض التي يسددها المقترض (أقساط).

2 ــ يستفيد المستثمرين من فوائد السندات التي اشتروها.

3 ــ يقوم المستثمرون برهنها، حتى أنهم يقومون بالتأمين عليها لدى شركات التأمين بهدف إعطائها ومنحها مزيدا من الطمأنينة.

4 ــ يقوم المستثمرون برهن سنداتهم للحصول على قروض جديدة وسيولة جديدة، وبذلك فخطر انهيار أسعارها بسبب توقف المقترضين الأصليين عن السداد يتوزع وينتشر إلى اكبر عدد من القطاعات والمستثمرين.

1- جمعة محمود عباد، مرجع سابق، ص 10.

5 ــ إن الارتفاع في حالات عجز المقترضين عن دفع أقساط القرض يؤدي إلى زيادة في عرض المساكن للبيع مقارنة بطلبات الشراء، الأمر الذي يؤدي بالسندات إلى انخفاض كبير في أسعارها وتلاشي قيمتها.

أما بخصوص الاقتصاد الكلي فإنه يسلك السلوك التالي :

1 ــ إفلاس البنوك الاستثمارية والعقارية وشركات الاستثمار.

2 ــ تنتقل الأزمة إلى شركات التأمين نتيجة قيامها بالتأمين على تلك السندات مما قد يضاعف في احتمال تعرض شركات التأمين إلى الإفلاس.

3 ــ تقوم باقي البنوك بخفض حجم الإقراض أو حتى الامتناع عن منح القروض بسبب شح السيولة ووضع شروط قاسية على الشركات الصناعية المحتاجة للسيولة، الأمر الذي يعرقل النشاط اليومي لهذه الشركات وقد يؤدي إلى توقفها نهائيا عن النشاط وإغلاقها وتسريح عمالها.

4 ــ تبدأ بوادر حالة الكساد بالظهور مما يحتم على الحكومات التدخل لإنقاذ البنوك والشركات بضخ أموال كبيرة في البنوك لتوفير السيولة وشراء ديونها، ولكن الاقتصاد يكون قد بدأ في الدخول في مرحلة الكساد بسبب ضغط الديون المشكوك في تحصيلها (الرديئة).

5 ــ وأخيرا يكون الاقتصاد الكلي أمام حالة احتمال حدوث انهيار اقتصادي[1].

المطلب الثاني: أحداث سنة 2007م

الفرع الأول: السداسي الأول

توقفت مئات الآلاف من العائلات الأمريكية عن تسديد أقساط قروض الرهن العقاري التي اقترضوها ابتداء من بداية سنة 2007م حيث ارتفع وتيرتها من يوم لآخر، وتسبب ذلك في خسائر كبيرة لبعض المؤسسات المالية المتخصصة في القطاع العقاري، حيث أعلن بنك HSBC في 07 فبراير 2007م عن تحقيق خسائر بسبب قروض الرهن العقاري، وفي جوان 2007م حقق بنك Bear streams خسائر بسبب قروض الرهن العقاري مما اجبره على التخلص من الأصول

1- سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 31.

المرتبطة بقروض الرهن العقاري بأسعار منخفضة، وقد أحدث هذا اضطرابات في سوق المال الأمريكي ووول ستريت؛ حيث سجل أسعار أسهم بنوك عديدة مثل بنك JP Morgan chase و Merrill lynch انخفاضات حادة[1].

الفرع الثاني: السداسي الثاني

ابتداء من النصف الثاني من سنة 2007م استمر تجاوب بنوك عديدة مع الانخفاضات الحادة في أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أعلن Bear Stearms عن إفلاس صندوقين للتحوط مختصين في المشتقات الائتمانية يملكهما، وفي 31 جويلية قام البنك المركزي الألماني kfW بتقديم المساعدة إلى بنك IKB بقيمة 8.1 مليار يورو لتوفير السيولة لديه ثم تلاه في 01 أوت إعلان وزير المالية الألماني عن خطة إنقاذ بقيمة 3.5 مليار يورو لتفادي إفلاس بنك IKBوفي 07 أوت أعلم بنك BNP Paribas المستثمرين عن عدم قدرته قبول الأموال خارج صناديقه بسبب عدم قدرته على تقييم أصولهم الناشئة عن التبخر الكلي للسيولة في السوق الناتج عن عدم اتضاح الرؤيا في ظل جو مالي يسوده الاضطراب والتقلب الحاد في الأسواق المالية، مما حتم على البنوك المركزية التدخل لتوفير السيولة عن طريق خطط مالية وحزم مساعدات تستهدف البنوك التي تعاني من شح السيولة بهدف إنقاذها من شبح الإفلاس.

في 09 أوت اقترح Eurosystem توفير السيولة للبنوك بكميات محدودة يوم بيوم، وفي 17 أوت مدد الاحتياطي الفدرالي الأميركي الحد الأقصى لاستحقاق القرض من 1يوم إلى 30 يوما، كما قام البنك المركزي الأوروبي من 23 أوت إلى 12 سبتمبر بإطلاق عملية إضافية لإعادة التمويل بالأورو لثلاث أشهر والتي جددت لاحقا خلال سنوات 2007، 2008 و2009م. وفي 14 سبتمبر أدى تخوف المودعين في إنجلترا من إفلاس البنوك إلى سحب ودائعهم المقدرة بـــ 01 مليار جنيه إسترليني من بنك Nothern rock مما اجبر بنك إنجلترا على التدخل وإقراض البنك كمحاولة للابتعاد به عن الوقوع في الإفلاس. وفي 18 سبتمبر خفض الاحتياطي الفدرالي الأمريكي Fed مجددا سعر الفائدة ليصبح 4,75%.

1- بطرس لبكي، الأزمة الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على لبنان وكيفية معالجة تلك الانعكاسات، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 47، خريف 2010، ص 136,

وفي شهر أكتوبر، أعلنت عدة بنوك في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا عن انخفاضات في أسعار أسهمها في الأسواق المالية تحت وطأة أزمة الرهن العقاري، بحيث أعلن بنك UBS السويسري في 01 أكتوبر عن انخفاض قيمة أصوله بـــ 2.4 مليار دولار ثم تبعه بنك Merill lynch الذي أعلن في 24 من نفس الشهر عن انخفاض قيمة أصوله ب 8.4 مليار دولار. وفي 31 أكتوبر خفض مجددا الفدرالي الأمريكي سعر الفائدة إلى 0.25%. في 06 ديسمبر أعلن الرئيس الأمريكي "جورج بوش" عن الخطوط العريضة لخطته الرامية إلى مساعدة أكثر من مليون مالك منزل الذين يواجهون خطر مصادرة ممتلكاتهم بضمان قروضهم لدى البنوك لانتشال كلا من المقترضين والبنوك من خطر الإفلاس وبعث إشارة للأسواق المالية المضطربة بهدف إعادة الثقة للبنوك بما قد يساعد على تفادي انخفاض حاد آخر لأسعار أسهم المؤسسات المالية[1].

المطلب الثالث: أحداث سنتي 2008 و2009م

الفرع الأول: أحداث سنة 2008م

أ- السداسي الأول

شهد شهر جانفي من سنة 2008م أحداث كثيرة ومهمة؛ حيث أعلنت في 15 جانفي اكبر مجموعة بنكية عالمية وهي Citi group عن تحقيقها خسائر قياسية قدرت ب 9.83 مليار دولار خلال الربع الأخير من سنة 2007م وانخفاض في قيمة أصوله بـــ 18.1 مليار دولار نتيجة انخفاض أسعار أسهمها في بورصة نيويورك. في 22 جانفي خفض الاحتياطي الفدرالي الأمريكي Fed سعر الفائدة الى 0,75%، وفي 24 جانفي تعرض بنك societe generale إلى اكبر عملية احتيال تعرض لها بقيمة 4.9 مليار يورو مما أدى إلى انخفاض كبير في مؤشرات البورصات العالمية لم تعرفه منذ أحداث 11 سبتمبر 2001م؛ حيث هبط مؤشر بورصة فرانكفورت بـــ 7,2% ،6,6% لبورصة ساو باولو، 6,3% لباريس، 5,5% للندن، 5,4% لمكسيكو، 5,7%

1 - Patrick Artus & Jean-Paul Betbèze & Christian de Boissieu & Gunther Capelle-Blancard , La crise des subprimes, La Documentation française, Paris, 2008, p64.

لشنغهاي و3,9% لطوكيو. كما قام الفدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة في 30 جانفي إلى 3%، وهو ما اعتبره الخبراء بأنه إجراء استثنائي[1].

في 10 فيفري، اجتمع قادة أكبر سبعة دول الأكثر تصنيعا في العالم مصرحين بأن العالم خسر ما قيمته 400 مليار دولار بسبب انهيار سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية. في 07 مارس أعلن الفدرالي الأمريكي عن تأسيس صندوق بقيمة 200 مليار دولار يكون تحت تصرف البنوك والمؤسسات الأخرى، وذلك بهدف توفير السيولة اللازمة لتمويل الاقتصاد الأمريكي[2]. في 15 فيفري أعلن البنك السويسري UBS عن تحقيقه خسائر ب 7.8 مليار يورو في الربع الأخير من سنة 2007م. في 17 فيفري، أدى انتشار أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية إلى المملكة المتحدة إلى قيام هذه الأخيرة بتأميم بنك Nothern rock، وبذلك يكون هذا البنك هو أول البنوك التي تأممها الحكومة البريطانية منذ سنوات عديدة.

في 11 مارس، أعلن الفدرالي الأمريكي عن تسهيل جديد اطلق عليه term securities lending facility، حيث يسمح للبنوك الاستثمارية باستبدال ديونها الرديئة بسندات حكومية مضمونة وقد اعتبرت خطوة مهمة في اتجاه تحسين أصول البنوك ومساعدتها على مواجهة أزمة السيولة والابتعاد بها عن خطر الإفلاس، الأمر الذي قد يساهم في إعادة الثقة إلى النظام المالي وتهدئة الأسواق المالية المضطربة بشرط تجاوب الأسواق المالية مع هذه الخطوة إيجابيا. في 18 مارس، خفض الفدرالي الأمريكي سعر الفائدة إلى 2%.

في 24 مارس، أعلن عن صفقة شراء بنك الأعمال الأمريكي Bear streans من طرف العملاق المصرفي الأمريكي GB Morgane chase، بسبب معاناة الأول من صعوبات مالية وأزمة سيولة، وقد تمت العملية بدعم مالي من الخزينة الفدرالية الأمريكية وبسعر متدني وصل إلى 30 مليار دولار بسبب نقص السيولة الموجودة في السوق المالي[3]. كما شهد شهر مارس أيضا تكثيف جهود البنوك المركزية لمعالجة وإصلاح سوق الائتمان، بسبب الركود الذي أصاب سوق العقارات في إنجلترا والخوف من أن يؤدي ذلك إلى إفلاس المؤسسات والشركات الصغيرة، مما

1 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 5.

2– إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص42.

3 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 5.

دفع بالحكومة الإنجليزية إلى إطلاق صفارة الإنذار والتحذير من خطورة الأزمة المالية العالمية 2008م على المستوى الدولي وحث المؤسسات المالية في أمريكا وأوروبا على ضرورة التدخل واتخاذ الإجراءات اللازمة وبسرعة لتفادي إفلاس شركات أخرى، كما خفض البنك الإنجليزي سعر الفائدة إلى 5%[1].

في 01 أفريل أعلن البنك السويسري UBS مجددا عن انخفاض في قيمة أصوله إلى 24 مليار يورو،[2] بسبب استمرار الانخفاض في أسعار أسهمه في الأسواق المالية. في 08 أفريل، حذر صندوق النقد الدولي –المعني بمراقبة الاقتصاد العالمي– بأنه من المحتمل جدا أن تفوق خسائر الاقتصاد العالمي 01 تريليون دولار بسبب أزمة الرهن العقاري، كما اكد كذلك أن أزمة الرهن العقاري قد انتشرت من القطاع العقاري إلى باقي القطاعات والأنشطة الأخرى كالقطاع التجاري وقروض الاستهلاك وديون الشركات. في 15 أفريل تدنى مستوى الثقة في سوق العقار البريطاني إلى أدنى مستوى منذ 30 عام[3]، كما شهد 31 أفريل كذلك خفض الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لسعر الفائدة وذلك بشكل تدريجي إلى2%[4].

في شهر ماي، اكد وزير المالية البريطاني مخاوفه من أن تتحول أزمة الرهن العقاري 2007م إلى أزمه مالية عالمية، حيث كانت كل المؤشرات تتوقع ذلك؛ حيث توقع أن تغلق حوالي ثلث شركات التسويق العقاري في بريطانيا والبالغ عددها 12000 شركة خلال سنة 2008م. في 25 جوان أعلن بنك BARCLAYS عن خطته لجمع 4,5 مليار دولار للمساهمة في دعم ميزانيته العامة، ومن جانب آخر أعلنت السلطات الاستثمارية القطرية عن نيتها استثمار 1,7 مليار جنيه إسترليني في البنك.

ب– السداسي الثاني

في 11 جويلية، قام الجهاز المنظم للفدرالي الأمريكي AFR بالحجز على بنك Indy mac المختص في القروض العقارية بعد تعرض الأخير لضغوط مالية كبيرة نتجت عن انهيار أسعار

1– إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص42.

2 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

3– إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص42.

4 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

المنازل وارتفاع في عدد الرهونات المحجوزة، كما سجل البترول بلوغ رقم قياسي بوصول سعر البرميل 147,5 دولار. في 14 جويلية، أعلن البنك الإسباني SANTANDER أن بنك ALLIANCE and LIECESTER البريطاني أصبح جزءا منه بصفقة استحواذ بقيمة 1,33 مليار جنيه إسترليني أي ما يعادل 1,66 مليار يورو فقط وعن رفع رأسماله بقيمة مليار جنيه إسترليني. كما أعلن في ذات اليوم أن السلطات المالية الأمريكية والخزينة الأمريكية عن تدخلهما لمساعدة بنكي Fannie Mae وFreddie mac؛ وهما مؤسستان عملاقتان متخصصتين في تمويل القروض العقارية واللتين تساهمان بضمان حوالي 5000 مليار دولار من الأصول المالية لبنوك متخصصة في التمويل العقاري، حيث اضطرت السلطات النقدية لإنقاذهما نظرا للدور المهم لهما في النظام المالي الأمريكي ولمساهمة دول أجنبية عديدة فيهما وللمخاطر الكبيرة لإفلاسهما على النظام المالي الأمريكي، فمن المحتمل جدا أن يؤدي إلى إفلاس عديد من البنوك وانهيار الأسواق المالية الأمريكية والدولية، حيث تراجع أسعار أسهمهما في البورصة بنسبة 45% وذلك ما بين 07 و12 جويلية 2008م[1].

في أول أيام شهر سبتمبر، أظهرت الأرقام الرسمية لبنك إنجلترا عن تراجع في القروض العقارية، حيث خفضت البنوك من حجم قروضها العقارية بسبب انهيار السوق العقاري وانخفاض جاذبيته الاستثمارية، كما تراجع كذلك سعر صرف الجنيه الإسترليني أمام اليورو بـــ 81,21 بنس[2]. شهد شهر سبتمبر كذلك إفلاس بنوك عديدة وعمليات استحواذ في قطاع البنوك والمؤسسات المالية كإعلان إفلاس مؤسستي Fannie Mae و Freddie mac؛ حيث قام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بالاستحواذ عليهما بتأميمهما وكفالة ديونهما المقدرة بـــ 5,4 تريليون دولار، حيث قدر رأسمالهما ب 200 مليار دولار وذلك في 07 سبتمبر[3]. في يوم 15 سبتمبر، أعلن بنك LEHMAN BROTHERS عن إفلاسه وتم وضعه تحت طائلة قانون الإفلاس بسبب امتناع الحكومة الأمريكية عن مساعدة البنوك الأخرى الراغبة في شرائه، حيث بلغت خسائره 64 مليار

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 42.

2- التقرير السنوي للجمعية المهنية التونسية للبنوك والمؤسسات المالية، 2009، ص 8.

3 - Crise financière: origines et dynamiques, banque de France, documents et débats N3, janvier 2010, p 5.

دولار كانت كلها استثمارات رهنية عقارية[1]، ويعتبر هذا البنك من المؤسسات المالية التي نجت من أزمة الكساد العظيم لسنة 1929م، وهذا ما يؤكد تنبؤات "آلان غريسيان" –رئيس الاحتياطي الفدرالي السابق– بأن مؤسسات مالية كبرى ستلحق ببنك ليمان بروذرز[2]؛ وقد تأسس هذا البنك عام 1850م ويعتبر رابع أكبر بنك استثمار في أمريكا، وقد اشترى البنك الاستثماري البريطاني BARCLAYS نشاطاته الأمريكية بينما اشترى البنك الياباني NOMORA HOLDING نشاطاته في أوروبا وآسيا والشرق الأوسط ولقد استطاع هذا البنك الاستمرار في النشاط خلال أزمات المالية عديدة سابقة، لكن انخفاض قيمة أسهمه بـــ 9% منذ بداية عام 2008م أدى إلى كثرة الضغوط عليه مما أدى به إلى إعلان إفلاسه وتسبب ذلك في انخفاض حاد في مؤشرات بورصة نيويورك وتراجع مؤشرات بورصات العالم بشدة[3]. كما استحوذ في نفس اليوم أحد أبرز البنوك الأمريكية وهو Bank of America على بنك آخر للأعمال وهو MIRILL LYNCH[4] بعد تقييم أسهم البنكين؛ حيث كانت النسبة بين قيمة سهم بنك الاستحواذ إلى قيمة البنك المستحوذ عليه 0.86/1، نتيجة خسائر بنك ميريل لانش ل 14.1 مليار دولار خلال الربع الأخير من سنة 2007م من استثماراته في قروض الرهن العقاري العالية المخاطر بالإضافة إلى مصاريف أخرى دفعها لمستثمرين نظير بيع جزء من أصوله للحصول على الرأسمال والسيولة اللذان يحتاجهما. كما اتفقت عشرة مصارف مركزية أوروبية على إنشاء صندوق بقيمة 70 مليار دولار لمواجهة نقص السيولة ولدفع حركة القروض والاستدانة ما بين البنوك إلا أن البورصات العالمية لم تتجاوب مع المبادرة الأوروبية وواصلت تراجعها، بسبب انتشار حالة التشاؤم لدى المتعاملين في البورصات وانخفاض ثقتهم في النظام المالي، كما سجلت البنوك استمرار في التراجع عن منح القروض فيما بينها، حيث أصبح كل بنك يسعى لإيجاد السبل للحفاظ على السيولة لديه[5].

في يوم 16 سبتمبر، اضطرت الحكومة الأمريكية لتقديم مساعدة مالية لأكبر مجموعة تأمين في العالم AIG، حيث قدرت القيمة ب 85 مليار دولار مقابل امتلاك 97,9% من رأسمالها

---

1 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

2– إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 43.

3– سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 67.

4 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

5– سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 67.

كمحاولة لإنقاذها من خطر الإفلاس[1]، حيث اعتبرت المؤسسة كمؤسسة نظامية مهمة جدا نظرا للانعكاسات السلبية لإفلاسها على النظام المالي الأمريكي بإفلاسها كثير من المؤسسات المالية والبنوك الأمريكية المكونة للنظام المالي الأمريكي ككل وكذلك لأهميتها الكبيرة في أسواق المال الأمريكية، بل وقد يمتد أثرها إلى الدول الأخرى في مختلف القارات، نظرا لنشاطاتها المنتشرة في كثير من دول العالم[2]؛ وقد فقدت GIA 90% من قيمة أسهمها منذ بداية الأزمة المالية العالمية 2008م[3].

في 17 سبتمبر، واصلت البورصات العالمية تراجعها وكذلك عمليات الإقراض داخل النظام المالي غير متجاوبة بذلك مع المبادرات الحكومية، بسبب حالة التشاؤم في أوساط المستثمرين وفقدانهم الثقة في النظام المالي مما أدى بالحكومات إلى محاولة تقديم مزيد من السيولة للمؤسسات المالية كالسيولة اليومية التي عرضتها بنوك مركزية عديدة كبنك إنجلترا، الفدرالي الأمريكي، البنك المركزي الأوروبي، بنك اليابان، البنك الوطني السويسري وبنك كندا. وفي 18 سبتمبر قام بنك LIOYDS TSB بالاستحواذ على منافسه HBOS المهدد بالإفلاس؛ وهو أكبر رابع بنك في بريطانيا. في اليوم الموالي، دعى الرئيس الأمريكي "جورج بوش" الدول إلى التحرك والتدخل فورا؛ وذلك بإعداد خطة لإنقاذ المصارف بهدف وقف انتشار الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أعلنت الحكومة الأمريكية عن خطة بقيمة 700 مليار دولار لفائدة البنوك بهدف تخليصها من قيود الأصول الغير القابلة للبيع وتمكينها من استعادة نشاطاتها الإقراضية وتشجيع الاقتراض ما بين البنوك، الأمر الذي ينعكس على الأسواق المالية بإعادة الاستقرار إليها وطمأنت المتعاملين فيها بان الحكومة الأمريكية لن تتخلى عن بنوكها ومؤسساتها المالية التي تعاني من شح السيولة، ولكن يبقى هذا المبلغ لا يغطي سوى 06% من قيمة الديون المتعثرة، أي أنها خطوة غير كافية لمعالجة الأزمة مما أدى إلى تراجع أسعار الأسهم في البورصة، كما أن محاولة البنك

1 –La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

2– إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 44.

3– سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 68.

الفدرالي تخفيض سعر الفائدة لتشجيع البنوك على الاقتراض فيما بينها وإنعاش البورصة هي أيضا غير كافية[1].

في 21 سبتمبر، أعلن بنكا الأعمال المستقلان GOLDMAN SACKS و MORGAN STENLEY أنهما تحولا إلى مجموعتين مصرفيتين قابضتين وذلك تحت ضغط أزمة الرهون العقارية وبموجب هذه العملية يتلقى بنك غولدمان ساكس 5 مليار دولار من الملياردير "وارن بوفيه"، كما يستطيع بنك مورغان ستانلي أن يسمح للبنك الياباني MUTSUBISHI UBS بتملك جزء من رأسماله في محاولة للجوء إلى مصادر غير حكومية للحصول على السيولة والابتعاد عن خطر الإفلاس[2].

في 25 سبتمبر، أعلنت المجموعة الأمريكية WASHINGTON MUTUAL التي تعتبر من أكبر البنوك العقارية عن إفلاسها وقيام بنك JP MORGAN بشراء منافسه[3] بـــ 1,9 مليار دولار[4]، حيث بلغت قيمة أصول بنك مورغان 2,04 تريليون دولار متفوقا على "بنك أوف أمريكا" ويأتي خلف بنك CITY GROUP مباشرة. كما شهد نفس اليوم دعوة الرئيس الفرنسي إلى صياغة نظام مالي جديد[5] .

في 26 سبتمبر، انهارت أسهم المجموعة المصرفية البلجيكية الهولندية FORTES، بسبب شكوك سادت حول قدرة المجموعة على الوفاء بالتزاماتها واضطرت الحكومات في بلجيكا ولوكسمبورغ وهولندا إلى التدخل بضخ 14,5 مليار يورو لتمويل وإنقاذها في مقابل الاستحواذ على حصص في رأسمالها. كما عرف هذا اليوم تدخل عدة دول لإنقاذ بعض البنوك، حيث تدخلت حكومة أيسلندا بشراء 75% من رأسمال بنك GLITNIR ثالث أكبر بنك فيها بقيمة 600 مليون يورو، أما ألمانيا فتدخلت الحكومة لإنقاذ البنك العقاري HYPO REAL ESTA من الإفلاس بتقديم 35 مليار يورو. أما يوم 29 سبتمبر، فقد عرفت فيه قيمة خطة الإنقاذ الأمريكي إجماع واتفاق من الحكومة الأمريكية كما عرف هذا اليوم تأميم سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ لبنك فورتس،

1 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

2– إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 45.

3 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

4– سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 66.

5– La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

كما قررت الحكومة البريطانية تأميم بنك BRADFORD AND BINGLEY BUILDING وتصفيته، وهو المؤسسة المالية الرابعة التي تفقد استقلاليتها منذ بداية أزمة الرهن العقاري.

أدى إعلان الكونغرس الأمريكي رفضه خطة الإنقاذ في 26 سبتمبر إلى انخفاض حاد جدا في مؤشرات بورصة نيويورك، وذلك بعد ساعات قليلة من إعلان التراجع الكبير للبورصات الأوروبية بينما أدى ارتفاع أسعار الفائدة للقروض بين البنوك إلى تردد البنوك في منح الائتمان. كما أعلنت في نفس اليوم مجموعة CITI GROUP –العملاق المصرفي الأمريكي– عن سعيها لجمع حوالي 14 مليار دولار من مصادر خارجية وعدم الاعتماد على الإعانات الحكومية فقط؛ وذلك من مستثمرين صينيين وسعوديين لرفع رأسمالها، وذكرت أن "الأمير الوليد بن طلال" الذي يعتبر أحد المساهمين فيها سيقوم بضخ أموال جديدة فيها كمساعدة لها لتجاوز أزمة القروض العقارية، حيث بلغت خسائر مجموعة سيتي غروب 5,11 مليار دولار في الربع الأول من سنة 2008م، كما تراجعت إيراداتها بـــ 48% لتبلغ 13,22 مليار دولار كما خسر سهمها 1,02 دولار. كما أعلن ذات البنك عن استعداده لشراء البنك المنافس WACHOVIA بشرط الحصول على مساعدة من السلطات الأمريكية، علما أن هذا البنك قد حقق خسائر بـــ 23,9 مليار دولار خلال الربع الثالث من سنة 2008م.

في 01 أكتوبر، قام مجلس الشيوخ الأمريكي بالتصويت والموافقة على خطة الإنقاذ التي تقدمت بها الحكومة بعد إدخال تعديلات عليها. توقع كثير من الاقتصاديين أن الركود العالمي واقع لا محال جراء الأزمة المالية التي نشأت في الولايات المتحدة وانتشرت إلى أوروبا والعالم، كما لاقت الخطة الأمريكية التي وافق عليها الكونغرس ووقع عليها الرئيس انتقادات عديدة من جهات كثيرة؛ حي اعتبرت بمثابة إجراء استعجالي لا يبعد الاقتصاد الأمريكي والعالمي عن خطر الانكماش.

في 02 أكتوبر، أعلن الرئيس الفرنسي أثناء انعقاد قمة لأكبر الدول الأوروبية أن خطة الإنقاذ الأوروبية ستكلف 300 مليار يورو[1]. في 09 أكتوبر، أعلنت شركة التأمين اليابانية

1 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

YAMATO عن إفلاسها، بحيث اضطرت الحكومة اليابانية على التدخل بمضاعفة حجم السيولة عن تلك التي كانت معتادة على ضخها يوميا، حيث بلغت قيمتها 26 مليار دولار[1].

في 07 أكتوبر، أعلن بنك الادخار القومي وصندوق الاحتياط الفرنسي عن تحقيقه خسائر بـــ 600 مليون يورو. في 10 أكتوبر، أعلنت الدول السبع الأكثر تصنيعا عن خطة إنقاذ تستهدف المؤسسات المالية بضمان وتوفير السيولة فيها كخطوة لإعادة الثقة إليها، وإعادة الاستقرار إلى الأسواق المالية بهدف طمأنت المتعاملين فيها. في 12 أكتوبر، اعلن الرئيس الفرنسي عن خطة تستهدف ثلاث محاور: حماية المدخرين، ضمان تمويل الاقتصاد وتفادي إفلاس المؤسسات المالية الكبيرة.

في 16 أكتوبر، أعطى البنك المركزي الأوروبي موافقته على منح هنغاريا قرض ب 5 مليار يورو لمساعدتها على في تمويل عملياتها وخططها التي تستهدف دعم المؤسسات المالية فيها. في 19 أكتوبر، أعلنت السلطات الألمانية عن ضخ 10 مليار يورو في بنك ING، كما أعلنت حكومة كوريا الجنوبية عن تدخلها بتخصيص 130 مليار دولار لدعم مؤسساتها المالية كمحاولة منها لإعادة الاستقرار لأسواقها المالية.

في 20 أكتوبر، أعلنت الحكومة الأيسلندية عن تخصيص 205 مليار دولار لضمان القروض البنكية وقروض الرهن العقاري لدى مؤسساتها المالية، كمحاولة لطمأنت المدخرين وإعادة الثقة في مؤسساتها المالية. في 09 نوفمبر، أعلنت الصين عن خطة لسنتين قادمتين بـــ 586 مليار دولار كحزمة مالية لمساعدة اقتصادها على استعادة انتعاشه وذلك بالاستثمار في الهياكل القاعدية ومشاريع اجتماعية وتخفيض نسبة الضرائب[2]. في 23 أكتوبر، أعلن الرئيس الفرنسي في اجتماع مجموعة العشرين G 20 عن خطة مالية ب 26 مليار يورو لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية. في 28 أكتوبر، أعلن صندوق النقد الدولي عن قروض مسهلة قصيرة الأجل موجهة للدول السائرة في طريق النمو والتي تضررت كثيرا من الأزمة المالية العالمية 2008م، حيث انخفضت بصفة حادة فيها الاستثمارات الأجنبية والطلب على صادراتها. كما قامت بنوك مركزية عديدة بخفض سعر الفائدة مع نهاية شهر أكتوبر.

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 46.

2 - La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 6.

مع بداية شهر نوفمبر، قامت بنوك مركزية عدية بخفض سعر الفائدة، كما تم الإعلان عن شراء البنك الأمريكي FIFTH THIRD لجزء من أصول بنك FREEDOM بـــ 36 مليون دولار حيث قدرت أصول هذا الأخير بـــ 237 مليون دولار، ليصبح هذا البنك هو البنك 17 الذي ينهار في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب الأزمة المالية العالمية 2008م. كما قامت المؤسسة الاتحادية لتأمين الودائع وإدارة الرهون العقارية والمدخرات في ولاية تكساس بإغلاق بنك FRANKLIN ، حيث تم شراء ودائعه من بنك PROSPERITY بصفقة قيمتها 3,7 مليار دولار. في 9 نوفمبر أعلنت الحكومة الصينية عن خطة دعم بقيمة 4000 مليار يوان يستهدف المؤسسات المالية فيها (حوالي 470 مليار يورو). في 15 نوفمبر، تم عقد القمة الدولية لمجموعة العشرين G20 في واشنطن للنظر في وضع النظام المالي الدولي المتأزم، حيث اتفق قادة الدول على التعاون على إصلاح النظام المالي الدولي. تلاها في 20 نوفمبر إعلان الرئيس الفرنسي عن إنشاء صندوق استراتيجي للاستثمار موجه لدعم الشركات الخاصة واستقرار رأسمال المؤسسات الفرنسية. في 23 نوفمبر، تدخلت وزارة الخزانة والبنك الفدرالي ومؤسسة ضمان الودائع الفدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية لحماية بنك CITI GROUP الناتج عن خسائره المالية التي وصلت إلى 306 مليار دولار في مقابل حصول تلك الهيئات على أسهم تفضيلية في رأسماله يصل عائدها إلى 08% سنويا، ويعتبر هذا المبلغ المقدم كضمان لأصول البنك بالإضافة إلى رفع رأسماله ب20 مليار دولار، وأدت هذه الخطوة إلى ارتفاع سعر سهم المجموعة في معظم البورصات، كما أعلن البنك عن تسريح 20% من عماله للتخفيف من نفقاته. كما شهد يوم 20 نوفمبر إعلان الرئيس الأمريكي "أوباما" عن خطة للإنعاش الاقتصادي قاربت قيمتها التريليون دولار بعد 20 يوم من تنصيبه كرئيس، وجاءت كخطوة منه للوفاء بالتزاماته التي قطعها خلال حملته الانتخابية بانتشال الاقتصاد الأمريكي من أسوء أزمة مالية تضرب النظام المالي فيه وكمحاولة منه لطمأنت الأسواق المالية بان الحكومة الجديدة ستبذل جهودها لبعث الثقة في الأسواق المالية وإعادة الاستقرار إليها في اقرب وقت ممكن. في 25 نوفمبر، أطلق الفدرالي الأمريكي برنامج إقراض لصالح المستثمرين موجه لإنعاش القروض الاستهلاكية بواسطة التوريق أطلق عليه Term asset-backed securities loan facility بقيمة 200 مليار دولار، وإذا لزم الأمر يمكن فتح ميزانية ب 1000 مليار دولار[1].

1 - La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 7.

كما عرف شهر نوفمبر كذلك إغلاق بنك SECURITY PACIFIC وبيع أصوله المقدرة بـــ 450,2 مليون دولار إلى بنك PACIFIC WESTERN .

في شهر ديسمبر، أكمل البرلمان الألماني مناقشة لخطة تقدمت بها الحكومة الألمانية لدعم الاقتصاد قدرت قيمتها بـــ 31 مليار يورو. كما أعلن البنك الاحتياطي الهندي عن تخفيضات كبيرة في أسعار الفائدة وذلك على المدى القصير، كما قام بإرسال إشارات إلى البنوك لتخفيض معدلات الفائدة على القروض وذلك لحماية الاقتصاد من تبعات الأزمة المالية العالمية وتشجيع الاستثمارات على الاقتراض[1]. في 2 ديسمبر، اعلن رؤساء الدول الأوروبية عن خطة الإنعاش الأوروبية بقيمة 200 مليار يورو (تمثل 1.5% من الناتج المحلي الإجمالي)، ثم تلاه في 4 ديسمبر إعلان الرئيس الفرنسي عن خطة لإنعاش الاقتصاد الفرنسي بقيمة 26 مليار يورو. في 10 ديسمبر، وافق الكونغرس الأمريكي والبيت الأبيض على خطة لإنقاذ قطاع السيارات بمبلغ 13.4 مليار دولار، تلاه في 29 ديسمبر منح الخزينة الفدرالية الأميركية قرضا لشركة GMC للسيارات ب 5 مليار دولار. كما شهد شهر ديسمبر قيام عدة حكومات بخفض سعر الفائدة.

الفرع الثاني: أحداث سنة 2009م

أ- السداسي الأول

في 05 جانفي، شرع الفدرالي الاحتياطي الأمريكي في شراء قروض الرهن العقارية المضمونة من مؤسستي FREDDIE MAC و FANNIE MAE و GINNIE MAE وذلك في إطار البرنامج المعلن عنه في 25 نوفمبر الماضي. في 08 جانفي، أعلنت الحكومة الألمانية عن تأميم جزئي لبنكCommerzbank ، حيث تم رصد حوالي 10 مليار يورو لمساعدة البنك؛ منها 295 مليون يورو لشراء أسهمه و8.2 مليار يورو كسيولة للبنك، وبذلك تكون الحكومة اكبر مساهم في البنك، كما خفضت وكالة Moody's من تصنيفها الائتماني لبنك Bank of America بسبب الصعوبات المالية ونقص السيولة اللذان يواجههما البنك قد تتسبب في إفلاسه[2].

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 47.

2 - La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 7.

في 09 جانفي، استمر نزيف فقدان الوظائف في الولايات المتحدة الأمريكية لم تشهده منذ الحرب العالمية الثانية؛ حيث تم تسريح 2,6 مليون عامل منهم.[1] في 13 جانفي، أعلن عن خطة ألمانية ادعم الاقتصاد بقيمة 50 مليار يورو، وتشمل تخفيف الأعباء الضريبية، خفض المساهمات الاجتماعية وإعانة استثنائية ب 100 يورو لكل طفل بالإضافة إلى مساعدة قطاع تصنيع السيارات والمستثمرين.

في 14 جانفي، أعلن بنك Deutsche Bank عن تحقيقه خسائر ب 4.8 مليار يورو خلال الربع الأخير من سنة 2008م، كما أعلنت الحكومة البريطانية عن توفير ضمانات بقيمة 20 مليار جنيه إسترليني كقروض قصيرة الأجل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمكينها من الحصول على قروض من البنوك كما تم توفير ضمانات ب 01 مليار جنيه كقروض طويلة الأجل للمؤسسات الصغيرة. في 15 جانفي، قامت بنوك مركزية عديدة بتخفيض أسعار الفائدة لتشجيع الاستثمارات التي شهدت تباطؤ كبيرا.

في 16 جانفي، أعلنت CITI GROUP عن تحقيق خسائر ب 8,29 مليار دولار خلال الربع الرابع من سنة 2008م وعن نيتها بالانقسام إلى كيانين. في 19 جانفي أعلن بنك Royal Bank of Scotland عن تحقيقه خسائر بقيمة 28 مليار جنيه، حيث وصلت مساهمة السلطات العمومية في هذا البنك 70% .

في 20 جانفي، اقترحت الحكومة الفرنسية 06 مليار يورو كحد اقصى لمساعدة شركتي Renault وPSA لتصنيع السيارات، كما أعلنت مؤسسة Hypo Real Estate, –التي سبقت أن تحصلت على مساعدة حكومية– أنها ستتسلم ضمانات حكومية جديدة بقيمة 12 مليار يورو من إجمالي 42 مليار يورو التي خصصتها الحكومة كمساعدات[2]. في 22 جانفي، أعلن عملاق البرمجيات في العالم MICROSOFT أنه سيسرح 5000 عامل لديه في 18 سبتمبر 2009م منهم. في 23 جانفي، أعلنت شركة SAMSUNG ELECTONICS الكورية الجنوبية عن خسائر وذلك لأول مرة منذ إنشائها. في 26 جانفي، قمت شركة PHILIPS بتسريح 6000 عاملا تحت ضغط الخسائر التي حققتها والمقدرة ب 1,5 مليار دولار خلال الربع الأخير من سنة 2008م.

1– إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 47.

2 – La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009, p 7.

في 27 من ذات الشهر أعلنت الحكومة الكندية أنها مستعدة لصرف مبالغ مالية كبيرة في حالة الضرورة لإنقاذ اقتصادها المتضرر من الأزمة المالية العالمية 2008م.

في 03 فيفري، أعلنت الحكومة الاسترالية عن خطة بـــ 26 مليار دولار تستهدف المنشآت القاعدية ورفع الدخل القومي، حيث خفض بـــنكها المركزي أسعار الفائدة إلى 3,25%. في 09 فيفري أعلنت شركة NISSAN عن الاستغناء عن 20.000 عامل في كل فروعها في العالم. في 13 فيفري صادق الكونغرس الأمريكي على خطة مالية تقدر بـــ 787 مليار دولار تستهدف إنعاش الاقتصاد بناء على طلب من الرئيس "أوباما". في 22 فيفري، أعلن رؤساء الدول الأوروبية من برلين عن موافقتهم التدخل لإصلاح الأسواق النقدية.

في 04 مارس، صادق البرلمان الياباني على قانون الحد من إسراف المقيمين، وذلك كمحاولة لإنعاش الاقتصاد الذي دخل مرحلة الكساد. في 06 مارس، أظهرت التقارير الرسمية في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفاع معدل البطالة إلى 8,1%، كما تم الإعلان عن تأميم الحكومة البريطانية بنك Lloyds Banking بنسبة 65% وبذلك يعد رابع بنك يأمم في بريطانيا بعد بنوك Northern Rock, وBradford & Bingley وRB . في 11 مارس، أعلن بنك Freddie Mac عن تحقيقه خسائر بقيمة 50.1 مليار دولار خلال سنة 2008م بسبب استمرار انخفاض أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية و أسعار أسهمه في البورصة، حيث لم تفلح المساعدات المالية الحكومية الكبيرة في الابتعاد بالمؤسسة عن دائرة الخسائر، حيث ارتفعت مخاوف المستثمرين في البورصة من إفلاس البنك والتي انعكست في انخفاض أسعار أسهمه المتداولة. في 18 مارس، أعلن الفدرالي الاحتياطي الأمريكي عن نيته في شراء حوالي 12 مليار دولار من قيمة ديون البنوك وذلك لتشجيعها على الاقتراض فيما بينها وعلى إقراض الاقتصاد ككل. في 21 مارس، قام شركة التامين AIG بصرف حوالي 218 مليون دولار كعلاوات رغم الأزمة المالية التي يعانيها، مما أدى بالسلطات الفدرالية إلى معارضة الخطوة وتهديدها بوقف مساعدتها مجددا. في 23 مارس، أعلنت الولايات المتحدة الأمريكية عن تفاصيل خطتها لشراء أكثر من 01 مليار دولار من الأصول العديمة القيمة لمساعدة البنوك في تغطية العجز في ميزانيتها، وفي 29 مارس اضطرت الحكومة الإسبانية لأول مرة ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م إلى التدخل لإنقاذ إحدى مؤسساتها المالية المهمة.la Caisse d'Épargne de Castille

في 30 مارس، أدت الأزمة المالية العالمية 2008م إلى تعرض أكبر شركات السيارات الأمريكية وهي GMC و FORD و CHRYSLER إلى أزمة سيولة حادة هددتها بالإفلاس، بسبب انخفاض المبيعات وازدياد أعبائها التشغيلية وارتفاع في قيمة خسائرها، حيث تقدمت بطلب إلى الحكومة الأمريكية لمساعدتها بالحصول على قروض عاجلة بقيمة 34 مليار دولار، قوبلت باشتراط السلطات الفدرالية على هذه الشركات إعادة هيكلتها نظير مساعدتها. كما أعلن الوزير الأول الروسي "بوتين" أن بإمكان الحكومة الفدرالية الروسية التدخل لضمان شركة السيارات الروسية LADA.

في 02 أفريل، أعلنت دول مجموعة العشرين 20 G عن وضع برنامج بقيمة 1100 مليار دولار موجهة لاستعادة النمو، التبادلات والتوظيف على المستوى العالمي. في 06 أفريل، أعلنت الحكومة اليابانية عن خطة للإنعاش الاقتصادي بقيمة 90 مليار دولار. في 30 أفريل، ارتفع عدد العاطلين عن العمل في دول الاتحاد الأوروبي إلى 20 مليون عاطل. في 04 ماي، أعلن شركة FIAT لتصنيع السيارات في إيطاليا عن بدء مساعيها لشراء فروع شركة GMC في أوروبا (هما شركتي VAUXHALL و OPEL).

في 07 ماي، قام البنك المركزي الأوروبي بخفض سعر الفائدة في منطقة اليورو إلى أقل من 1.25%، كما قام بتمديد آجال القروض الممنوحة للبنوك بسبب عدم تعافيها وقدرتها على السداد في ظل انخفاض وتقلب الأسواق المالية وعدم استقرارها وعدم تعافي الاقتصاد الأوروبي ككل، كما قام بنك إنجلترا برفع قيمة برنامج شراء أصول البنوك إلى 50 مليار جنيه ليصل قيمة البرنامج إلى 250 مليار جنيه، كما أعلنت الحكومة الألمانية أنها قريبة من تأميم مؤسسة Hypo Real Estate بعدما وصلت نسبة مساهمتها فيه إلى 47,31%. أعلن الفدرالي الأمريكي والخزينة أن 09 بنوك أمريكية فقط استطاعت أن تتجاوز اختبار التحمل، وتوقع الفدرالي أن تصل خسائر البنوك الأمريكية إلى 600 مليار دولار خلال سنتي 2009 و 2010م. في الفترة الممتدة من 08 إلى 10 ماي، انعقدت قمة في إيطاليا ضمت الدول الثمانية الأكثر تصنيعا في العالم بالإضافة إلى خمس دول ناشئة، وخلصت القمة إلى توزيع المسؤوليات في عدة مواضيع أمنية، غذائية، وبيئية.

في 01 جوان، وبعد حصول شركة تصنيع السيارات General Motors على 19.4 مليار دولار كتمويل حكومي منذ ديسمبر 2008م، قامت الخزانة الأمريكية بإعادة تمويل الشركة بمبلغ

30.1 مليار دولار؛ وبذلك تكون الخزانة الأمريكية اكبر مساهم في الشركة ب 60%. في 08 جوان شرعت المجموعة البنكية Citi group في عملية استبدال الأسهم الممتازة باسهم عادية بقيمة 58 مليار دولار لإعادة هيكلة المجموعة التي فرضتها الحكومة، وبذلك تكون الخزانة الأمريكية مساهم بنسبة 34% في المجموعة. في 09 جوان، طالبت الخزانة الأمريكية من اكبر 10 بنوك أمريكية بسداد 68 مليار دولار من المساعدات الحكومية التي تلقتها في سنة 2008م، وذلك كخطوة لإعادة الاستقرار إلى النظام المالي حتى لا تبقي البنوك تعتمد على المساعدات الحكومية وكإنذار للمؤسسات المالية الأمريكية لحثها على بذل قصارى جهدها للخروج من أزمه السيولة، وعقب هذه الخطوة أعلن بنكي JP Morgan وMorgan Stanley في 17 جوان أنهما قاما بسداد 25 و10 مليار دولار على التوالي من المساعدات التي تلقيها سابقا من الخزانة الأمريكية، كما أعلن بنكي US Bancorp وBB&T أنهما قاما بسداد جزء من المساعدات المالية اللذان تلقاهما سابقا، كما توقع أن يقوم كلا من بنكي American Express وGoldman Sachs بسداد ما تلقاهما من مساعدات مالية حكومية كما دعا الرئيس الأمريكي إلى أساس جديد تبنى عليه القوانين المالية الأمريكية والذي اعتبر بمثابة اعتراف بفشل النظام المالي الحالي.

في 25 جوان، خصص البنك المركزي الأوروبي 442 مليار يورو بسعر فائدة مخفض 1% للبنوك الأوروبية ولمدة سنة لإعادة تمويل عملياتها طويلة الأجل، وقد استفادت من هذه العملية 1121 مؤسسة. في 29 جوان، أعلنت إسبانيا عن إنشاء صندوق بقيمة 09 مليار يورو لإعادة هيكلة البنوك الإقليمية والرفع من رأسمالها وتوفير السيولة.

ب- السداسي الثاني

أعلن صندوق النقد الدولي في 30 جويلية انه سيرفع من قيمة قروضه الموجهة الدول ذات الدخل المنخفضة إلى 17 مليار دولار خلال الفترة الممتدة من جويلية 2009 إلى نهاية سنة 2014م وإلغاء الفوائد المستحقة على القروض، كما اعلن انه يخطط لبيع جزء من احتياطاته من الذهب لتوفير السيولة اللازمة للقيام بمهامه والوفاء بالتزاماته التي قطعها منذ ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م. في 06 أوت، قرر بنك إنجلترا ضخ 50 مليار جنيه إضافية في الاقتصاد، وبذلك يكون مجموع ما انفقه البنك منذ بداية الأزمة العالمية 2008م وصل إلى 175 مليار جنيه دون أن يتحقق التعافي المالي والاقتصادي المرجو؛ حيث مازالت البنوك والمؤسسات الاقتصادية في إنجلترا

تعاني من انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م. في 15 سبتمبر، صرح رئيس البنك الاحتياطي الفدرالي أنه من المرجح أن الركود الذي أصاب الاقتصاد الأمريكي قد انتهى. وخلال قمة الدول العشرين G20 في 24-25 سبتمبر، اتفق قادة هذه الدول على قواعد جديدة للحد من مخاطر الأزمة المالية العالمية 2008م وبذلك أصبحت رسميا قمة G20 منتدى لمناقشة وتسوية مسائل التمويل الدولية. في 01 أكتوبر، أشار صندوق النقد الدولي في تقريره عن الاستقرار الاقتصادي إلى أن البنوك والمؤسسات المالية في العالم ستسجل انخفاضا في قيمتها ب3400 مليار دولار مقابل 4000 مليار دولار في أفريل 2009م.

في بداية شهر أكتوبر، أعلنت عدة بنوك فرنسية كبيرة أنها سددت قيمة المساعدات المالية التي تلقتها في إطار خطة دعم القطاع البنكي. في 29 أكتوبر، استكمل الاحتياطي الأمريكي خطته لإعادة شراء 300مليار دولار من سندات الحكومة الأميركية لمساعدتها على تمويل نفقاتها المتزايدة خاصة مع ارتفاع نسبة البطالة (إعانة البطالة الحكومية). في 02 نوفمبر، وافقت المفوضية الأوروبية على تمديد الضمان الذي منح بالاشتراك مع بلجيكا وفرنسا ولوكسمبورج لتغطية التزامات Dexia من فيفري 2010م إلى 31 أكتوبر 2010م، نظرا للموقف المالي للمجموعة وأهميتها النظامية بالنسبة لاقتصادات الدول الثلاث.

في 05 نوفمبر، نشر في فرنسا النظام على المكافآت والذي قدم على شكل معايير مهنية يستوجب احترامها، وتسري اعتبارا من سنة 2009م حيث تعتبر كأهداف لقمة G20 وتعكس المبادئ التي اعتمدتها القمة: تقديم تقرير سنوي إلى اللجنة المصرفية فيما يخص سياسة الأجور، منع التعويضات والمكافآت وغيرها. في 24 نوفمبر، كشف بنك إنكلترا عن تزويده قروض طارئة لرويال بنك أوف سكوتلاند واتش بي او اس بقيمة 61.6 مليار جنيه سرا في ذروة الأزمة المالية العالمية 2008م (منتصف أكتوبر 2008).

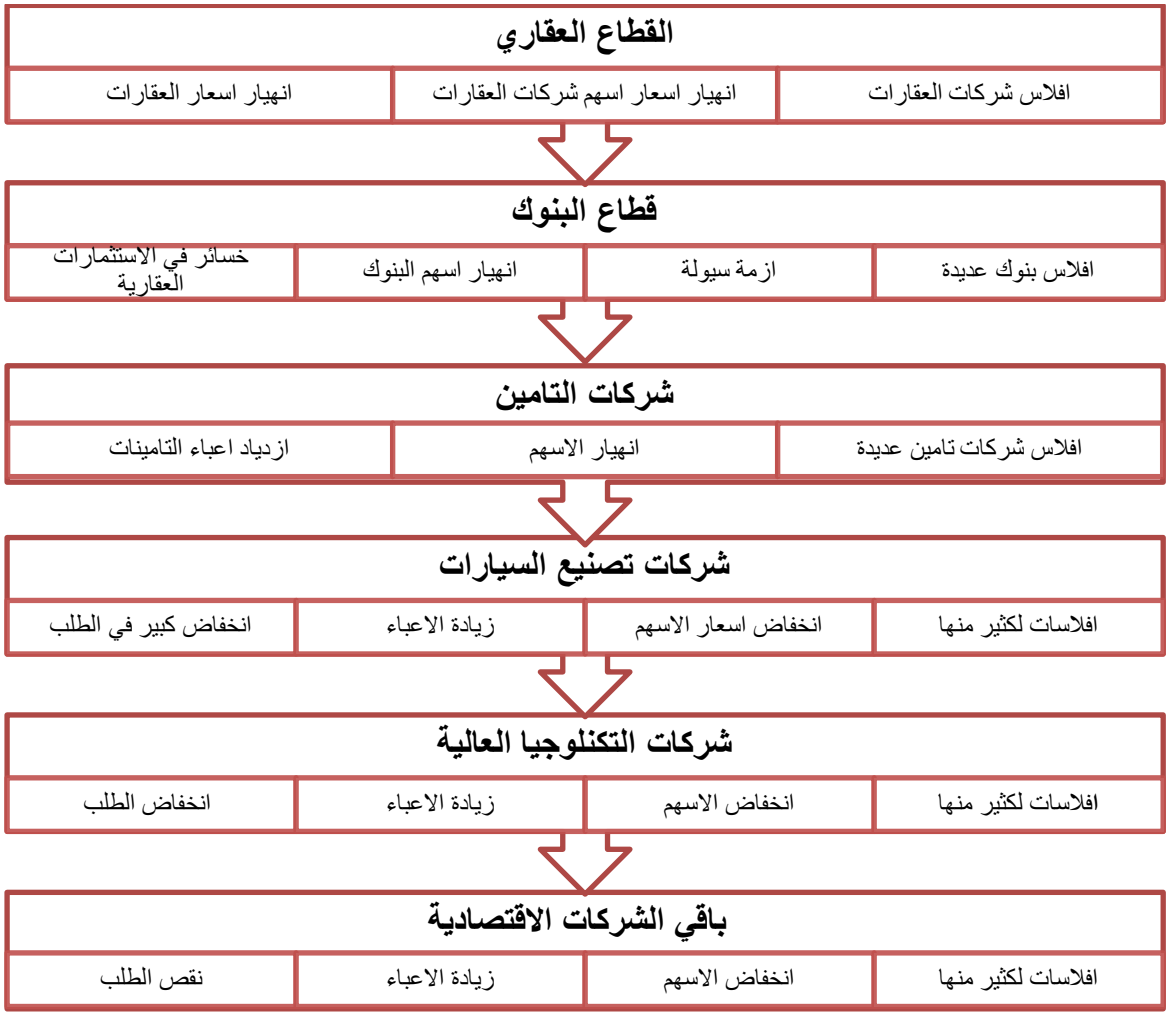
بلغ عدد البنوك المنهارة في الولايات المتحدة الأمريكية ببداية شهر نوفمبر 120 بنك منذ بداية الأزمة العالمية 2008م، حيث لم تستطع هذه البنوك تحمل الضغوط المالية الناتجة عن الأزمة رغم المساعدات المالية الحكومية، وما زاد من تعميق مشاكلها هو انخفاض أسهمها في السوق المالي حيث خفضت المضاربات من قيمة اسهم هذه البنوك وزادت من تعميق مخاوف المستثمرين

من انهيار المؤسسات المالية[1]. في 25 نوفمبر، تم الإعلان عن إعادة هيكلة ديون دبي العالمية (المؤسسة الرئيسية لحكومة دبي) التي تسببت في زعزعة استقرار الأسواق المالية مؤقتا.

بعد استعراض الأحداث التي مر بها العالم منذ ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م في سبتمبر 2007م يمكن توضيح تطورات الأزمة المالية العالمية2008م في الشكل التالي:

1 – De la crise financière à la crise financière, Documents et débats N3, Banque de France, février 2010, p 136.

الشكل رقم (01): تطورات الأزمة المالية العالمية 2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على المعلومات المذكورة سابقا.

المبحث الثالث: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008م

انتشرت الأزمة المالية العالمية 2008م لتمس دول العالم سواء كانت متقدمة أو ناشئة أو نامية، ومن أزمة عقارية إلى أزمة مالية مست القطاع المالي ثم إلى أزمة اقتصادية عالمية نظرا للتشابك والترابط القوي للعلاقات بين المؤسسات المالية والاقتصادية داخل الاقتصاد المحلي والعالمي وبغرض إيجاد حلول للخروج من هذه الأزمة لا بد لها أن نبحث أولا في أسبابها، فمعرفة أسباب الأزمة هو أول الخطوات في طريق وضع الحلول لها، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: أسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي

وتتعلق هذه الأسباب بالاقتصاد ككل؛ أي أنها أسباب تخص الاقتصاد الكلي حيث لا يمكن ربطها بقطاع معين.

الفرع الأول: هشاشة النظام الاقتصادي المعاصر

يتميز النظام الاقتصادي الحالي الذي تأسس على اتفاقيات بروتن وودز 1944م باختلال التوازن وعدم الاستقرار؛ حيث يعاني من هشاشة في تكوينه، فهو يفتقر إلى العدالة بين الدول والتوازن بين مكوناته داخل كل دولة، فبمجرد تعرض قطاع معين لأزمة أو مشاكل فإن النظام ككل يتأثر وتضعف قدرته على الصمود أمام هذا التقلب في احد قطاعاته بعد فترة وجيزة[1].

بظهور الأزمة المالية العالمية 2008م، أصبح المستثمر والمواطن العادي على حد سواء لا يثقان في النظام المالي والاقتصادي القائم وفي الأسواق المالية التي تعد قلبه ومحركه خاصة الآليات الموجودة أو المستحدثة فيها كآلية تحويل القروض إلى سندات مركبة. بهدف إعادة الثقة المفقودة تحركت الحكومات بضخ أموال ضخمة في البنوك على فترات وجيزة، ولكن لم تظهر النتائج المتوقعة من تلك الخطط المالية وحزم المساعدات الحكومية نظرا لعدم استجابة الأسواق المالية لتلك الخطوات.

1- إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، مرجع سابق، ص 36.

أثبتت الأزمة المالية العالمية 2008م فشل النظام المالي والاقتصادي الدولي في تحقيق أهدافه التي وضع من أجلها، وهو ما اعترف به صندوق النقد الدولي والقادة والمسئولين في مختلف الدول، خاصة فيما يتعلق بالحفاظ على استقرار أسعار الصرف ودعم التنمية ومكافحة الفقر والبطالة في الدول النامية وغلق الفجوة الحاصلة بين الدول المتقدمة والدول النامية، فمنذ رسم ووضع الإطار المؤسسي للنظام المالي الدولي بناء على اتفاقيات "بروتن وودز" وإنشاء صندوق النقد الدولي والبنك العالمي ومنظمة التجارة العالمية فيما بعد، أثبتت هذه الأجهزة عجزها عن تحقيق ما كان متوقعا منها والذي كانت موضع انتقاد وشك خاصة من الدول النامية، وتعمقت هذه النظرة بعد ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م[1]. فبالرغم من أن صندوق النقد الدولي مثلا قد تم دعمه باستمرار بالوسائل البشرية من استشاريين لتقديم استشاراته للدول فيما يخص قطاعها المالي، إلا أنه بقي مجرد هيئة استشارية لا يقدم استشاراته إلا بطلب وموافقة من الدول المعنية، حيث كانت هناك معارضة من الكثير من الدول لتدخل الصندوق في تقييم نظامها المالي، حيث كانت الولايات المتحدة الأمريكية ومعها الدول المتقدمة تعلن باستمرار رفضها أي تدخل من الصندوق، الأمر الذي أتاح للبنوك والمؤسسات المالية فيها التملص من أي مراقبة وبالتالي غياب الشفافية. وقد كان للمؤسسات المالية دورا كبيرا في ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م.

أثبتت هذه الأزمة هشاشة النظام المالي المعاصر؛ فبمجرد تعرض القطاع العقاري إلى أزمة اهتز النظام المالي كله مسفرا عن إعلان عدة بنوك ومؤسسات مالية إفلاسها بعد فترة وجيزة، كما أظهرت عدة تقارير سعي البنوك لإخفاء معلومات عن وضعيتها المالية الحقيقية بهدف رفع أسعار أسهمها في الأسواق المالية والترويج لرفع رأسمالها وهو ما يخالف القوانين والأعراف المالية مستفيدة من الحرية الاقتصادية والمالية الكبيرة في بعض الدول الرأسمالية المتقدمة والناشئة[2].

الفرع الثاني: العولمة

بعد سقوط الاتحاد السوفيتي في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات، اتجه العالم إلى تبني النظام الرأسمالي القائم على تحرير الأسواق وخصخصة المشروعات العامة والحد من تدخل

1- فؤاد حمدي بسيسو، إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، لبنان، ديسمبر 2009، ص 03.

2- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 68.

الحكومات في النشاط الاقتصادي سعيا للحاق بالدول المتقدمة ذات المستوى الاقتصادي العالي[1] والذي صاحبه دعوة واسعة إلى تبني العولمة والدعوة إلى عولمة الأسواق وترك الحرية الكاملة لحركة رؤوس الأموال، وأدى هذا –فيما بعد– إلى نمو غير متكافئ وتركز شديد في توزيع الدخل والثروة في الدول المتقدمة، الأمر الذي يساهم في ارتفاع احتمال ظهور وانتشار الأزمات المالية؛ حيث أن توفر المصادر المالية بكثرة في هذه الدول عادة ما يحفز على الإفراط في استعمالها لأغراض غير استثمارية وغير إنتاجية حيث يكون الطلب على السلع الإنتاجية قد وصل إلى ذروته وأصبح الاستثمار في القطاع الإنتاجي غير جذاب ما يشجع أعمال المضاربة على الانتشار والازدهار والإقبال عليها، وكمحصلة لذلك يدخل النظام المالي والاقتصادي في مرحلة الركود وتبدء بوادر شح السيولة بالظهور نظرا لانخفاض في القدرة الإنتاجية وزيادة معدل التضخم وأسعار الفائدة نتيجة تحول الهيكل الاقتصادي فيها من إنتاجي إلى نقدي يعتمد على الأسواق المالية والمؤسسات المالية، وهذا ما يعرض تلك الدول إلى أزمات مالية.

ساهمت العولمة في نشر هذه الأزمات من الدول المتقدمة إلى باقي دول العالم وذلك حسب درجة اندماج هذه الدول في العولمة والنظام المالي الدولي القائم عليها ودرجة الحرية الاقتصادية والمالية التي تعتمدها؛ حيث قامت العولمة بربط الدول بمصالح وعلاقات قوية وجد معقدة سواء بإرادة الدول أو بغير ذلك[2]. لقد كان الهدف من تبني العولمة هو تحسين الأحوال الاقتصادية في الدول النامية، حيث أن تبني الحرية الاقتصادية والمالية في الدول النامية قد يتيح مجال أوسع لتدفق الاستثمارات المحلية والأجنبية بما يساهم في زيادة الإنتاج ورفع القدرة التنافسية للصادرات، كما أن تأسيس أسواق مالية فيها سيفتح مجال اكبر للشركات في الحصول على مصادر تمويلية إضافية ورفع الضغط عن البنوك والتوسع في طاقتها الإنتاجية مما يساهم في زيادة الدخل القومي وتحسين مستوى المعيشة، إلا أن النتائج المحققة بعد تبني العولمة كفلسفة اقتصادية ومالية لمدة عقدين من الزمن كانت هي اتساع الفجوة في توزيع الناتج المحلي والثروة بين مواطني الدول وكذلك بين

1– سلطان أبو علي، الأزمة التمويلية العالمية وانعكاساتها على مصر، المركز المصري للدراسات الاقتصادية مصر، 2008، ص 11.

2– THIOMBIANO Taladidia & D.LANKOANDE Gountiéni & THIOMBIANO Noel & SANON Jean, crise financiére et économique internationale : analyses théoriques et empiriques et implications pour le continent africain, l'harmanttan, paris, France, 2010 p33.

الدول النامية والمتقدمة وتركز الثروة في عدد من المؤسسات المالية والدول، وأصبحت الدول المتقدمة تتحكم في حركة رؤوس الأموال في الدول النامية بل وتتدخل كثيرا في السياسة الاقتصادية والمالية في الدول النامية وخاصة المدينة بفرض شروط لمساعدتها بما يخدم مصالحها ومصالح شركاتها فقط والخلاصة أن اعتماد الحرية المفرطة لن يساهم في تحقيق الأهداف المرغوب في تحقيقها كالنمو والعدالة والاستقرار[1].

الفرع الثالث: الليبرالية الاقتصادية الجديدة

أدى حجم المديونية الكبير والمتزايد للدول المتقدمة بصفة عامة والولايات المتحدة الأمريكية بصفة خاصة خلال عقد السبعينات والثمانينات إلى سعي الولايات المتحدة الأمريكية في عهد الرئيس "ريغان" لإيجاد حلول لهذه المشكلة وخاصة مع اندلاع أزمة الديون للدول النامية في سنوات الثمانينات وعجز بعض الدول عن تسديدها، بل ورفضها تسديد أقساط الديون نظرا لتضخم قيمة فوائد الديون التي فاقت قيمة القرض؛ حيث بلغ حجم الدين العام الأمريكي 996 مليار دولار في سنة 1987م ونتيجة لتفاقمه وخطورته اتجهت الحكومات الأمريكية المتعاقبة إلى سياسة مالية ونقدية مرنة لتشجيع المستثمرين والأفراد على التمويل المباشر من الأسواق المالية والتقليل من الاستدانة من المصارف وهو ما أدى إلى تضخم دور الأسواق المالية في الحياة الاقتصادية والمالية، بل وأصبحت تتحكم في توجيه السياسات الاقتصادية للدول. فالعجز في ميزان المدفوعات والميزانية الأمريكية أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة خلال سنوات الثمانينات، نتج عنه إفراط الولايات المتحدة الأمريكية على الاستدانة[2].

شجعت الولايات المتحدة الأمريكية القائمة على الليبرالية الاقتصادية الجديدة على المبالغة في الثقة في الأسواق المالية وتحجيم دور الحكومة بتقليص وظائفها الاقتصادية والاجتماعية وإزاحة البنوك من دورها الهام في تمويل الاقتصاد، كما شجعت كذلك لانسحاب القطاع العام من النشاط الاقتصادي وتزايد دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية والمالية الذي يهدف فقط إلى تحقيق الربح وإزالة كافة العوائق أمام حركة رؤوس الأموال بين الدول وغيرها من الإجراءات التي تقوم

1- الأزمة التمويلية العالمية وسبل مواجهتها وآثارها على مصر، آراء في السياسة الاقتصادية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، العدد 22، ديسمبر 2008، ص 03.

2- مسعود مجيطنة، مرجع سابق، ص 06.

عليها العولمة المالية والاقتصادية[1]، كما تنازلت كثير من الحكومات عن أهدافها الاجتماعية بإلغاء الكثير من الأعباء على القطاع الخاص كتخفيض الأعباء الاجتماعية وتقليص حجم ودور النقابات، الأمر الذي انعكس سلبا على فئة العمال بتوسيع الفجوة في توزيع الثروة والدخول بين فئات المجتمع.

أدى تبني الكثير من الدول المتقدمة والنامية لليبرالية الاقتصادية الجديدة إلى اختلال كبير في توزيع الدخول والثروة فيها، فأصبحت فئة قليلة تستحوذ على غالبية الدخل والثروة نظرا تخلي الدولة عن مسؤوليتها الاجتماعية اتجاه مواطنيها وخصوصا في مجالات الصحة والتعليم والشؤون الاجتماعية بتخفيض الميزانية الموجهة لها[2]. من جهة أخرى، أدت الليبرالية الجديدة والتي تخدم العولمة إلى تشجيع المضاربات التي تستنزف الثروات وتركز كبير للثروة عند فئة المضاربين التي كانت لها دور مهم في التأثير على السياسات المالية للدول، حيث كانت لتلك الفئة دور كبير في تحديد أسعار مختلف المواد والخدمات والعملات التي عرفت تقلب كبير وغير عادي.

شجعت الليبرالية الاقتصادية الجديدة على ربط واندماج مختلف الأسواق المالية بغض النظر عن تكافئها، مما أدى إلى توفير عوامل عدم الاستقرار الاقتصادي والمالي، وبذلك فقدت السياسة المالية قدرتها على مراقبة وإخضاع السياسة النقدية فانفصلت السياسة النقدية تماما عن السياسة المالية[3]. مع وصول "جورج بوش" الابن إلى الحكم ومعه تيار المحافظون الجدد، اتجهت الحكومة الأمريكية إلى تحجيم دور الدولة الرقابي على الأسواق المالية والبنوك ومنح مزيد من الإعفاءات الضريبية لها، كما تراجع بحدة الدور الرقابي للمؤسسات الرقابية الحكومية متيحا المجال لهيمنة بعض الشركات والمؤسسات المالية الخاصة على توجيه الاقتصاد، الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم الدين العام والعجز في ميزان المدفوعات وكذا الميزانية العامة والذي أدى إلى دخول الاقتصاد

1- إبراهيم محمد صالح أبو العلا، أسباب الأزمة المالية، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، ص 364.

2- مسعود مجيطنة، مرجع سابق، ص 05.

3- عبد المنعم السيد علي، مستقبل النظام الرأسمالي واستقراره في ظل الأزمات المالية العالمية والعولمة المالية المؤتمر العلمي 10 حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، لبنان، ديسمبر 2009، ص 12.

الأمريكي في تباطؤ من معدل نمو 3,6% سنة 2004م إلى 2,2% عام 2007م ووصولا إلى 1,1% عام 2008م[1].

الفرع الرابع: العجز في الميزان التجاري والميزانية العامة للولايات المتحدة الأمريكية

عرف الميزان التجاري الأمريكي عجزا مزمنا ومتزايدا ابتداء من سنة 1971م حتى وصل في سنة 2006م إلى 758 مليار دولار، بسبب عدم قدرة الجهاز الإنتاجي على تغطية الاستهلاك المتزايد واللجوء إلى تغطية العجز بالاستيراد؛ حيث تحول المجتمع الأمريكي إلى المجتمع الاستهلاكي الأول في العالم وشجع ذلك ظهور وانتشار أدوات مالية جديدة ودخول البنوك والأسواق المالية في خط تشجيع المواطن الأمريكي على الاستدانة لتمويل استهلاكه المتزايد وطلبه على السلع الكمالية. سجلت الميزانية العامة الأمريكية عجزا وصل إلى 410 مليار دولار في عام 2008م، بسبب انتهاج الحكومات المتتالية لسياسة غير سليمة وغير اقتصادية تقوم على مضاعفة النفقات العسكرية واستخدام موضوع تخفيض الضرائب كورقة من أوراق كسب أصوات الناخبين في الانتخابات المتعاقبة التي شهدتها الدولة واللجوء إلى الاستدانة من الداخل والخارج بطرح سندات خزانة قصيرة وطويلة الأجل وخفض سعر صرف الدولار ورفع سعر الفائدة؛ حيث بلغ الدين العام مستوى قياسي من4.3 تريليون دولار في 1990م إلى 8.4 تريليون عام 2003م وأخيرا إلى 8,9 تريليون دولار عام 2007م[2].

أدى هذا العجز إلى فك الارتباط بين الدولار والذهب وإلغاء نظام بروتن وودز عام 1971م، حيث أصبح بموجبه الدولار معوم وغير مرتبط بالاحتياطي من الذهب، كان لهذا القرار تأثيرا على مختلف أسواق النقد والمال في العالم، وكان الدولار نفسه قد تعرض لخسائر كبيرة في قيمته؛ حيث فقد الدولار نصف قيمته الحقيقية خلال خمس سنوات 2000-2005م، الأمر الذي أدى إلى اختلالات في القطاع الحقيقي لصالح الاقتصاد النقدي والخدمي الذي تضخم دوره على حساب الاقتصاد الحقيقي.

1- بطرس لبكي، الأزمة الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على لبنان وكيفية معالجة تلك الانعكاسات، مجلة بحوث اقتصادية عربية، لبنان، العدد 47، صيف 2009، ص 133.

2- محمد أحمد زيدان، مرجع سابق، ص 05.

الفرع الخامس: اختلال العلاقة بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي

يمثل الاقتصاد الحقيقي أو العيني الموارد الحقيقية التي تستغل لتلبية حاجات البشر كسلع الاستهلاك والسلع الاستثمارية، أما الاقتصاد المالي أو غير الحقيقي فيتمثل في تجارة الأصول المالية من الديون والحقوق المشتقة من الأصول والأسهم والسندات والنقود. في الحقيقة أن الأصول المالية ليست قيمة في حد ذاتها، بل هي من المفروض أن تعكس حجم الاقتصاد العيني، أي التوازن بين قيمة الأصول النقدية والأصول الحقيقية فالاقتصاد الحقيقي هي المؤثر على الاقتصاد النقدي[1].

لضمان استقرار الاقتصاد، من المفروض أن تتساوى الأصول المالية مع العينية، فإذا ما زادت الأصول المالية ووسائل الدفع عن مقدار ما هو موجود من الأصول الحقيقة سيسبب هذا ارتفاع في معدل التضخم، أما إذا حدث العكس فهذا سيخلق حالة كساد وانخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي وما يترتب عنه من بطالة وانخفاض في الطلب الكلي على السلع والخدمات.

على الصعيد العالمي، كان النظام المالي الدولي –سابقا– قائم على قاعدة الذهب، وترتب عليه بعد مرور سنوات نقص السيولة لتمويل التجارة الدولية وغيرها نتيجة عدم مواكبة زيادة الاحتياطي من الذهب للزيادة في الإنتاج، وهذا ما أدى بالدول إلى البحث عن نظام آخر يستطيع أن يجد حلول لتلك المشاكل ويملئ تلك الفجوة، فاتجهت الدول المتقدمة والمؤثرة في النظام المالي الدولي إلى التخلي عن قاعدة الذهب في سنة 1971م، بإلغاء قاعدة الذهب وحلت محلها حقوق السحب الخاصة وتعويم العملات وفك الارتباط بين الاحتياطي من الذهب وحجم الإصدار من العملة[2]، ولكن عرف النظام المالي اختلالا حادا بين الأصول العينية أو الأصول المنتجة والأصول المالية أو أصول المديونية حيث قامت المؤسسات المالية بالتوسع المفرط في إصدار وتجارة الأصول التمويلية بأضعاف حجم تجارة السلع السائدة نتيجة إتباع السلطات النقدية في الدول وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية سياسة التوسع في حجم الإصدار من النقود دون التقيد بحجم الإنتاج المتداول؛ حيث بلغ في سنة 1980م حجم تجارة العملات والأسهم والسندات إلى عملية تجارة السلع 1,10 لترتفع إلى 1,70 عام 1995م، وتواصل ارتفاعها لتبلغ أرقام قياسية إلى 11 في

1 – JUSTIN Yifu lin, shocks, crisis and their determinants, working paper N 516, economic research forum, Cairo, Egypt, April 2010, P 4

2– سلطان أبو علي، مرجع سابق، ص 03.

2008م، حيث أنه اصبح من المعروف أن التوسع في الأصول التمويلية على حساب الأصول الحقيقية له اثر بليغ في ظهور الأزمات، ذلك أن ضعف الارتباط بين الكتلة النقدية وحجم الإنتاج والقدرة الإنتاجية يخلق فائض في الكتلة النقدية تستغل عادة لأغراض المضاربة في الأسواق المالية ولتمويل الاستهلاك الكمالي، وهو من أهم أسباب اندلاع الأزمة المالية العالمية 2008م[1].

أدى قرار الولايات المتحدة الأمريكية بإلغاء نظام سعر الصرف الثابت إلى طبع الكثير من الدولارات، حيث زادت كمية الدولار بـــ 55% في الفترة الممتدة بين 1950 و1970م، أما في الفترة الممتدة بين 1971 و2000م فقد زادت كمية الدولار بـــ 2000% ،وأصبح النظام المالي يعاني من المضاربات وظهور الأزمات من فترة لأخرى و قيام البنوك بالتوسع الكبير في الإقراض دون احترام ضوابط منح الائتمان ودراسة مدى قدرة المقترض على سداد القرض وفوائده.

رغم أن اتفاقية بازل 1 و2 للرقابة على البنوك قد وضعت أساس للتوسع في الإقراض، حيث لا يجوز للبنوك أن تقرض فوق نسبة معينة من رأسمالها المملوك واحتياطاته –الرافعة المالية– إلا أن ضعف رقابة البنوك المركزية على نشاط البنوك وتساهلها الشديد ساهم في توسع الإقراض واتساع الفجوة بين حجم الإقراض والرأسمال، حتى وصلت قيمة القروض الممنوحة إلى ستين ضعف حجم الرأسمال كحالة بنك UBS، والوضع كان أسوأ بالنسبة لبنك LEHMAN BROTHERS حيث أن التوسع الكبير في الإقراض بالنسبة للرأسمال ساهم في ارتفاع نسبة مخاطر إفلاسه في حال عجز المدين عن تسديد القرض، وذلك بسبب الجشع والرغبة في تحقيق أرباح على المدى القصير لزيادة مكافآت مجلس الإدارة[2].

الفرع السادس: انعدام الثقة بين المؤسسات المالية

أدى ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م وانعكاساتها إلى نشوء أزمة ثقة بين البنوك الأمريكية والتي عمقت الأزمة وعقدتها أكثر؛ حيث قامت البنوك مباشرة مع انهيار أسعار القطاع العقاري وانخفاض أسعار الأسهم الحاد في بورصة نيويورك بالامتناع عن إقراض بعضها البعض

1– الأزمة التمويلية العالمية وسبل مواجهة آثارها على مصر، مرجع سابق، ص 01.

2– رضا فتحي علي المنسي، إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في الامتصاص الثاني لأزمة الدول الراهنة، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009، ص 05.

خوفا من أن يقوم المودعين بسحب أموالهم منها، خاصة في ظل الوضع السائد المتميز بانتشار الخوف وسط المواطنين والمستثمرين وغير واثقة في الخطوات والوعود الحكومية بضخ أموال لتوفير السيولة لديها متأثرة فقط بما يحدث في حركة أسعار أسهمها في الأسواق المالية.

وأخذ هذا الموضوع جزءا كبيرا من اهتمام الحكومات والسلطات النقدية، حيث سارعت البنوك المركزية لضخ أموال كبيرة في المؤسسات المالية لبعث جو مفاده أن هناك سيولة كافية لدى البنوك ولا خوف على أموال المودعين من الضياع، وحث البنوك على إقراض بعضها مما يؤدي إلى إعادة الثقة إلى النظام المالي ككل وإعادة الاستقرار إلى الأسواق المالية المتأزمة.

في سبيل إعادة الثقة إلى النظام المالي، قامت كثير من الحكومات بتنصيب أشخاص ذوي مكانة محترمة لدى المواطنين على رأس المؤسسات المالية التي تم تأميمها جزئيا أو كليا مثل بلجيكا حيث قامت بتعيين "جون لوك ديهانا" رئيس وزراء بلجيكا الأسبق على رأس ثاني أكبر بنك بلجيكي وهو "داكسيا" الفرنسي البلجيكي، وتعيين "بيار مارياني" مستشار الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" كمسئول تنفيذي للبنك[1]. سارعت الحكومات إلى اتخاذ كل الوسائل سواء كانت مالية أو اجتماعية للخروج من الأزمة، ولكن إعلان حالات الإفلاس المتتالية لأكبر المؤسسات المالية وانخفاض أسهم القطاع البنكي في الأسواق المالية أدى إلى تردد المؤسسات المالية في التجاوب مع المبادرات الحكومية مما يدل على عمق الأزمة وخطورتها.

المطلب الثاني: أسباب متعلقة بالقطاع المالي

الفرع الأول: عدم استقرار أسعار الفائدة

عرفت أسعار الفائدة تقلبا وتغيرا منذ قيام الولايات المتحدة الأمريكية بإلغاء نظام بروتن وودز عام 1971م، حيث قامت الولايات المتحدة الأمريكية بإلغاء قابلية تحويل الذهب إلى الدولار

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 66.

وتبعه في ذلك خطوات من جانب الفدرالي الأمريكي عام 1979م بتغيير مستمر لأسعار الفائدة للتحكم في معدل التضخم[1].

مع انتخاب "جورج بوش" الابن كرئيس للولايات المتحدة الأمريكية، قام الفدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة من 6,5% في 2001م إلى 1% في سنة 2003م، وذلك كمبادرة منه لتشجيع البنوك على منح قروض عقارية تماشيا مع سياسة الحكومة الأمريكية المنتهجة آنذاك وهي "منزل لكل أمريكي"[2]؛ حيث أدت معدلات الفائدة المنخفضة إلى انخفاض تكاليف الإقراض، وبالتالي تساهلت البنوك في الإقراض وخاصة القطاع العقاري الذي شجعته الحكومة، وقد تم تقديم قروض كبيرة للأفراد ذوي الدخول المنخفضة ودون ضمانات كافية وشروط ملائمة في ظل ضعف الرقابة الحكومية عليها تماشيا مع الحرية المطلقة للمؤسسات المالية التي اعتمدتها إدارة الرئيس جورج بوش الابن[3].

أدى انخفاض أسعار الفائدة إلى إفراط البنوك في الإقراض لتمويل المضاربات والأنشطة الغير منتجة في البورصات وتوريق ديون عملائها بهدف تعظيم أرباح وإيرادات البنوك.

وفي ظل الفساد الإداري في بعض البنوك، قامت البنوك بإقراض من لا يستحق وبدون ضمانات كافية وكانت هذه القروض موجهة للقطاع العقاري، حيث أقرضت البنوك ملايير الدولارات للمواطنين ظنا منها أنها بإمكانها استرداد العقار وإعادة بيعه في حال عجز المدين عن تسديد القرض وفوائده المتزايدة. ابتداء من سنة 2004م قام الفدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة تدريجيا للتحكم في معدل التضخم المتزايد، الأمر الذي زاد من أعباء القروض العقارية وقيمة أقساطها على المقترضين خصوصا الأفراد، حيث تبين لاحقا عجزهم عن تسديد الديون المستحقة عليهم نتيجة ارتفاع سعر الفائدة؛ حيث قامت البنوك بتحميل هذه الزيادات على المدينين مما زاد من عجز آلاف العائلات التي استفادة من منازل عن سداد مستحقات البنوك وارتفاع حجم الديون

---

1 - Stephen G. Cecchetti, crisis and responses: the federal reserve and the financial crisis of 2007-2008, national bureau of economic research, Working Paper 14134, Cambridge, June 2008, p 5.

2 - Justin YIFN LIN, op, p 03

3- إبراهيم محمد صالح أبو العلا، أسباب الأزمة المالية، أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009، ص 362.

المشكوك في تحصيلها والمعدومة وأيضا تضخم الأصول المالية الرديئة لدى البنوك. أمام الترابط والتشابك الذي تتميز به العلاقات بين البنوك ارتفعت احتمالات إفلاس كثير من البنوك، وهذا ما حصل فعلا مع ظهور الفقاعة العقارية أو القروض العقارية في سنة 2007م[1].

الفرع الثاني: توريق القروض الرهنية

يعتبر التوريق أحد أنشطة البنوك الحديثة؛ حيث تقوم البنوك بتحويل ديون عملائها إلى أصول مالية قابلة التداول على شكل أوراق مالية وسندات مضمونة بالأصول العقارية في البورصة[2].

حتى لا تنتظر البنوك حلول أجل القروض وتحمل مخاطر عدم سداد المقترضين، تقوم بتوريق الديون التي لديها قصد الحصول على السيولة لتمويل مشاريع أخرى، وبذلك تقوم بنقل المخاطر المرتبطة بهذه الديون إلى المستثمرين والأفراد الذين يشترون الأسهم والسندات المشتقة من توريق القروض العقارية، وبذلك فهي تقوم بإشراك هؤلاء في نشاطاتها العقارية السابقة مستفيدة من التقييم المبالغ فيه الذي منحته لها وكالات تقييم الجدارة الائتمانية، حيث شجع التقييم كثيرا على الإقبال بشراء وتداول الديون المورقة وذلك في ظل جو الفساد المنتشر وأحيانا بالاتفاق المسبق مع تلك الوكالات[3]. إن مغالاة البنوك في عملية توريق الديون ساهم في تسريع وتيرة ظهور الأزمة وانتشارها، حيث أصبحت الديون المورقة تتم بطريقة منفصلة عن الأصول العينية التي من المفترض أن تمثل الديون المورقة للأصول العينية، ففي ظل الضعف الشديد للرقابة الحكومية على الأسواق المالية بالغت البنوك والمؤسسات المالية في توريق ديون عملائها مستفيدة من المضاربات الحاصلة في الأسواق المالية والتي رفعت من قيمتها إلى مستويات كبيرة وغير عقلانية، حيث توسعت البنوك في عمليات التوريق من توريق القروض العقارية إلى توريق قروض السيارات

1- رفيق يونس المصري، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009، ص 367.

2- عبد الحميد محمد الشواربي و محمد عبد الحميد الشواربي، إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص 631.

3 - THIOMBIANO Taladidia & D.LANKOANDE Gountiéni & THIOMBIANO Noel & SANON Jean, op, P 23.

وبطاقات الائتمان حتى وصلت قيمتها إلى حوالي تريليون دولار عجز كثير من حامليها على تسديدها بسبب ارتفاع أسعار الفائدة.

في إطار سعي البنوك لتعظيم أرباحها على المدى القصير، قامت البنوك والمؤسسات مالية الأمريكية بتوريق القروض الجيدة مع القروض الرديئة ودمجهما، وفي إطار تشجيع القروض قامت شركات التأمين بمنح تأمين على هذه القروض ضد مخاطر عدم السداد، كما قامت بإخفاء عملياتها التي تندرج تحت التوريق وعدم التصريح بها في قوائمها المالية بهدف تضخيم أرباحها في ظل الرقابة الحكومية الضعيفة وانتشار الفساد في البنوك والمؤسسات المالية الحكومية[1].

أدى اقتراض البنوك الأمريكية لأموال كبيرة من مؤسسات مالية وبنوك في دول أخرى إلى تعميق الأزمة ونشرها، مستفيدة من الانتعاش الكبير في أسواقها المالية والطلب المتزايد منها على الأصول المورقة، حيث إن عجز المدين عن تسديد دينه- الذي ورق سابقا- لدى أحد البنوك امتد أثره إلى باقي البنوك والمؤسسات الأخرى، أي إلى كل النظام المالي سواء الأمريكي أو لباقي الدول الأخرى بحكم ترابط وتشابك العلاقات الدولية في ظل العولمة[2].

بظهور الأزمة المالية العالمية 2008م، قدرت قروض البنوك التي وجهت للقطاع العقاري ب 13 تريليون دولار[3]، وقد ساعدت الإعفاءات الضريبية التي تمتعت بها مؤسسة FREDDIE MAC[4] والدعم الحكومي لها بهدف إنجاح برنامج الرئيس الأمريكي بالإضافة إلى الإمكانات المالية التي تملكها على الحصول على الأموال لتغطية الطلب على القروض العقارية من البنوك الأخرى مقابل أوراق مالية قابلة للتداول ناشئة عن توريق الديون وطرحها في بورصة نيويورك للأمريكيين وغيرهم بقيمة اسمية أكبر من قيمتها الحقيقية بسبب الفوائد التي تم أضافتها على أصل القرض،

1- صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009 ص 15.

2- الجوزي جميلة، مرجع سابق، ص 08.

3- محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية :أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مؤتمر دولي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، مارس 2009 ص 06.

4- مؤسسة مختصة في التمويل العقاري تتبع الجهات الاتحادية الأمريكية، وبالتالي فهي لا تخضع لقوانين الولايات ولا لتشريعاتها الضريبية.

حيث قامت شركات التوريق بشراء المنازل المرهونة برهن ثاني وتوريقها ثم بيعها إلى صناديق سيادية ومؤسسات كبرى عالمية على شكل سندات مورقة؛ فالمنزل الذي بيع بـــ 200 مليون دولار مثلا ثمنه الحقيقي لا يتجاوز 20 مليون دولار وذلك بعد عمليات بيع متعددة ولأطراف كثيرة بفوائد متزايدة، وذلك بفضل رواج ثقافة التوريق ووجود مضاربين يعملون في هذا المجال[1].

الفرع الثالث: المشتقات المالية

يمثل ظهور المشتقات المالية أبرز مظاهر التطور في أسواق المال حديثا، حيث أدى التحرير المالي وانتشار العولمة إلى ربط الأسواق المالية الدولية وكذا المراكز المالية العالمية بشبكة اتصالات متطورة وسريعة[2].

فالمشتقات المالية هي أحد أدوات الاستثمار الجديدة المشتقة من أدوات استثمار تقليدية كالأسهم والسندات، حيث تعتمد قيمة المشتقات على أسعار هذه الأدوات[3]. فالمشتقات المالية هي عقود مالية ترتبط قيمتها بأصل مالي أو عدة أصول يتم تحديد سعرها في العقد[4]. ظهرت لأول مرة في سوق السلع، حيث تم إبرام عقود بيع في بورصة لندن على بصيلات الزئبق الهولندي ثم تطورت لتصبح من الأدوات المالية المشتقة التي يتم تداولها في الأسواق المالية، فالأوراق المالية يترتب عن تداولها تدفق نقدي، أما المشتقات المالية فهي عبارة عن التزام تبادلي لا يترتب عليها في أغلب الأحيان أي تدفق نقدي[5]، وتتم بين طرفين بتثبيت سعر الأصل المالي المشتق منه العقد الحالي على أن تسلم مستقبلا بهذا السعر الثابت. وتحسب قيمة المشتق المالي في تاريخ الاستحقاق بالفرق بين السعر السوقي السائد للأصل المالي في تاريخ الاستحقاق والسعر المحدد في العقد.

1- فتحية إسماعيل محمد مشعل، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة: رؤية فقهية معالجة، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009، ص 11.

2- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 16.

3- عصام عبد الغني علي، مبادئ وأسس التمويل وإدارة المنشآت والأسواق المالية، شركة ناس للطباعة، 2004 ص 298.

4- أمين طاهر عبد الحق الحميري، التطورات الحديثة في سوق الأوراق المالية ومتطلبات وجدوى إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن، رسالة ماجستير، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر، 2004، ص 74.

5- رشا مصطفى سعد عوض، محددات الاستثمار في أسواق رأس المال، رسالة ماجستير، جامعة المنصورة مصر، 1998، ص 42.

وللمشتقات المالية عدة أنواع، يمكن ذكرها فيما يلي:

أ ــ الخيارات المالية : بموجبها يعطى للمشتري الخيار بين أن يشتري أو يبيع لمحرر العقد مقابل دفع مكافأة له غير قابلة للرد سواء تم تنفيذ العقد أو التراجع عنه حسب تحقق توقعات المشتري لأسعار الأدوات المالي الداخلة في تركيب الخيار في تاريخ الاستحقاق، مما يتيح المجال للمضاربة بكميات كبيرة من الأصول المالية باستخدام أموال تمثل نسبة بسيطة من القيمة الإجمالية للعقد المتمثلة في قيمة المكافأة.

ب ــ العقود المستقبلية: هي عقود يتم بموجبها تسلم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل بعد تحديد السعر ووقت إبرام العقد، وعادة ما يلتزم طرفا العقد بإيداع نسبة تتراوح بين 5% و10% لدى السمسار كضمان لإتمام العقد. وفي هذا النوع من العقود يتعرض المستثمر لمخاطر الخسارة بنسبة أكبر إذا لم تتحقق توقعاته بخصوص الأسعار[1].

ج ــ عقود المبادلة: يتم فيها التعاقد فيها بين طرفيها على مبادلة أصل معين أو مجموعة أصول بأصل آخر أو مجموعة أصول بالسعر الحالي وفق شروط يحددانها، فيتم تحديد الأوراق المالية التي يتم تبادلها وكميتها وسعرها عند إتمام الصفقة والموعد، وبالتالي يمكن للمستثمر استخدام هذه العقود للتحوط من تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية[2].

إن زوال نظام سعر الصرف الثابتة وما تبعه من تقلب مستمر لأسعار الصرف وأسعار الفائدة زاد من حجم المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون في البورصات، ومع اتجاه الحكومات لرفع القيود على عمل المؤسسات المالية وأسواق الأوراق المالية قام المتعاملون بابتكار العديد من الأدوات التي تمكنهم من تقليل المخاطر ونشرها أهمها المشتقات المالية، والتي شملت مختلف السلع والخدمات والأوراق المالية، ولكن المضاربون والمؤسسات المالية والبنوك عمدت على إخفائها من الرقابة الحكومية بعدم إظهارها في قوائمها المالية، أي عدم التقيد بقواعد الاحتراس[3]. أدى استعمال

1- عصام عبد الغني علي، مرجع سابق، ص 310.

2- أمين طاهر عبد الحق الحميري، مرجع سابق، ص 90.

3- بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 111.

المشتقات المالية والتوسع فيها إلى اتساع الفجوة بين الأصول المالية والأصول الحقيقية وبالتالي سيادة الأصول الوهمية في المعاملات[1].

تسببت المشتقات المالية في عدة أزمات مالية، حيث كانت سببا مباشرا في أزمة الأسواق المالية في أكتوبر 1987م وكثير من أزمات الأسواق المالية ومنها للأزمة المالية العالمية 2008م حيث لعبت المشتقات المالية دورا مهما في ظهور الأزمة المالية 2008م ، فساهمت بعض الخصائص المميزة للمشتقات المالية؛ كشرط سداد جزء قليل من قيمتها عند الشراء؛ في تضخيم قيمته التي بلغت 480 تريليون دولار (تمثل عشرات أضعاف الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية) [2].

تساهم الأسهم بنسبة كبيرة في تكوين المشتقات المالية، ومع ضخامة قيمة المشتقات المالية في الأسواق المالية الدولية جعل من هبوط أسعار الأسهم غير مقاوم. فالمشتقات المالية لا ترتبط بأصول حقيقية وإنما بشروط أو أحداث مستقبلية، وكثيرا ما كانت مرتبطة بالمضاربة إلى حد كبير، فعند انخفاض أسعار الأسهم –الغير المتوقع– يتسبب ذلك في إلحاق خسائر كبيرة إما لمشتري أو بائع العقد.

ما زاد من حجم مخاطر هذه المشتقات غياب الدور الرقابي للحكومة في كثير من الأسواق المالية وخاصة الأسواق الغير منظمة التي تعد المكان المفضل لتداول المشتقات المالية، حيث أتاح لكثير من وكالات التقييم المبالغة في منح الجدارة الائتمانية للمؤسسات التي تصدر هذه المشتقات وعند أسعار مرتفعة، مما ساهم في نقل المخاطر إلى أطراف متعددة[3].

---

1 –De la crise financière à la crise économique, banque de France, documents et débats N3, janvier 2010, p 5.

2– بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 226.

3– الأزمة المالية العالمية: التداعيات والآثار على اقتصاد الدول العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة مصر، 2010. ص 7.

الفرع الرابع: القروض العقارية منخفضة الجودة

أدى انتشار الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وتشجيع الحكومة الأمريكية البنوك على الإقراض بتخفيض الفدرالي الأمريكي لسعر الفائدة، إلى اتجاه العائلات الأمريكية ذات الدخل المنخفض والمشكوك في قدرتها على تسديد القرض وفوائده المتغيرة بسبب ضعف مداخيلها إلى الاقتراض من البنوك لشراء منزل. وفي ظل انعدام الشفافية وضعف الرقابة الحكومية على البنوك والمؤسسات المالية المختصة في العقارات، بالغت البنوك في الإقراض وتحميل المقترض الزيادات الحاصلة في أسعار الفائدة، مما أدى إلى عجز العديد من المقترضين عن سداد قروضهم واختلال في العرض والطلب فب القطاع العقاري، ما أدى تلقائيا إلى انخفاض سريع وحاد في أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ابتداء مت سبتمبر 2007م وتبعه انهيارات للبورصات والمؤسسات المالية من مختلف أنحاء العالم التي استثمرت أموال طائلة في القطاع العقاري الأمريكي[1].

عرف سوق العقارات ازدهارا في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2000م-2006م وتدفقت أموال كبيرة أجنبية على الولايات المتحدة الأمريكية في شكل استثمارات سواء كانت مباشرة في بإقراض المواطنين الراغبين في شراء منزل أو بطريقة غير مباشرة بشراء الأصول المورقة واسهم وسندات وعقود مشتقات مالية قائمة على أسهم البنوك المؤسسات المالية في الأسواق المالية والتي لها استثمارات في القطاع العقاري، وزاد بذلك الإنفاق الاستهلاكي في الولايات المتحدة الأمريكية بأموال القروض حتى بلغ في العشر سنوات قبل الأزمة 8 تريليون دولار وزاد معه معدل التضخم ما حتم على الاحتياطي الفدرالي رفع سعر الفائدة لتخفيض معدل التضخم المتزايد وزيادة الأعباء على المقترضين. وبعجز كثير من المقترضين عن سداد ديونهم قامت المؤسسات المالية بإخلاء المنازل التي عجز أصحابها عن دفع ثمنها، فانهار سوق العقارات وعجزت المؤسسات المالية عن تحصيل ديونها متسببة في شح السيولة لديها مما أودى ببعضها إلى إعلان إفلاسها وظهور الأزمة المالية العالمية 2008م[2].

1- الأزمة التمويلية العالمية وسبل مواجهة آثارها على مصر، مرجع سابق، ص 02.

2- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 63.

الفرع الخامس : التلاعب في أسس الائتمان.

في ظل نقص الشفافية ورقابة الدولة على نشاط البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية وغلبة المصالح الشخصية في إدارات المؤسسات المالية المختلفة الساعية إلى تحقيق أرباح وعلاوات كبيرة دون مراعاة لمصالح المساهمين والعملاء، لعبت وكالات الائتمان دورا هاما في نشوء الأزمة، حيث لم تلتزم بالقواعد السليمة في تقييمها ومنحها للجدارة الائتمانية وعدم الالتزام بالموضوعية في ذلك، حيث توسعت وبالغت في منح شهادات الجدارة الائتمانية، وهذا ما شجع على الإقبال من مختلف أنحاء العالم على شراء الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المالية الحاصلة على الجدارة الائتمانية. في ظل هيمنة المضاربات على حركة الأسواق المالية ارتفعت أسعار هذه الأوراق المالية لدرجة تفوق قيمتها الحقيقية ما جعل البنوك والمؤسسات المالية تتوسع في منح القروض المتساهلة الموجهة للقطاع العقاري ونشر مخاطرها وتأثيراتها[1].

المطلب الثالث: أسباب أخرى

الفرع الأول: ضعف الحكومات وانتشار الفساد

لعبت الحكومات ومعها بنوكها المركزية دورا في تهيئة الظروف لظهور الأزمة المالية العالمية 2008م، حيث أن النهج الاقتصادي المتبع في الولايات المتحدة الأمريكية (تيار المحافظين الجدد الذي يتبنى الحرية الاقتصادية والمالية المطلقة) قد منع الدولة من التدخل في النشاط الاقتصادي ومراقبة ما يجري في الأسواق المالية، مما سمح لمجموعة من المضاربين من التحكم والتأثير في القرارات الاقتصادية[2].

أدى ضعف الرقابة على بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية والمشتقات المالية المبتكرة والهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية إضافة إلى انتشار الفساد في الهيئات الحكومية المشرفة والتي كانت متواطئة في كثير من الأحيان، إلى تشجيع المستثمرين على

1- الأزمة المالية العالمية: التداعيات والآثار على اقتصاد الدول العربية، مرجع سابق، ص 10.

2 - THIOMBIANO Taladidia & D.LANKOANDE Gountiéni & THIOMBIANO Noel & SANON Jean, P 32.

الإقبال على التعامل بالأوراق المالية والمنتجات المالية المبتكرة[1]، حيث شجع نقص الرقابة على البنوك إلى توسعها ومبالغتها في الإقراض وتوريق الديون تتعدى ضعفي حجم رأسمالها وإهمال ما يعرف بالرافعة المالية[2] الأمر الذي يساهم بزيادة حجم المخاطر في حالة تعرض المقترضين لعسر في تسديد ما عليهم؛ فمثلا قامت بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية بإقراض حوالي 129 مليار دولار بينما لم تتعدى رأسمالها 04 مليار و700 مليون دولار ، وقد حدث ما كان متخوفا منه مع نشوب الأزمة المالية العالمية، حيث تم[3].

مع مجيء الرئيس الأمريكي "جورج بوش الابن" في سنة 1999م ورفعه شعار منزل لكل أمريكي، وفي ظل ضعف الرقابة على البنوك اندفعت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من عدة دول على الاستثمار في سوق العقار الأمريكي دون مراعاة لشروط الإقراض، حيث شجعها أيضا انخفاض سعر الفائدة[4] وهذا ما تسبب في سنة 2007م بأزمة القروض عالية المخاطر التي أدخلت اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية في مرحلة الخسائر والإفلاس في سنة 2008م[5].

كما أحاط الفساد الإداري بالكثير من القروض، حيث تم التلاعب في تقييم الضمانات وتحديد مبلغ القرض وآجاله ومعدل الفائدة عليه وإعطاء بعض الأشخاص قروضا ليتم تهريبها فيما بعد،

1- الجوزي جميلة، مرجع سابق، ص 10.

2- حسن محمد الرفاعي، دور الفكر الاقتصادي في إدارة الأزمة الاقتصادية الراهنة، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، مارس 2009، ص 04.

3- صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009، ص 16.

4- إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009 ص11.

5- محمد أحمد زيدان، مرجع سابق، ص 05.

وهذا ما زاد من حجم الديون المعدومة والمشكوك فيها لدى البنوك[1]، وقد لعبت وكالات تقييم الجدارة الائتمانية دورا في هذا، حيث لم تلتزم بالموضوعية في تقييمها كما تم الإشارة اليهم سابقا[2].

الفرع الثاني: الحروب المتتالية التي شنتها الولايات المتحدة الأمريكية ودول متقدمة

قامت الولايات المتحدة الأمريكية ومعها عدد كبير من الدول المتقدمة بحروب كثيرة ابتداء من الحرب العالمية الثانية، لكن أكثر هذه الحروب تكلفة وتأثيرا على الاقتصاد كانت حربا أفغانستان سنتي 2003م و2007م على التوالي، حيث كانت لهما تأثيرا كبيرا على الاقتصاد العالمي بصفة عامة والاقتصاد الأمريكي بصفة خاصة؛ فقد استنزفتا الميزانيات العامة بالإضافة إلى زيادة حدة الدين العام الذي مول من طرح سندات الخزانة الأمريكية في الأسواق المالية، حيث تحدثت تقارير على أن هاتين الحربين كلفت الولايات المتحدة الأمريكية ما يعادل 1,4 مليار دولار يوميا، استهلكت حربي 2003م و2007م ميزانيات إضافية بمئات المليارات من الدولارات انعكست آثارها خاصة على حجم الدين العام الأمريكي الذي ارتفع لمعدلات قياسية[3] وبلغ العجز التجاري الأمريكي 358 مليار دولار في سنة 2006م ووصل عجز الميزانية العامة الامريكية 410 مليار دولار في 2008م فيما بلغت المديونية رقما قياسيا بوصولها 8,9 تريليون دولار في سنة 2007م[4]. وقد تم تمويل الحرب على حساب ميزانية الصحة العامة وغيرها من المشاريع الحكومية الاجتماعية[5] وعلى اهتمام الحكومة بالوضع الداخلي، وذلك خدمة لمصالح العولمة والليبرالية الجديدة[6].

1- رفيق يونس المصري، الأزمة المالية العالمية : أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009، ص 378.

2- الأزمة التمويلية العالمية وكيفية مواجهة آثارها على مصر، المرجع السابق، ص 02.

3- إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، المرجع السابق، ص 47.

4- صلاح زين الدين، مواقف الدول المتقدمة والدول النامية تجاه الأزمة المالية العالمية: دراسة مقارنة بين ألمانيا ومصر، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة مصر، أفريل 2009، ص 10.

5- إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، مرجع سابق، ص 47.

6- منير الحمش، السياسات الاقتصادية الكلية في ظل الأزمة المالية الراهنة، بحوث اقتصادية عربية، لبنان، العدد العدد 47، صيف 2009، ص 17

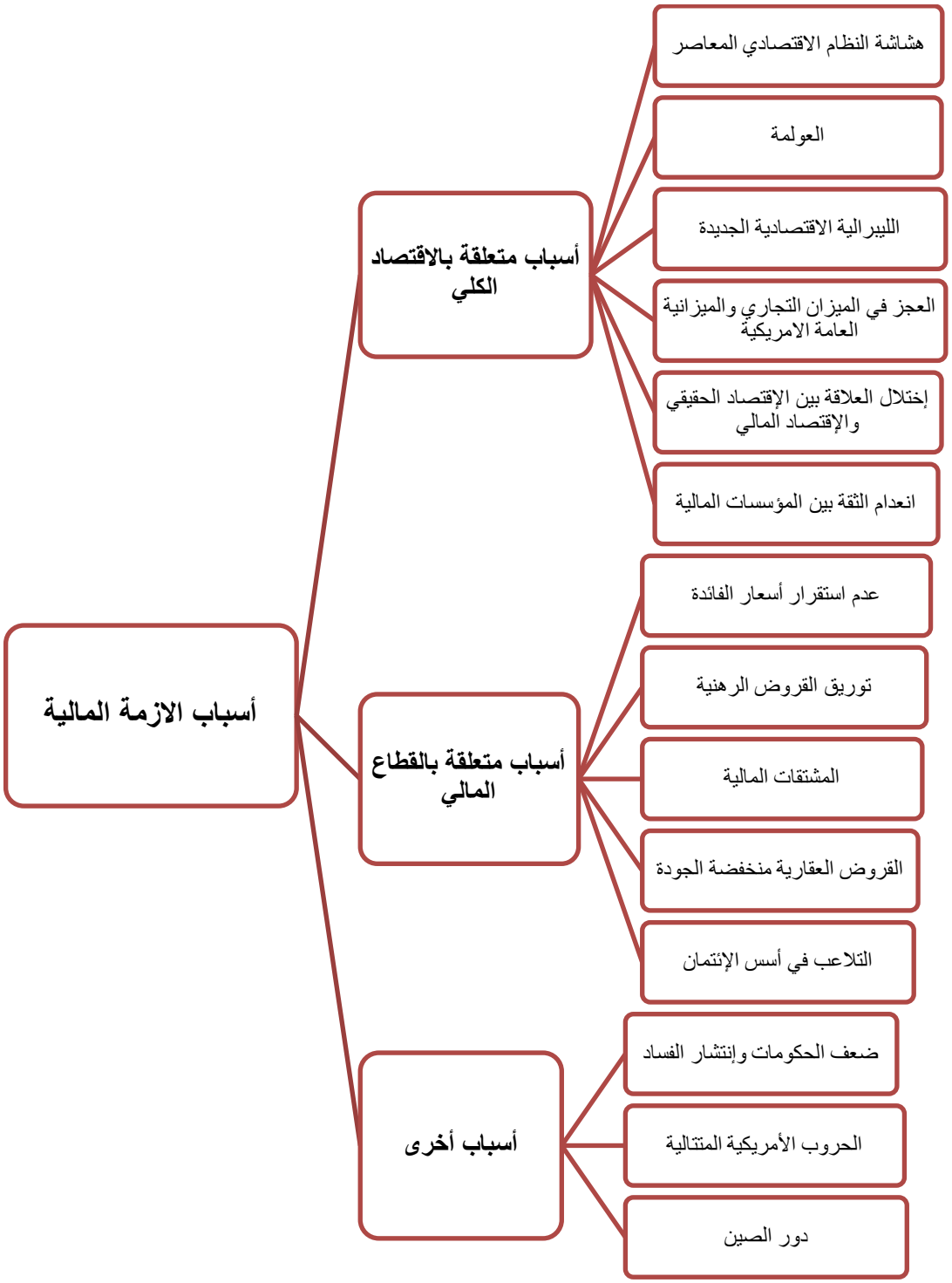
الفرع الثالث : دور الصين

يرى بعض الباحثين والمتتبعين للوضع الاقتصادي أن الصين كان لها دور في ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م وتسريع وتيرتها وانتشارها، حيث انتهجت الصين سياسة تخفيض سعر صرف عملتها "اليوان" إلى مستويات دنيا ومبالغ فيها مستفيدة من الاحتياطات من العملات الأجنبية التي تملكها والتي بلغت حوالي 2 تريليون دولار في سنة 2007م، لجعل سلعها رخيصة الثمن وزيادة صادراتها. حصلت الصين على سيولة كبيرة بالعملات الأجنبية استخدمتها في شراء سندات الخزانة الأمريكية وسندات قروض مدعومة برهون عقارية ما أدى إلى تضخم قيمتها، مما شجع البنوك على التوسع في إقراض من لا يستحق وغير قادر على سداد أقساط القرض العقاري مما ساهم في تهيئة الظروف لظهور الأزمة المالية العالمية 2008م، كما شجع ذلك الحكومة الأمريكية على التوسع في الاقتراض بطرح مزيد من السندات لتمويل العجز في ميزانيتها العامة الناتجة عن زيادة ميزانية الدفاع[1].

في الأخير، يمكن تلخيص أسباب الأزمة المالية العالمية في الشكل التالي:

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 67.

الشكل رقم (02): أسباب الأزمة المالية العالمية 2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على المعلومات المذكورة سابقا.

خلاصة الفصل الأول

بعد التطرق إلى الأزمة المالية العالمية 2008م من جوانب عديدة، نستنتج أنها تعد من الأزمات المالية الأكثر عمقا وتأثيرا وتكلفة، ذلك أنها لم تنحصر في قطاع معين ولا في إقليم معين ودولة ما ابتدأت كأزمة في القطاع العقاري ثم انتشرت إلى القطاع المالي بإفلاس كثير من البنوك والمؤسسات المالية وانخفاض حاد في مؤشرات البورصات العالمية وتوسعت اكثر لتغطي كافة القطاعات الاقتصادية تقريبا، كما أنها انتشرت لتمس كل دول العالم باختلاف مستوياتها وتطورها الاقتصادي وباختلاف سياساتها الاقتصادية..

لذلك فأي سعي الدول للخروج من هذه الأزمة لابد وأن يتم تحت إطار من التنسيق والتعاون الدولي سواء بين الدول أو مع المؤسسات المالية والاقتصادية الدولية.

الفصل الثاني:

هيكل الأسواق المالية

في الدول المتقدمة والدول

الناشئة

تعمل السوق المالية في بيئة تشريعية وتنظيمية متغيرة ومع التطورات التي يشهدها الظرف الاقتصادي والمالي على الصعيدين المحلي والدولي، حيث أن الاقتصاد في الوقت الراهن تحكمه علاقات تتميز بالترابط والتشابك وخاصة فيما بين الأسواق المالية التي تحتل مكانة هامة جدا في النظام المالي والاقتصادي التي أصبحت تعتبر مؤشرا هاما يقتدى به في معرفة درجة التطور الاقتصادي والانفتاح على الخارج للدول. لفهم أداء السوق المالي بطريقة جيدة ودوره ومعرفة التغيرات الحاصلة فيه وبه، لابد من دراسة تطوره من جهة وهيكله التنظيمي ومؤشراته وغيرها من جهة أخرى.

إن العلاقات الدولية تحكمها حاليا مبدأ القوة الاقتصادية والمالية للدولة، فالأقوى هو الذي يستفيد من منافع وفوائد الاقتصاد العالمي وتكون له فرص أحسن لفرض نفسه، وحاليا توجد قوتين اقتصاديتين تستحوذ على النسبة الهامة من التجارة الدولية والاستثمارات الأجنبية في الأصول الحقيقية والمالية ولها تأثير بالغ على النظام المالي العالمي، بحكم تطورها الاقتصادي وامتلاكها لنظام مالي وأسواق مالية متطورة ذات قيمة سوقية كبيرة، وهتين المجموعتين من الدول هي الدول المتقدمة والناشئة.

في هذا السياق، ولدراسة الأسواق المالية لتلك الدول، قمنا بأخذ نموذجين للأسواق المالية من كل مجموعة، فقسمنا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول يتناول السوق المالي الأمريكي.

المبحث الثاني يتناول بالدراسة السوق المالي الفرنسي.

المبحث الثالث نتطرق فيه إلى الأسواق المالية الهندية.

المبحث الرابع يتطرق إلى الأسواق المالية الصينية

المبحث الأول: السوق المالي الأمريكي

ينشط في الولايات المتحدة الأمريكية عدة بورصات، تتواجد في نيويورك، بوسطن، سينسنياتي، الوسط الغربي، الباسيفيك، فيلاديلفيا وغيرها، وتتشابه هذه البورصات مع بورصة نيويورك، إلا أنها لا تصل إلى أهمية بورصة نيويورك نظرا للقيمة السوقية الكبيرة وحجم المعاملات وعدد المؤسسات المدرجة التي تمتلكها بورصة نيويورك NYSE حيث تحتل هذه الأخيرة المرتبة الأولى عالميا من حيث القيمة السوقية، لذلك فبورصة نيويورك لها أهمية بالغة وتأثير على السوق المالي الأمريكي، حيث سعت الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 1975م إلى تحقيق مركزية الأسواق المالية في نيويورك بربط كل الأسواق المالية بشبكة واحدة، لذلك فبورصة نيويورك تعبر عن حالة الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية[1].

المطلب الأول: نشأته و تطوره

الفرع الأول: نشأته

في سنة 1792م، اجتمع 24 سمسار أسهم في شارع wall street وقاموا بإمضاء اتفاقية buttonwood agreement التي تعد الاتفاقية المؤسسة للبورصة. وقبل ذلك بسنتين كانت الحكومة الفيدرالية قد قامت بإصدار 80 مليون دولار سندات لتمويل إعادة إعمار ما دمرته الحرب الأهلية.

الفرع الثاني: تطوره

وقد عرفت بورصة نيويورك تطورات عديدة تجاوبا وتفاعلا مع تطور الأحداث الحاصلة في الولايات المتحدة الأمريكية. في عام 1830م، أصبح التجار الذين ينشطون في الشارع يسمون Curbstone brokers أو الوسطاء خارج البورصة، حيث اختص هؤلاء في أسهم الشركات الصغيرة والجديدة النشأة القادرة على التوسع والتطور ولانخفاض أسعار أسهمها في بداية نشأتها مما قد يحقق عوائد كبيرة اذا ارتفعت أسعار أسهمها، وكذلك لان الاقتصاد الأمريكي كان في حالة نشأة بعد انتهاء الحرب الأهلية التي دمرت البنية التحتية القائمة آنذاك والتي أتت على مجمل النشاط

1- صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 157.

الاقتصادي بالتوقف والركود مما أتاح فرص كبيرة لنمو الشركات الصغيرة والجديدة النشأة. في 1840م، وخلال فترة حمى التدافع لاكتشاف الذهب في كاليفورنيا، تعامل الوسطاء في شركات المناجم مما سهل نمو وتوسعا سريعا لهذه الصناعة في الولايات المتحدة الأمريكية.

في 1850م، استقر الوسطاء الغير رسميون في ركن من شارع وول ستريت، ثم انتقلوا لاحقا إلى شارعي "ويليام" و "بايفار"، حيث تعامل هؤلاء التجار في أسهم شركات البترول إبان فترة اكتشاف البترول في غرب بنسلفانيا وذلك في سنة 1859م. وفي 1864م، تم فتح مجلس وسطاء الأوراق المالية الذي تأسس من طرف الوسطاء الغير رسميين والذي اندمج في بورصة نيويورك لاحقا في 1869م.

في 1865م، بعد انتهاء الحرب الأهلية، كانت أسهم الشركات الصغيرة مثل Iron و Steel أول الأسهم التي تباع من طرف الوسطاء الغير رسميين. في 1890م، تم نقل السوق الغير رسمية إلى مكان قريب من مكان التداول الرسمي في شارع "برود".

بدخول القرن العشرين، عرفت البورصة الأمريكية أحداثا هامة، حيث قام "إيمانويل موندالز" في سنة 1904م بتنظيم السوق الغير رسمي، وذلك بهدف تعزيز التعاملات السليمة والأخلاقية وحماية المتعاملين من الأخطار التي تنشئ عادة في الأسواق الغير رسمية من النصب والاحتيال والمضاربات الغير شرعية، وكذلك لوضع السوق الغير الرسمي تحت اطر قانونية تتحكم فيها الدولة قصد توفير مجال أوسع لتطور الشركات الأمريكية، وتم تأسيس وكالة السوق الغير رسمي لنيويورك لتقنين الممارسات التجارية. في 1911م، أنشأت بورصة نيويورك الغير رسمية تماشيا مع الدستور والقوانين التي تحدد معايير الوساطة و التسجيل. في 1921م، تم نقل السوق الغير رسمي إلى مبنى جديد في شارع "ترينو يتش" في منهاتن، وتلاه في 1929م، تغيير اسم البورصة الغير رسمية من the new york curb market إلى new york curb exchange،[1] وشهدت هذه السنة الكساد العظيم أو ما يعرف بالثلاثاء الأسود، حيث فقدت بورصة نيويورك 26

1 – American stock exchange: historical timeline, NYSE Euronext NYSE, www.nyse.com.

مليار دولار من قيمة الأسهم المتداولة فيها، حيث تفاعلت البورصة مع الأحداث التي عرفها الاقتصاد الأمريكي، نظرا للارتباط القوي الذي كان بين البورصة والاقتصاد[1].

في سنة 1953م، تغيرت تسمية البورصة إلىThe American Stock exchange، وكان قبلها في 1950م إطلاق راديو Amex لإذاعة أسعار الأسهم وتحركات مؤشرات الأسواق ومعلومات السوق، مما ساهم في نشر الوعي بأهمية البورصة في الاقتصاد وانعكس ذلك إيجابيا في جذب المزيد من الشركات الكبرى إلى الإدراج في قوائمها وكذلك المواطنين الذين قاموا بتوظيف أموالهم في شراء أسهم الشركات المدرجة فيها والتعامل فيها، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المدرجة في Amex من 12 مليار دولار سنة 1950م إلى 23 مليار دولار في 1960م[2].

في عام 1967م، عرفت بورصة نيويورك دخول أول امرأة فيها كعضو ودخول أول عضو غير أمريكي فيها، وتعتبر خطوة مهمة في إطار انفتاح السوق المالي الأمريكي[3]. في 1971م، أدرجت Amex كشركة لا تهدف إلى الربح، وهذا في إطار الخطوات الحكومية لتنظيم أكثر للبورصة وتعزيز شفافيته. في1975م، أطلقت Amex خياراتها في السوق، برنامج تعليم المستثمر، بحوث ومحاضرات تشرح فيها سلبيات وإيجابيات المنتجات المالية الجديدة، وذلك في إطار سعيها إلى تشجيع المواطنين والمستثمرين والشركات على الإقبال والتعامل في البورصات الأمريكية.

خلال الفترة 79- 1987م، عرفت البورصات الأمريكية انتعاشا؛ حيث ارتفاعا كبيرا في التعاملات لتشمل أدوات مالية جديدة الأسهم والخيارات كما عرفت كذلك ارتفاعا في عدد الشركات المدرجة كما ازدادت أهميتها ودورها في الاقتصاد الأمريكي. في يوم 19 أكتوبر 1987م، خسرت البورصات الأمريكية 508 نقطة في مؤشراتها، وهي اكبر خسارة تتعرض له البورصة في يوم واحد[4].

1 - The history, www.library.thinkquest.org.

2 - American stock exchange, op.

3 - The history, op.

4 - American stock exchange: historical timeline.

في 17 ماي 1992م، احتفلت البورصات الأمريكية بمرور 200 عام على تأسيسها[1]. في سنة 1993م، تم إدراج لأول مرة صندوق (ETF) في التداول، كما بدأ تداول شهادات إيداع standard & poor (SPDRS)، حيث أصبح أكبر صندوق في العالم تحت اسم SPIDERS. في عام 1998م، اندمجت AMEX مع الجمعية أو الرابطة الوطنية لتجار الأوراق المالية، وتم إنشاء The Nasdaq Amex Market Group، وفي 2004م، استعادت Amex استقلاليتها. في 2008م، انضمت Amex إلى مجموعة NYSE Euronext للتبادلات، حيث ساهم ذلك في تعزيز مركز الشركة من نواحي عديدة.[2]

المطلب الثاني: تنظيم البورصة

تعرف بورصة نيويورك يوروناكست NYSE Euronext نفسها كمنظمة ذاتية التنظيم تزود الجمهور بمختلف الأوراق المالية الموجودة في البلد[3].

ويشرف على بورصة نيويورك وتنظيمها لجنة البورصة والأوراق المالية SEC[4] ، ويتفاعل ثلاث أطراف أساسيين لضمان السير الحسن للبورصة واستقلالية وشفافية السوق؛ وهم مجلس المديرين والإدارة والمساهمين.[5]

الفرع الأول: مجلس المديرين

يعتبر المجلس طرفا أساسيا لنجاح إدارة البورصة وعملها، و يقوم المجلس بمساعدة باقي أجهزة البورصة بخلق نمو دائم وطويل الأجل لقيمة حقوق المساهمين من خلال القرارات التي يصدرها، وذلك بوضع أنظمة مناسبة لإدارة المخاطر. يقوم المجلس كذلك بتوفير وضمان وسيلة وقنوات للمساهمين للتعبير عن آرائهم حول الشركة (البورصة) وقيادتها، ويتخذ المجلس ما يراه مناسبا من قرارات لرسم السياسة العامة للسوق، تحقق أهدافه واستقلاليته والعمل على إدارته بكفاءة

1 – The history, op.

2 – American stock exchange, op.

3 – Background on NYSE structure and governance, www.nyse.com.

4 – Frederic s.Mishkin, op, p43.

5 – Definitive proxy statements, Nyse Euromext (NYX) , 2011, p22.

عالية كما يقوم المجلس بإنشاء حوافز مناسبة ومبادئ التعويض لضمان تحفيز الموظفين، وذلك للعمل في صالح أهداف البورصة واستقلاليتها ولمساهميها وذلك على المدى الطويل.

يساعد المجلس أربع لجان في عمله، حيث لا يحق للرئيس التنفيذي أو المدير التنفيذي للبورصة أن يخدما في هذه اللجان تحقيقا لمتطلبات استقلالية البورصة تماشيا مع المنهج الرأسمالي الحر المعتمد في الولايات المتحدة الأمريكية.

أ-**لجنة التدقيق:** تقوم هذه اللجنة بالمهام التالية:

- الإشراف على سلامة بيانات سوق نيويورك يورونكست المالي الموحد والضوابط الداخلية وضمان الالتزام بالمتطلبات القانونية والتنظيمية والعملياتية المتعلقة بإدارة المخاطر ونظم الرقابة الداخلية والسياسات الضريبية للبورصة.
- إعداد تقرير لجنة التدقيق لحملة الأسهم.
- تعين وتشرف على عمل المدقق المتنقل وتقييم مؤهلاته وأدائه، ولها الحق في استبداله أو إنهاء مهامه.
- إجراء المراجعات الهامة والرسوم المقدرة لمراجعة الحسابات.
- مراجعة تقارير التدقيق الداخلي.
- المراجعة والموافقة على خطط المراجعة الداخلية، كما تقدم توصيات على تغيير الخطط وتقييم فعالية وظيفة المراجعة الداخلية.

يوصي المجلس بالموافقة على تعيين وتغيير السلطة التنفيذية العليا والمراجعة الداخلية فيما يتعلق بالمسؤوليات والميزانية والموظفين في شعبة مراجعة الحسابات الداخلية[1].

ب- **لجنة التعويضات و الموارد البشرية:** تتمثل وظيفة اللجنة في:

- استعراض سياسات الموارد البشرية بما في ذلك الأنشطة المتعلقة بتوظيف أعضاء لجنة الإدارة.
- يقوم سنويا بمراجعة واستعراض والموافقة على أهداف الشركة والأهداف ذات الصلة لتعويض الرئيس التنفيذي ونائبه وتقييم أداءهما في إطار هذه الأهداف.

1 - Nyse euronext audit committee charter, www.nyse.com, 2008.

- تقديم توصيات إلى مجلس الإدارة فيما يتعلق بالتعويض والحوافز والخطط.

يحدد التعويض لجميع لجنة الإدارة عدا الرئيس التنفيذي و نائبه[1].

ت- لجنة الحكم والترشيح: تقوم اللجنة ب:

- تحديد وتقديم التوصيات والنصح للمرشحين لانتخابات المجلس.
- يتلقى ويراجع توصيات المساهمين والجمهور للنظر في المترشحين لعضوية المجلس ويوصي المجلس بخصوص سياسة الترشيح.
- يقدم توصيات للمجلس فيما يتعلق بتحديد استقلال المدير.
- يراجع ويوصي المجلس فيما يخص تعويضات وأرباح المديرين الغير التنفيذيين.
- يقدم توصيات للمجلس فيما يتعلق بالتعيينات ورئيس لجنة العضوية.

يشرف على تقييم المجلس والإدارة[2].

ث- لجنة التكنولوجيا: تقوم بـــ:

- استعراض خطة تكنولوجيا المعلومات السنوية وميزانية تكنولوجيا المعلومات وترصد التقدم المحرز في الخطة.
- يناقش مخاطر التكنولوجيا والتحديات الكبرى[3].

الفرع الثاني: الإدارة

تحتل الإدارة دورا أساسيا في بورصة نيويورك يورونكست، حيث تتحمل المسؤولية عن إدارة البورصة على أساس يومي، فضلا عن تنفيذ عمليات الشركة الأساسية والاستراتيجية بهدف

1 - Nyse euronext human resources and compensation committee charter, www.nyse.com, 2009.

2 - Nyse euronext Nominating and governance committee charter, www.nyse.com, 2007.

3 - Nyse Technology committee charter, www.nyse.com, 2007.

خلق نمو طويل الأجل في قيمة البورصة، من خلال وضع الخطة الاستراتيجية للشركة وتطوير أدوات قياس أداء مناسبة للبورصة، كذلك تعتبر هي المسئولة عن خلق والحفاظ على أخلاقيات المهنة، بالضافة إلى ذلك تقوم الإدارة بما يلي:

- تحديد وتقييم وتخفيف المخاطر.
- تشغيل عمليات البورصة، حيث يشرف عليها موظفون أكفاء يخضعون للمساءلة عن أداء نظام إدارة المخاطر.

أما الدور الحاسم للإدارة، فيتمثل في الحفاظ على العمليات والإجراءات لتوظيف وتطوير المواهب والحفاظ على مكانة السلطة التنفيذية.

إن الإدارة هي مصدر المعلومات حول البورصة لمجلس المديرين، مما يسمح لهذا الأخير بأخذ فكرة واضحة عن سير عمل البورصة والإشراف على عملها، كذلك تقوم الإدارة بتزويد المساهمين بالمعلومات اللازمة عن الشركة وأهدافها الاستراتيجية وخططها ومركزها القانوني وكل المعلومات التي تسمح بقياس أداء الإدارة ونشاطاتها ومدى تحقيقها لأهداف ومبادئ المؤسسة وكذا مصالح المساهمين.

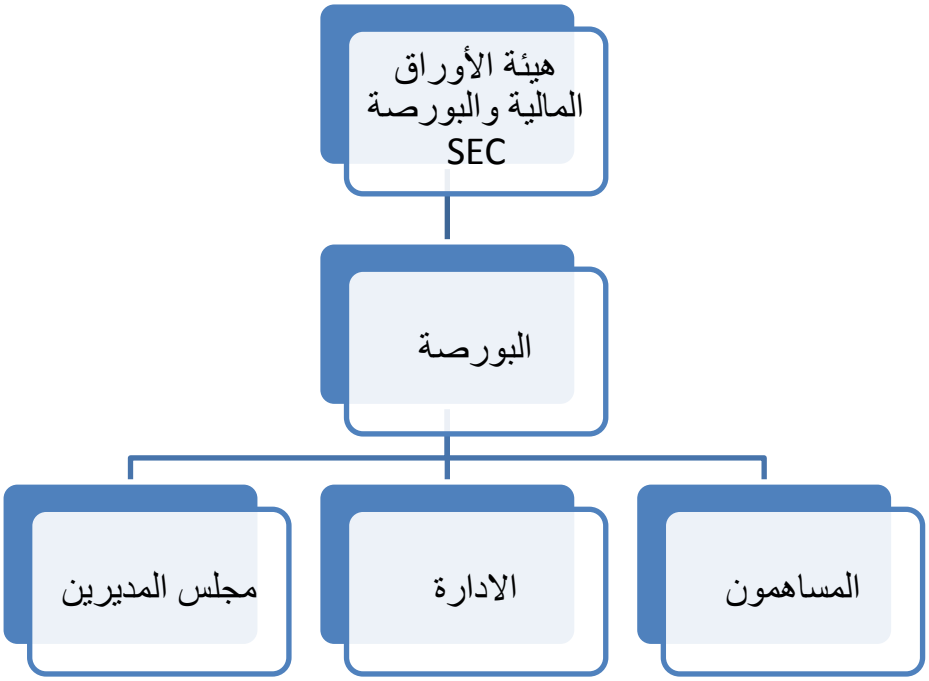
الفرع الثالث: المساهمون

يملك المساهمون الحق في التصويت على القضايا الأساسية المتعلقة بالشركة، بما في ذلك عمليات الدمج وبعض المعاملات وكذلك انتخاب مجلس الإدارة. للمساهمين الحق في شراء وبيع الأسهم بحرية، ولهم الحق في عقد مجالس لمسائلة أعضاء مجلس الإدارة ومجلس المديرين.[1].

ويمكن توضيح هيكل السوق المالي الأمريكي في الشكل التالي:

1 – Report of the new York stock exchange: commission on corporate governance, Nyse euronext, September 2010, p24.

الشكل رقم (03): تنظيم البورصات الأمريكية



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على المعلومات المذكورة سابقا.

المطلب الثالث: عضوية البورصة ومؤشراتها

الفرع الأول: عضوية البورصة

لكي ينظم أي فرد إلى عضوية البورصة، فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حال ويسمح المقعد له بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانيات البورصة، ويطلق على السهم الذي يتم تداوله بالسهم المسجل، ويتم التسجيل بطلب غير رسمي تتقدم به الشركة، وفي حالة الموافقة المبدئية يتحول إلى طلب رسمي معلن.

تتلخص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك في:

- أن يكون للشركة مكانتها على المستوى القومي.
- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة ولها وضع مميز.
- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع و النمو.

إذا انخفض التداول في السهم بشكل كبير بعد التسجيل، فانه يتم إلغاء تسجيل السهم وإيقاف التعامل فيه، كما يتم إلغاء تسجيل السهم إذا تم اندماج الشركة في شركة أخرى أو تم شراؤها من طرف شركة أخرى، وفي حالات أخرى يمكن تجميد التداول، أي توقف مؤقت عن التعامل في السهم إذا انخفض حجم التعامل بصورة غير طبيعية بسبب الشائعات الغير صحيحة بأن هناك محاولات للسيطرة على الشركة من شركة أخرى أو أن الشركة ستعلن قريبا عن أرباح سنوية منخفضة للغاية.

يوجد أربع مجموعات للعضوية، لكل منها أنشطة محددة وهي:

أ- **السماسرة و الوكلاء:** وهم يتلقون الأوامر التي يرسلها جمهور المتعاملين إلى بيوت السمسرة، ويتأكدون من إتمام تنفيذها داخل البورصة.

ب- **سماسرة المقصورة:** ويقومون بمساعدة السماسرة والوكلاء في تنفيذ جميع الأوامر التي تتدفق عليهم.

ت- **تجار المقصورة:** ويعملون لحسابهم ولا يقومون بتنفيذ أوامر مستثمرين آخرين، ويطلق عليهم أحيانا اسم تجار السوق المسجلين والمتنافسين أو التجار المتنافسين.

ث- **المتخصصون:** ويقومون بمهمتين أساسيتين:

1. عندما يعجز السمسار الوكيل عن تنفيذ أمر محدد بسبب انخفاض سعر السهم في السوق عن السعر المحدد، فان هذا الأمر يترك إلى المتخصصين لتنفيذه في المستقبل، وبذلك يقوم المتخصص بدور الوكيل لسمسار العميل أو بتعبير آخر يعمل كسمسار للسمسار.

2. القيام بدور التاجر في أسهم محددة بذاتها، بمعنى قيام المتخصص ببيع وشراء أسهم معينة لحسابه الخاص ويحقق من خلالها ربحا مناسبا.

تم توزيع جميع أسهم نيويورك على المختصين، بحيث يتعامل كل مختص في واحد أو أكثر من الأسهم التي يتم تداولها؛ بمعنى عدم اشتراك أكثر من متخصص واحد في سهم واحد ومن القواعد المتفق عليها ضرورة أخذ جميع الأوامر الخاصة بالسهم الذي يتعامل فيه المتخصص

إلى المكان المخصص له والذي يتواجد فيه خلال جميع ساعات العمل بالبورصة، حيث يتم تنفيذ الأمر أو تركه للمتخصص ليسجله.

من ناحية تشريعات الأوراق المالية، فإنه يتم تنظيم سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والرقابة عليها من خلال تشريعات فيدرالية وتشريعات تصدرها الولايات المختلفة، ويعتبر سوق الأوراق المالية الصادر في سنة 1933م أول تشريع رئيسي على المستوى الفيدرالي، ويشترط هذا القانون ضرورة تسجيل الإصدارات الجديدة بالإضافة إلى الإفصاح عن البيانات المالية. في 1934م جاء قانون البورصات ليغطي الأسواق الثانوية ويفرض ضرورة تسجيل البورصات الوطنية والسماسرة والتجار وغيرهم. وفي ظل هذه القوانين، تقوم هيئة الأوراق المالية والبورصة بالإشراف على عمليات البورصات وتداول الأوراق المالية، وهيئة الأوراق المالية هي سلطة حكومية شبه تشريعية يديرها خمس أعضاء يختارهم رئيس الولايات المتحدة الأمريكية وبموافقة السلطة التشريعية لمدة خمس سنوات ويساعد كل عضو مجموعة من المستشارين في مختلف الجوانب، وتفضل هيئة الأوراق المالية والبورصة استخدام مفهوم الرقابة الذاتية، حيث تقوم بتفويض قدر كبير من صلاحياتها إلى الجهات الإدارية داخل كل بورصة مع الاحتفاظ لنفسها فقط بحق التعديل[1].

الفرع الثاني: مؤشراتها

تمتلك إدارة بورصة NYSE Euronext أكثر من 1000 مؤشر لقياس أداء البورصة التي تضم أكثر من 1450 شركة، حيث تصنف المؤشرات إلى مؤشرات قطاعية، موضوعية، وطنية وذات بعد تكاملي وإستراتيجية[2]. يعتبر مؤشرا داوجونز وستاندر أند بور 500 من أشهر المؤشرات في بورصة نيويورك يورونكست .

أ- **مؤشر ستاندر أند بور Standard & poor's 500:** يضم المؤشر حوالي ربع أسهم الشركات المدرجة في بورصة نيويورك، حيث يضم 500 شركة كبيرة من مختلف القطاعات الاقتصادية، و يتم حساب المؤشر كالتالي :

1- صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 113.

2 - Indices, www.nyse.com.

المؤشر = مجموع (Ni Pi / OV) ×10

Ni : عدد أسهم الشركة المتداولة.

Pi: سعر سهم الشركة.

OV: متوسط القيمة الأصلية لأسهم الشركات الداخلة خلال الفترة 1941-1943م، وتعتبر هذه الفترة هي فترة الأساس.

ويعتبر هذا المؤشر كمقياس ممتاز لأداء الشركات والقطاعات في بورصة نيويورك، إضافة إلى أنه يشمل الشركات التي يتم يتداول أسهمها في أسواق ما فوق الكاونتر، كذلك يعتبر هذا المؤشر مرجح بالقيمة السوقية؛ ذلك أن الأسهم الداخلة في حسابه تحسب على أساس القيمة السوقية لها. ونظرا لتغير سعر سهم الشركة فإن المؤشر يحسب كل يوم و بشكل مستمر.

ب- مؤشر داو جونز للصناعة DOW JONES: يعتبر هذا المؤشر الأكثر استعمالا في أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية وأسواق مالية أخرى. بالرغم من شهرته إلا أنه محدود جدا؛ حيث يعكس حركات أسعار أكبر 30 شركة صناعية مدرجة في بورصة نيويورك، ويطلق على هذه الشركات The Blue Chip Stocks .

وبخصوص حساب المؤشر، فإنه يحسب وفق المعادلة التالية[1]:

Djia = مجموع أسعار أسهم الشركات الثلاثين / رقم خاص يسمى DIVISOR .

وأهم ما يميز المؤشر هو انتشاره وسهولة حسابه، حيث تقوم شركة داو جونز مالكة جريدة The Wall Street journal بنشره بشكل يومي[2].

بالإضافة إلى قطاع الصناعة، يوجد في بورصة نيويورك مؤشر "داو جونز" للطاقة والعناية الصحية والقطاع المالي والاستهلاك الغير الدوري والتكنولوجيا، الاتصالات والمرافق[3].

1- زياد رمضان و مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص 172.

2- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 79.

3 - Mythology guide for nyse indexes، nyse, 2004, p13.

أ- المؤشرات الوطنية والدولية أو ذات بعد تكاملي

تقوم بورصة نيويورك يورونكست بتصنيف، نشر وحساب مجموعة واسعة من المؤشرات الوطنية، الإقليمية والعالمية، حيث يضم مجموعة واسعة وكاملة من الأسهم المدرجة في أسواق نيويورك يورونكست المنظمة، ونذكر أهمها وأشهرها[1]:

1- مؤشر AEX: حيث يضم أكبر 25 شركة مدرجة من حيث التداول و مدرجة في NYSE Euronext Amsterdam، ويعتمد المؤشر على 2004/12/31 كتاريخ أساس ب 400 كقيمة أساس، وبحسب المؤشر كل 15 ثانية[2].

2- مؤشر BEL 20: يضم عشرين شركة على الأكثر المدرجة في NYSE Euronext Brussels، حيث يتم إدراج اكبر الشركات من حيث قيمة الأسهم المتداولة، ويحسب المؤشر كل 15 ثانية بتاريخ أساس 30-12-1990 و1000 كقيمة أساس[3].

3- مؤشر CAC 40: يضم المؤشر 40 شركة مدرجة في NYSE Euronext Paris، حيث يختار المجلس العلمي 40 شركة الأكثر تمثيلا لبورصة باريس من حيث قيمة الأسهم، ويحسب المؤشر كل 15 ثانية بتاريخ أساس 1987/12/31. و 1000 كقيمة أساس[4].

4- مؤشر NYSEUS 100: يضم 100 شركة مدرجة في NYSE Euronext، وهو مؤشر أمريكي، ويشترط في الشركات المدرجة المختارة أن:

-تكون أسهمها ذات سيولة عالية وذلك على مدار 12 شهرا.

-أن تكون الشركات الأكبر من حيث القيمة السوقية.

يحسب المؤشر كل 15 ثانية بتاريخ أساس 1999/12/31 و 1000 كقيمة أساس[5].

---

1 - indices، www.nyse.com

2 - AEx-index family rule book, Nyse euronext, 2011, P2.

3 - BEL 20 index family rulebook, nyse euronext, 2011, p 2.

4 - CAC 40 index family rulebook, nyse euronext, 2011, p 2.

5 - Rules for the euronext 100 index and next 150 index, 2011, p 2.

5- مؤشر PSI 20: يضم اكبر 20 شركة متداولة ومدرجة في NYSE Euronext Lisbon حيث يعتمد على الرسملة العائمة، ويحسب كباقي المؤشرات كل 30 ثانية بتاريخ أساس 1992/12/30 وبقيمة أساس 3000[1].

ب- المؤشرات القطاعية

تمكن هذه المؤشرات المستثمر من قياس أداء الأسهم حسب قطاعات معينة من السوق، كما تمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات أكثر انتقائية، وتنشر البورصة حوالي 100 مؤشر قطاعي وتحسب كل 15 ثانية[2]، وسنحاول ذكر أهمها:

5- مؤشرNYSE Arca لمناجم الذهب: يعتمد المؤشر على القيمة السوقية، ويضم الشركات المدرجة في بورصة نيويورك أو بورصة NYSE Amex أو بورصة NASDAQ والتي تنشط في مناجم الذهب و الفضة، ويحسب على أساس 2002/12/20. كتاريخ و500 كقيمة أساس[3].

6- مؤشر NYSE Arca لشركات الطيران: يقيس المؤشر أداء اكبر الشركات المدرجة التي تنشط في صناعة الطيران، ويحسب على 1994/10/21، و 200 كتاريخ وقيمة أساس[4].

7- مؤشر NYSE Arca للتكنولوجيا الحيوية: صمم المؤشر ليقيس أداء الشركات التي تنشط في صناعة التكنولوجيا الحيوية؛ والتي تستخدم العمليات البيولوجية في تطوير المنتجات أو تقديم الخدمات، ويتضمن تكنولوجيا DNA والهندسة الوراثية وغيرها، ويحسب المؤشر على أساس 1991/10/18 كتاريخ و 200.00 كقيمة[5].

1 - Rules for the PSI 20 index, NYSE Eronext, 2011, p 2.

2 - Indices, www.nyse.com.

3 - The nyse Arca Gold miners index, nyse euronext, 2010, p 1.

4 - The nyse Arca Gold miners index, nyse euronext, 2010, p 1.

5 - The nyse Arca biotechnology index , www.nyse.com.

8- مؤشر NYSE Arca للخدمات البيئية: يضم المؤشر الشركات التي تنشط في إزالة النفايات الاستهلاكية والتخلص من تخزين المنتجات الصناعية والموارد المرتبطة بها، ويعتمد المؤشر على 2003/12/31 و 500 كتاريخ و قيمة أساس على التوالي[1].

9- مؤشر NYSE Arca للغاز الطبيعي: صمم المؤشر ليقيس أداء الشركات التي تنشط في صناعة الغاز الطبيعي، من التنقيب عنه وإنتاجه ونقل الغاز الطبيعي بالأنابيب وإرساله، حيث يضم أكبر 15 شركة من حيث القيمة السوقية، ويعتبر 1999/03/23 و 300 كتاريخ وقيمة أساس لهذا المؤشر[2].

10- مؤشر NYSE Arca للبترول: صمم المؤشر ليقيس أداء الصناعة النفطية من خلال التغيرات التي تحدث في أسعار قطاع كبير من الشركات التي تنشط في التنقيب، إنتاج وتطوير النفط، ويعتبر 1984/08/17 و 125 كتاريخ و قيمة أساس في حساب المؤشر[3].

11- مؤشر NYSE Arca للصلب: صمم المؤشر ليقيس أداء الشركات التي تنشط في إنتاج منتجات الصلب والتعدين وتجهيز خام الحديد، ويعتبر 2003/12/31 و 500 كتاريخ ويوم أساس للمؤشر[4].

12- مؤشر NYSE Arca Tech 100: صمم المؤشر ليقيس أداء الشركات من مختلف القطاعات التي تنتج أو تنشر تكنولوجيات مبتكرة لإدارة أعمالها. ويتم اختيار 100 شركة الرائدة في العديد من الصناعات مثل أجهزة الحاسوب والبرمجيات والاتصالات وتخزين البيانات وتجهيزها والإلكترونيات ووسائل الإعلام والدفاع، معدات الرعاية الصحية والتكنولوجيا الحيوية[5].

1 - The nyse Arca environmental services index ,nyse euronext, www.nyse.com.

2 - The nyse Arca natural gas index, nyse euronext , www.nyse.com.

3 - The nyse Arca oil index, nyse euronext , www.nyse.com.

4 - The nyse Arca steel index, nyse euronext , www.nyse.com.

5 - The nyse Arca TECH 100, nyse euronext , 2007, p 4.

ت- المؤشرات الاستراتيجية

على عكس المؤشرات السابقة التي تعتمد على الحجم أو الصناعة، فإن المؤشرات الاستراتيجية تعكس أداء استراتيجية الاستثمار القائم على القواعد. وتشمل المؤشرات الاستراتيجية ما يلي:

1- مؤشرات توزيع الأرباح: تتكون هذه المؤشرات من الشركات ذات العوائد الربحية العالية، حيث توفر البورصة سلسلة من المؤشرات التي تقيس أرباح الأسهم العادية التي أعلنتها الشركات التي تصدر هذه الأسهم.

2- مؤشرات التقلب: تعكس هذه المؤشرات التقلبات المتوقعة في حركة المؤشر الرئيسي على فترة 30 يوما القادمة من حيث مستوى التقلب وغيرها.

3- مؤشرات الموجزة أو الفعالية: تسمح هذه المؤشرات للمستثمرين باستغلال تقلبات السوق عن طريق البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.

ث- المؤشرات الموضوعية

تستند المؤشرات الموضوعية على موضوعات مثل الأسواق الناشئة، الرعاية الصحية، الطاقة البديلة، الدخل الثابت، التعليم و الطلب على الأسهم.

بعض المؤشرات الموضوعية تشمل:

1- مؤشرات الدخل الثابت: مثل مؤشرات سندات الخزينة ل 7-10 سنوات و مؤشرات سندات الخزينة ل 20 سنة و لسنتين و عشر سنوات

2- مؤشرات العقود الآجلة: مثل مؤشرات العقود الآجلة على سندات الخزينة لسنتين، خمس سنوات، و عشر سنوات[1].

3- مؤشرlow carbon 100 europe: والتي توفر للمستثمرين أداة فعالة تأخذ بعين الاعتبار انبعاث غاز CO2، حيث تقيم أداء 100 شركة أوروبية لديها اقل انبعاث من غاز CO_2 .[1]

1 - Indices, www.nyse.com.

4- مؤشر NYSE Arca china: يشمل المؤشر الشركات التي تركز أعمالها في جمهورية الصين الشعبية والمدرجة للتداول في بورصة نيويورك[2].

5- مؤشر NYSE Arca Hong Kong 30: صمم هذا المؤشر ليعكس أداء بورصة هونغ كونغ ككل، حيث يقيم أداء 30 شركة الأكثر نشاطا[3].

6- مؤشر NYSE Alternext OSEO Innovation: يضم الشركات التي تملك إدارة البحث والتطوير في هيكلها، وهذا يعكس اهتمام البورصة بالابتكار وأهميته على المدى الطويل[4].

7- مؤشر Euronext IEIFREIF Europe: يضم المؤشر الشركات التي تتعدى قيمتها السوقية 0.4% من القيمة السوقية الكلية لبورصة Euronext.[5]

المطلب الرابع: تطورات بورصة نيويورك NYSE

سنتناول في هذا المطلب التطورات التي حصلت في سوق الأسهم في بورصة NYSE Euronext (US) وذلك قبل وبعد الأزمة المالية العالمية 2008م.

الفرع الأول: عدد المؤسسات المدرجة

عرف سوق نيويورك يورونكست للأوراق المالية NYSE Euronext (US) تطورا من حيث عدد المؤسسات المدرجة، حيث وصل عددها في سنة 2003م إلى 2308 شركة من مختلف القطاعات تقريبا.

في خلال سنتي 2004 و2005م عرف السوق انخفاضا في عددها إلى 2293 و2270 شركة على التوالي، متأثرا بنتائج الاضطرابات الحاصلة في الشرق الأوسط نظرا لتوسع الشركات الأمريكية وفتحها فروعا ونشاطات في المنطقة، وكذلك انتشار حالة التشاؤم في أوساط المستثمرين

1 - Rules for the low carbon 100 europe index, nyse euronext, 2010, p 3.

2 - The nyse arca china index, www.nyse.com.

3 - NYSE Arca Hong Kong 30, www.nyse.com.

4 - Rules for the nyse alternext OSEO innovation index, nyse euronext, 2011, p 2.

5 - Euronext IEIF REIF europe and SIIC France index, nyse europe, 2011, p 2.

نظرا لأهمية المنطقة بالنسبة للاقتصاد الأمريكي والعالمي (المنطقة الأولى المنتجة للبترول) وكذلك لامتلاكها معبرين استراتيجيين لحركة النقل البحري في العالم (قناة السويس ومعبر هرمز).

بتلاشي المخاوف والتأكد من تحسن الاقتصاد العالمي، عرف السوق المالي الأمريكي إقبالا من الشركات الأمريكية، حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة في سنتي 2006 و2007م إلى 2280 و2297 شركة على التوالي، حيث عرفت الأسواق المالية الأمريكية انتعاشا من حيث المعاملات كما ارتفعت مؤشراتها مما انعكس على زيادة الإقبال على السوق المالي كوسيلة للحصول على التمويل والتوسع من جانب الشركات ولتحقيق أرباحا سريعة وكبيرة من جانب المستثمرين، كما أدى اندماج بورصة نيويورك في السوق المالي الأوروبي الموحد Euronext إلى فتح السوق المالي الأمريكي أمام المستثمرين الأوروبيين مما ساهم في تشجيع الشركات الأمريكية على الانضمام إلى الأسواق المالية بفضل تدفق رؤوس أموال جديدة من مختلف أنحاء العالم.

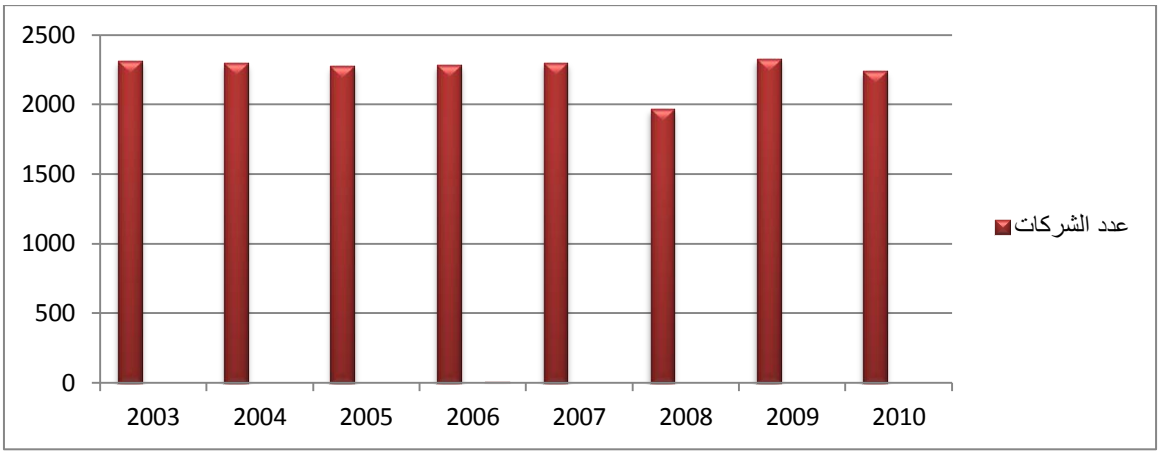
بانفجار الفقاعة العقارية في سبتمبر 2007م وانهيار سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، عرفت أسعار الأسهم في الأسواق المالية انخفاضا حاد مما انعكس على انتشار حالة التشاؤم وسط الأسواق المالية وإعلان شركات وبنوك أمريكية عديدة عن تحقيقها خسائر معتبرة أدت إلى إفلاس شركات عديدة وخروج شركات أخرى من السوق المالي الأمريكي، وتردد شركات عديدة من الإدراج في البورصات، حيث انخفض عدد الشركات المدرجة في سنة 2008م إلى 1963 شركة، في سنة 2009م، ارتفع عدد الشركات المدرجة إلى 2327م حيث أدى إفلاس عدة بنوك وامتناع البعض الأخر عن الإقراض بسبب شح السيولة إلى لجوء الشركات إلى الأسواق المالية للحصول على التمويل اللازم لمواصلة نشاطاها، ولكن ما لبث أن انخفض عدد الشركات المدرجة في سنة 2010م إلى 2238م.

الجدول رقم (01): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك NYSE خلال الفترة 2003-2010م

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
عدد الشركات	2308	2293	2270	2280	2297	1963	2327	2238

Source: World Federation of Exchanges WFE.

الشكل رقم (04): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك NYSE خلال الفترة 2003-2010م



المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول رقم (01).

الفرع الثاني: قيمة التعاملات

سجلت قيمة التعاملات في الأسهم المتداولة في السوق المالي الأمريكي ارتفاعا مستمرا خلال الفترة 2003-2008م من 9691.335 مليار دولار في سنة 2003م إلى 11618.15، 14125.29، 21789.47، 29113.78 و33638.93 مليار دولار وبنسبة نمو تقدر ب19.88%، 21.57%، 54.25%، 33.61% و15.54% خلال السنوات 2004، 2005، 2006، 2007 و2008م على التوالي[1] ، حيث كانت أن ارتفاع قيمة التعاملات في الأسهم قد كانت بعيدة عن ما يجري في الاقتصاد الأمريكي؛ حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي تباطأ في معدل نموه بتسجيله 2.5%، 3.6%، 3.1%، 2.7%، 1.9% و 0% كنسبة نمو خلال سنوات 2004، 2005، 2006، 2007 و2008م على التوالي[2] وبعيدا كذلك عن التغير الحاصل في عدد الشركات المدرجة في البورصة، حيث يلاحظ انفصال تام بين قيمة التعاملات الجارية في السوق المالي الأمريكي وقيمة الناتج المحلي الإجمالي، وذلك بسبب المضاربات الكبيرة الحاصلة في

1- World Federation of Exchanges WFE, www.world-exchanges.org.

2 -Organisation de coopération et de développement économiques OECD, www.oecd.org.

الأسواق المالية الأمريكية وخاصة في الشركات الناشطة في القطاع العقاري بسبب الدعم الحكومي لهذا القطاع وقيام البنوك بالمبالغة في تمويل هذا القطاع نظرا لتدفق رؤوس الأموال من أوروبا على السوق المالي الأمريكي بعد اندماج بورصة نيويورك في البورصة الأوروبية الموحدة والتي رفعت قيمة الأسهم المتداولة عن قيمتها الحقيقية، الأمر الذي ساهم في تضخم قيمة أسهم الشركات الأمريكية المدرجة.

عرفت قيمة التعاملات انخفاضا حادا في سنة 2009م، حيث سجلت قيمة التعاملات بنهاية السنة ما قيمته 17521.11 مليار دولار أي بانخفاض نسبته 47.91%، حيث أدت حالات الإفلاس والخسائر المعلن عنها في عدة بنوك وشركات كثيرة مدرجة ،بسبب انهيار القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى نشر إشاعات سلبية وانتشار الخوف في وسط المتعاملين في البورصة وانهيار الثقة في النظام المالي الأمريكي التي تحتل مؤسساته أهمية كبيرة في السوق المالي نظرا للقيمة السوقية الكبيرة له، وكذلك لأهمية القطاع العقاري من حيث قيمة الاستثمارات التي وظفت فيه من كامل الشركات والقطاعات في الولايات المتحدة الأمريكية ومن خارجها، سواء بالتمويل المباشر في القطاع أو بطريق غير مباشر بشراء أسهم الشركات الناشطة فيه، كل ذلك أدى إلى انخفاضات حادة وتاريخية للتعاملات في السوق المالي الأمريكي[1] فيما سجل الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي انخفاضا بنسبة 2.7%[2] بسبب انخفاض الطلب المحلي الإجمالي نظرا لارتفاع معدل التضخم وانخفاض الأجور الحقيقية وارتفاع معدل البطالة.

في سنة 2010م، ارتفعت التعاملات بنسبة ضئيلة 1.56% بقيمة إجمالية وصلت 17795.6 مليار دولار، حيث ساهمت المبادرات والضمانات والخطط المالية الحكومية الضخمة التي استهدفت البنوك والمؤسسات المالية والتي بدأت في التعافي من الصدمة المالية للازمة المالية العالمية 2008م التي أحدثتها أزمة الرهن العقاري بإعلانها عن بداية تحقيق أرباح، في بعث الثقة قليلا في النظام المالي وتشجيع الإقبال على أسهمها،[3] كما سجل الناتج القومي في هذه السنة ارتفاعا

1 -World Federation of Exchanges WFE, www.world-exchanges.org.

2 -Organisation de coopération et de développement économiques OECD, www.oecd.org.

3 -World Federation of Exchanges WFE, www.world-exchanges.org.

بنسبة 2.9%[1] مما ساهم في رفع قيمة التعاملات في سوق الأسهم، وذلك على الرغم من انخفاض عدد الشركات المدرجة.

الفرع الثالث: الرسملة السوقية

انعكست الظروف التي شهدها الاقتصاد الأمريكي السوق المالي الأمريكي على القيمة السوقية لبورصة نيويورك يورونكست، حيث ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة خلال سنوات 2004، 2005، 2006م بنسبة 12.16%، 7.27% و13.12% على التوالي ومن 11328.95 مليار دولار في سنة 2003م إلى 12707.57، 13632.3 و15421.16 مليار دولار خلال 2004، 2005 و2006م متأثرا بالارتفاع الكبير المسجل في قيمة المعاملات وارتفاع قيمة الأسهم خاصة المؤسسات المالية وشركات القطاع العقاري التي عرفت نشاطها وقيام المؤسسات المالية بدورها بإقراض الشركات المختصة في العقارات وكذلك شركات البنية التحتية وغيرها.

في سنة 2007م، ارتفعت القيمة السوقية بنسبة ضعيفة 1.48% بقيمة وصلت 15650.83 مليار دولار بسبب الارتفاع المسجل في قيمة التعاملات وعدد الشركات المدرجة خاصة في النصف الثاني من السنة، ومرد ذلك إلى انفجار الفقاعة العقارية وبداية ورود معلومات عن حجم الخسائر الكبير في القطاع العقاري وتوقعات بانخفاض نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي، الأمر الذي أدى بالمتعاملين إلى طرح أسهمهم للبيع وخفض الطلب عليها، وساهم في تعميق ذلك المضاربات الحاصلة في السوق وانتشار المخاوف من تكرا أزمة 1987م، وهذا ما حصل فعلا في سنة 2008م، حيث انكشف مدى حجم الأزمة، فالأزمة لم تنحصر في القطاع العقاري وإنما امتدت إلى القطاع المالي ككل واتضح حجم الخسائر الذي تسبب بها القطاع العقاري، حيث وردت معلومات للسوق عن خسائر كبيرة للاستثمارات الموظفة في القطاع العقاري وعن ضخامة القروض التي منحتها البنوك والشركات المالية للقطاع العقاري، وهو ما أكدته التقارير السنوية للبنوك والمؤسسات المالية التي أعلنت عن خسائر كبيرة في سنة 2007م بسبب أزمة الرهن العقاري، مما أدى إلى نشر حالة من التشاؤم في القطاع المالي والعقاري ذو القيمة السوقية الكبيرة انعكس في انخفاض

1 –Organisation de coopération et de développement économiques OECD, www.oecd.org.

حاد لحجم التعاملات ومعه القيمة السوقية التي سجلت بنهاية 2008م قيمة 9208.93 مليار دولار أي بانخفاض عن السنة الماضية بنسبة 41.16%. رغم انخفاض التعاملات على الأسهم في سنة 2009م إلا أن القيمة السوقية سجلت ارتفاعا بنسبة 28.54% و13.14% بقيمة 11837.79 و13394.08 مليار دولار خلال سنتي 2009 و2010م على التوالي، وذلك بسبب ارتفاع في عدد الشركات المدرجة والإقبال على أسهم الشركات الغير المالية وكذلك أثر الخطط المالية الحكومية التي استهدفت إنقاذ الشركات والمؤسسات وتعهد الحكومة الأمريكية ومعها الحكومات الأوروبية بحماية ودعم المؤسسات الكبيرة التي تعاني صعوبات بسبب الأزمة المالية العالمية 2008م؛ كشركات السيارات والبنوك وشركات التامين وغيرها، والذي ساهم في خفض حالة التشاؤم والتخوف لدى المتعاملين في الأسواق المالية من سقوط متتالي لشركات ومؤسسات أخرى مما ساهم في رفع قيمة الأسهم على الرغم من انخفاض نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي. وللإشارة تحتل بورصة NYSE المرتبة الأولى عالميا من حيث القيمة السوقية.

بخصوص أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الأمريكي، فيتضح من خلال نسبة الرسملة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي الذي عرف ارتفاعا كبيرا ومبالغا فيه، فقد ارتفعت نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال السنوات 2003، 2004، 2005 و2006م إلى 102%، 107%، 108% و115% على التوالي، وهذا يدل على أن قيمة الأصول المالية الممثلة في أسهم الشركات المتداولة قد عرفت تضخما بفعل المضاربات التي حصلت في السوق المالي الأمريكي وذلك في ظل الحرية الكبيرة التي عرفتها السوق المالي وإضعاف الرقابة الحكومية وخاصة مع مجيء الرئيس "جورج بوش" الابن وإتباعه مبدأ لا تدخل حكومي في عمل الأسواق المالية، الأمر الذي شجع على المضاربات وخاصة على أسهم الشركات العقارية والمؤسسات المالية التي ارتفعت أسعارها عن السعر العادل، وخاصة بعد اندماج بورصة نيويورك مع البورصة الأوروبية الموحد الذي أتاح فرصا كبيرة لتحرك المضاربين.

عرفت نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي انخفاضا خلال سنتي 2007 و2008م لتصل 115% و111% على التوالي، وذلك بسبب الارتفاع البطيء المسجل في الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي وارتفاع القيمة السوقية السريع في سنة 2007م، وانخفاض القيمة

السوقية والارتفاع البطيء في الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2008م حيث أصبحت الاستثمارات توجه إلى الأسواق الثانوية، أي الأسهم وحقوق الملكية القائمة وفي المضاربات عوضا أن توظف في بناء مصانع وخلق قيمة مضافة، وهنا يسجل تحول الأسواق المالية من دورها كمحفز للاستثمارات إلى بؤرة لخلق الأزمات.

خلال سنتي 2009 و2010م، سجلت نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا ب 84% و91% على التوالي، وذلك بسبب ارتفاع القيمة السوقية وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي حيث سجل استمرار توظيف رؤوس الأموال في شراء وبيع أسهم قائمة وفي المضاربات عوض الاستثمار في بناء وزيادة القدرة الإنتاجية، وقد شجع على ذلك توجه الحكومات إلى دعم قطاع البنوك عوض الشركات الصناعية وخاصة المتوسطة والصغيرة القادرة على التوسع وانخفاض الطلب المحلي مما شجع على توجه الاستثمارات نحو البورصات، وما زاد من تعميق ذلك هو رفض الحكومة الأمريكية على التدخل في الأسواق المالية[1].

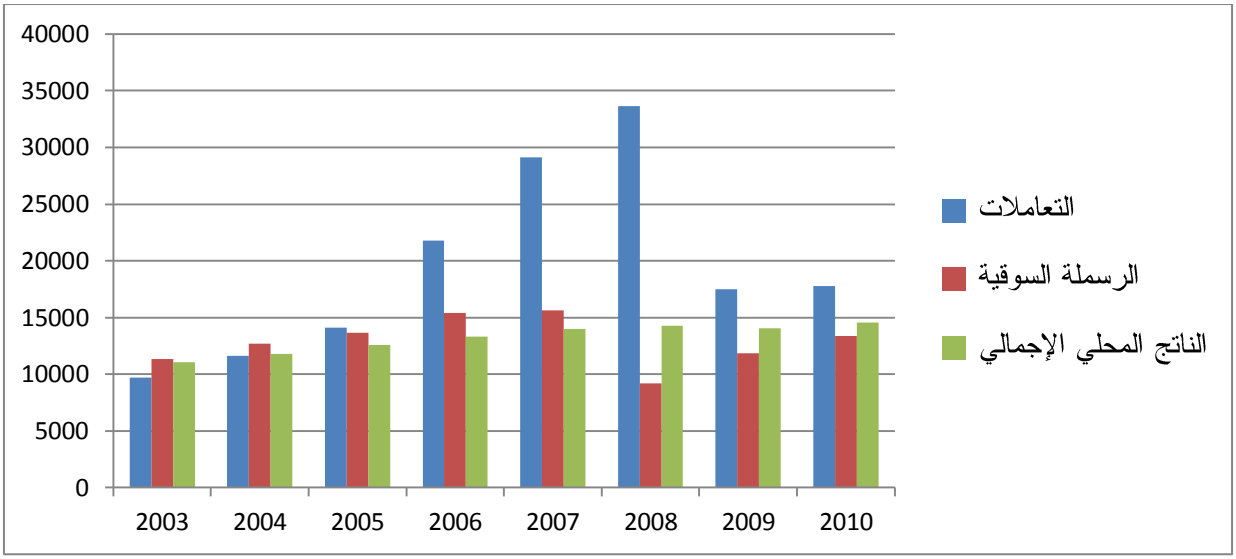
1 –World Federation of Exchanges WFE, www.world-exchanges.org.

الجدول رقم (02): تطور قيمة التعاملات والرسملة السوقية في بورصة نيويورك NYSE والناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2003-2010م (بمليار دولار)

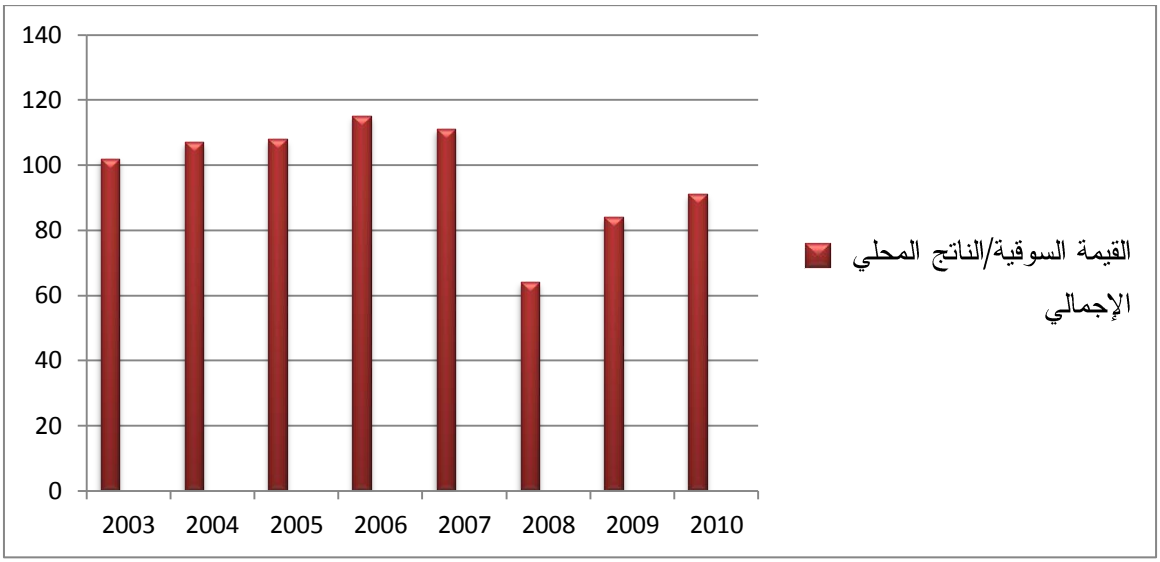
السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
قيمة التعاملات	9691.33	11618.15	14125.29	21789.47	29113.78	33638.93	17521.11	17795.6
الرسملة السوقية	11328.95	12707.57	13632.3	15421.16	15650.83	9208.93	11837.79	13394.08
الناتج المحلي الإجمالي	11089.2	11812.3	12579.7	13336.2	13995	14296.9	14043.9	14582.4
نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي	102	107	108	115	111	64	84	91

Source: World Federation of Exchanges WFE & Organisation de coopération et de développement économiques OECD

الشكل رقم (05): تطور قيمة التعاملات والرسملة السوقية في بورصة نيويورك NYSE والناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2003-2010م



الشكل رقم (06): تطور نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي لبورصة نيويورك خلال الفترة 2003-2010م



المصدر: تم إعدادهما بناء على معطيات الجدول رقم (02).

الفرع الرابع: المؤشرات

عرف مؤشري DJIA و S&P 500 -اللذان يعبران عن حركة أسعار الأسهم في بورصة NYSE- تغيرات مستمرة وتقلبات بدرجات متفاوتة، حيث وبنهاية سنة 2003م ارتفعا المؤشرين بنسبة متقاربة بلغت 25.3% بالنسبة لمؤشر DJIA و26.4% لمؤشر S&P 500 [1] بسبب الاستقرار الذي عرفته بورصة نيويورك في سنة 2003م وارتفاع التعامل في الأسهم بسبب الأرباح الجيدة التي أعلنت عنها الشركات، مما ساهم في ارتفاع أسعار الأسهم.

انعكست الظروف الدولية وخاصة الاضطرابات في الشرق الأوسط خلال سنتي 2003م و2004م وازدياد المخاوف من حدوث انقطاع في إمدادات النفط على الأجواء العامة في الأسواق المالية، حيث سجل انخفاض حاد لأسعار الأسهم ولمؤشرات سوق نيويورك يورونكست بالرغم من ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية، حيث سجل مؤشري DJIA و S&P 500 بنهاية سنة 2004م ارتفاعا ضعيفا مقارنة مع السنة الماضية ب 3.1% و9%[2]، فيما سجلا

1 - Rapport annuel de l'autorité des marchés financiers AMF ,2003, p 17.

2 - Rapport annuel de AMF, 2004, p 30.

المؤشرين خلال سنة 2005م تقلبات كبيرة وانخفاضات، حيث انخفض مؤشر DJIA بنسبة 0.6% و مؤشر S&P 500 بـــ 3%[1].

بنهاية سنة 2006م، سجل المؤشرين ارتفاعا معتبرا، حيث ارتفع مؤشر DJIA بنسبة 16.3% فيما ارتفع مؤشر S&P 500 بنسبة 13.6%[2] مدفوعا بالنشاط الكبير الذي عرفته بورصة نيويورك بعد اندماجها مع البورصة الأوروبية الموحدة يورونكست مشكلة كيانا جديدا وهو بورصة NYSE Euronext، حيث تدفقت الاستثمارات إلى بورصة نيويورك متزامنة مع ارتفاع أسهم شركات القطاع العقاري والبنوك بسبب النشاط الكبير لهذه المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية وإعلانها عن تحقيق أرباح كبيرة و ارتفاع الطلب المحلي في هذا القطاع والدعم الحكومي له، مما ساهم في رفع أسهم باقي القطاعات.

بظهور أزمة الرهن العقاري في النصف الثاني من سنة 2007م والكشف عن الخسائر الكبيرة التي حققتها شركات القطاع العقاري، انخفضت أسعار أسهم شركات القطاع العقاري التي كانت لوقت قريب عامل جذب للاستثمارات في بورصة نيويورك ومحرك للنشاط فيها، حيث زادت عمليات طرح البيع للأسهم وخاصة في القطاع العقاري مقابل طلب ضعيف عليه، حيث انهيا المؤشرين سنة 2007م بارتفاع ضعيف وبتقلبات كبيرة خصوصا بعد النصف الثاني من السنة، حيث سجل مؤشرDJIA ارتفاعا بنسبة 6.4% أما مؤشر S&P 500 فقد ارتفع بنسبة 3.5%[3] نظرا لأهمية الشركات العقارية الداخلة في تركيبة المؤشرين.

بانتقال الأزمة من القطاع العقاري إلى قطاع البنوك وقطاعات أخرى وإعلان عدة بنوك وشركات عن إفلاسها وإعلان البعض عن تعرضها لصعوبات مالية ونقص السيولة وتحقيقها لخسائر بسبب استثماراتها في القطاع العقاري المنهار، عرفت أسعار الأسهم في بورصة نيويورك انخفاضا حادا وانتشرت حالة التشاؤم في أوساط المتعاملين، حيث سجل مؤشر DJIA بنهاية سنة

1 – Rapport annuel de AMF, 2005, p 24.

2 – Rapport annuel de AMF, 2006, p 32

3 – Rapport annuel de AMF, 2007, p 23

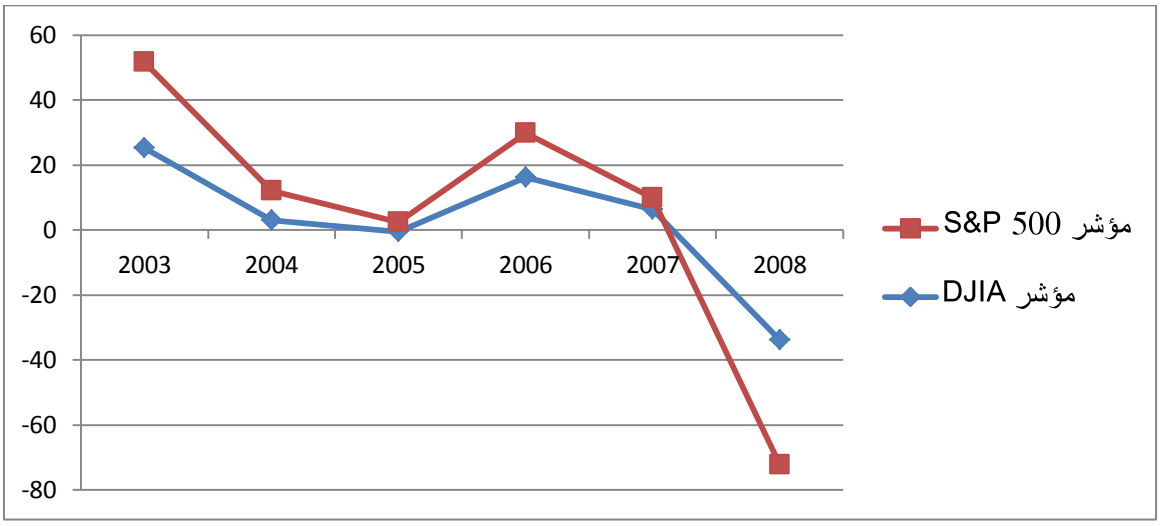
2008م انخفاض بنسبة 33.8% أما مؤشر S&P 500 فقد انخفض بنسبة 38.5%[1]، ذلك أن معظم الشركات الداخلة في تركيب المؤشرين كانت إما منهارة أو خاسرة.

الجدول رقم (03): تطور مؤشري DJIA و S&P 500 خلال الفترة 2003-2008م

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008
مؤشر DJIA	25.3	3.1	-0.6	16.3	6.4	-33.8
مؤشر S&P 500	26.4	9	3	13.6	3.5	-38.5

Source: Rapports annuels de AMF,2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008.

الشكل رقم (07): تطور مؤشري DJIA و S&P 500 خلال الفترة 2003-2008م



المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول رقم (03).

الفرع الخامس: السيولة

يؤثر عامل السيولة في أي سوق مالي على الطلب على الأدوات المالية المتداولة فيه، حيث كلما كانت السيولة كبيرة في السوق كلما سهل تحويل الأسهم والسندات وغيرها من الأدوات المالية إلى نقدية بسرعة ودون تحمل تكاليف كبيرة، وكذلك يسهل بيع الأصل بسعر غير منخفض وبالتالي

1 - Rapport annuel de AMF, 2008, p 48.

يصبح السوق المالي أكثر جاذبية، فكلما زادت السيولة في السوق كلما زادت الرغبة في طرح الأدوات المالية وحيازتها بفعل زيادة الطلب عليها[1]،

وهناك مؤشران يعبران عن سيولة السوق:

معدل التداول: حيث يعكس سيولة السوق بالنسبة للاقتصاد الكلي، فكلما ارتفعت القيمة السوقية وانخفض معدل التداول فذلك يدل على ركود السوق بفعل انخفاض الطلب، وكذلك يشير إلى عدم كفاءة السوق فيما يخص سرعة المعاملات. ويقاس معدل التداول بقسمة حجم التعاملات على الناتج المحلي الإجمالي.

معدل الدوران: كلما انخفض معدل الدوران كلما دل ذلك على إمكانية تسييل الأوراق المالية بسهولة نتيجة لزيادة الإقبال عليها. ويقاس معدل الدوران بقسمة قيمة الأوراق المالية المتداولة بالسوق على القيمة السوقية للسوق[2].

بالتطبيق على بورصة نيويورك يورونكست، يشير معدلا التداول والدوران أن بورصة نيويورك تمتلك سيولة عالية، وذلك بفضل رؤوس الأموال الكبيرة التي تدفقت عليها بفضل القيمة السوقية الكبيرة لها وبفضل البنية التحتية التي تمتلكها من شبكة اتصالات متطورة والسرعة في تسوية المعاملات فيها وكذلك الشركات الكبيرة والعريقة وذات الأرباح العالية المدرجة فيها، وساعد في ذلك تباطؤ نمو الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية، حيث قلة جاذبية الاستثمارات العينية المتمثلة في بناء مصانع جديدة والمدى الطويل الذي يستغرقه المشروع لحين بداية تحقيق أرباح مقارنة مع السوق المالي الذي يتيح الفرصة لتحقيق أرباح كبيرة وسريعة وبدون تحمل مصاريف كبيرة، خاصة في ظل ضعف الرقابة الحكومية عليها (ضرائب ورسوم وغيرها)، كما سمحت ضعف الرقابة الحكومية إلى لجوء المستثمرين إلى توظيف أموالهم في أسهم وسندات وعقود مشتقات مالية وتحقيق أرباح كبيرة من وراء ذلك دون التصريح بها أو إدراجها في ميزانيتها المالية، كل هذه العوامل إضافة إلى اندماج بورصة نيويورك مع البورصة الأوروبية الموحدة سنة

1- محمود يونس ود. كمال أمين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 112.

2- عصام عبد الغاني علي، أسس التمويل وإدارة المنشآت والأسواق المالية، شركة ناس للطباعة، القاهرة، مصر، 2004، ص 388.

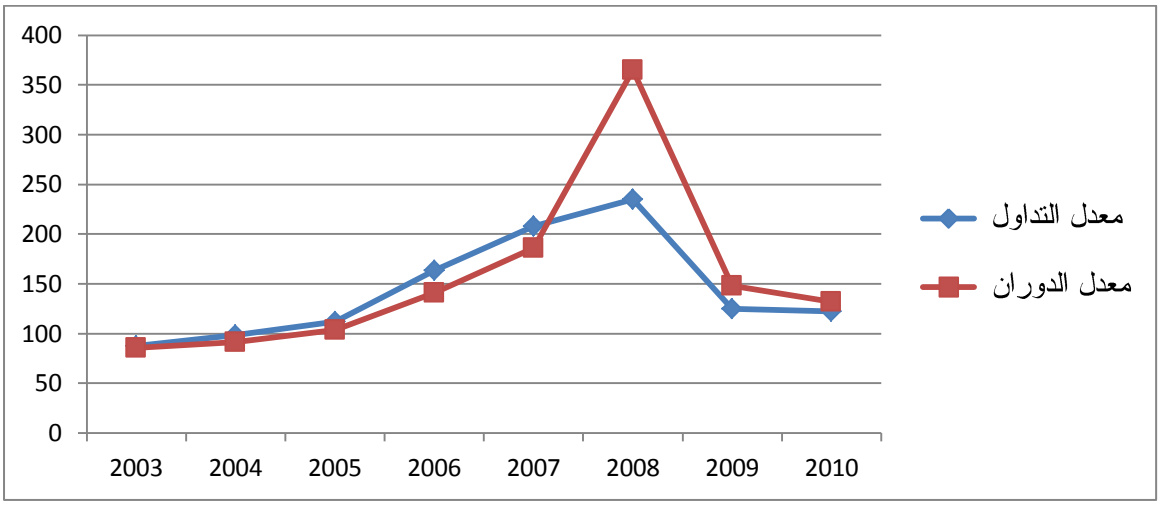
2006م الذي سمح بتدفق رؤوس أموال كبيرة من أوروبا ومن بلدان أخرى على بورصة نيويورك (في ظل هيمنة بورصة نيويورك على البورصة الأوروبية الموحدة بفضل القيمة السوقية الكبيرة لبورصة نيويورك التي تتعدى مجموع نظيراتها الأوروبية) أدت إلى تنشيط التعاملات داخل بورصة نيويورك، حيث ارتفعت السيولة لتبلغ مستوى قياسي في سنة 2008م، ولكن ظهور أزمة الرهن العقاري في سبتمبر 2007م وانخفاض أسعار الأسهم كاسم البنوك والشركات العقارية، أثر على الإقبال عليها بطرح كميات كبيرة منها للبيع مما ساهم في انخفاض حاد للسيولة في سنة 2009 و2010م.

الجدول رقم (04): تطور السيولة في سوق الأسهم في بورصة نيويورك NYSE خلال الفترة 2003-2010م (بمليار دولار)

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
قيمة التعاملات	9691.33	11618.15	14125.29	21789.47	29113.78	33638.93	17521.11	17795.6
القيمة السوقية	11328.95	12707.57	13632.3	15421.16	15650.83	9208.93	11837.79	13394.08
الناتج المحلي الإجمالي	11089.2	11812.3	12579.7	13336.2	13995	14296.9	14043.9	14582.4
معدل التداول %	87.39	98.35	112.28	163.38	208.02	235.28	124.75	122.03
معدل الدوران %	85.54	91.42	103.61	141.29	186.02	365.28	148	132.86

Source: World Federation of Exchanges WFE & Organisation de coopération et de développement économiques OECD

الشكل رقم (08): تطور السيولة في بورصة نيويورك خلال الفترة 2003-2010م



المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول رقم (04).

المبحث الثاني: السوق المالي الفرنسي

يتكون السوق المالي في فرنسا من 07 بورصات موزعة على أنحاء فرنسا، لكن تعد بورصة باريس هي المحدد والمؤشر للسوق المالي الفرنسي بفضل للشركات الكبيرة المدرجة فيها والقيمة السوقية الكبيرة لها مقارنة مع باقي البورصات الأخرى.

المطلب الأول: نشأة السوق المالي الفرنسي وتطوره

الفرع الأول: نشأة السوق

يعد السوق المالي الفرنسي من حيث النشأة من أقدم الأسواق المالية في العالم، حيث كانت تتم بعض المعاملات المالية حتى قبل بداية تنظيم السوق وظهوره بصورة سوق مالي منظم وذلك في سنة 1441م؛ حيث كانت تتم عمليات البيع والشراء للسلع وكان التعامل يتم بالذهب في سوق مقام في باريس. وكان تجري في تلك الحقبة في مدينة تولوز عمليات مبادلة لحصص شركة مطاحن "بازاكل" التي تأسست في 1250م؛ حيث كان التعامل في 96 حصة هي رأس مال الشركة، وكانت تباع وتشترى هذه الحصص وتنتقل ملكيتها من شخص لآخر وبأسعار تحددها الظروف الاقتصادية السائدة والتي كانت تأثر على الطلب والعرض على تلك الحصص ونشاط الشركة نفسها.

في 1540م، نشأت بورصة ليون وتم صياغة الإطار القانوني لعمل السماسرة فيها وذلك في عام 1595م. وفي 1621م قام وكلاء الصرف في باريس بنقل نشاطهم من le pont au change إلى ساحة قصر العدالة، وتلى ذلك في 1639م إصدار قانون يتم بموجبه تسمية السمسار وكل من يتعامل كوسيط في تداول الأوراق المالية بعون الصرف.

الفرع الثاني: تطور السوق

قام الاسكتلندي "جون لاو" في الفترة الممتدة بين 1716م و 1720م بطرح أوراق مالية في شكل أسهم لشركة الهند، أدخلها لأول مرة إلى فرنسا وذلك في محاولة منه لإنشاء سوق مالي منظم بباريس، ولكن الظروف التي مرت بها فرنسا جعلت منها غير مستعدة لذلك، حيث كانت توجد كثير من القيود القانونية والاقتصادية بالإضافة إلى ضعف إقبال الجمهور عليها أدى إلى فشل المشروع.

في 24 سبتمبر 1724م، صدر مرسوم ملكي يتم بموجبه إنشاء أول سوق مالي منظم ورسمي في باريس تحت اطر قانونية تحدد نشاط كل المتدخلين، وتلاه إصدار قانون آخر في 30 مارس 1774م ينص على تعيين مكان خاص للسوق أو البورصة يسمى بالمقصورة مخصص لأعوان الصرف، حيث يتم إعلان الأسعار بالنداء والذي يحددها الطلب والعرض، غير أن السوق لم يعرف تجاوب من طرف الجمهور ولم يحرز تقدم في نشاطه وبقي نشاط البورصة في حالة جمود لغاية القرن التاسع عشر، حيث شيد قصر للبورصة في le palais Brougniart، وذلك في الفترة 1801–1826م وهو المكان الحالي لبورصة باريس.

يعتبر عام 1801م محطة حاسمة ونقطة تحول في نشاط الأسواق المالية في فرنسا، حيث أطلقت فيه بورصة باريس، وابتدأت ب71 عون صرف أعطيت لهم امتياز تداول الأوراق المالية الحكومية وغيرها مما ساهم في تشجيع الجمهور والمؤسسات على الإقبال والتعامل في البورصة. مع قيام الثورة الصناعية والتطور الصناعي والاقتصادي الذي عرفته فرنسا توسع نشاط الشركات والمؤسسات وما ترتب عليه من الحاجة إلى الحصول على موارد مالية لتمويل توسعاتها حيث ارتفع حجم الإقبال عل بورصة باريس حيث ارتفع عدد المؤسسات الفرنسية التي تتداول أسهمها في البورصة من 7 مؤسسات في 1800م إلى 63 مؤسسة في 1830م ثم إلى 152 مؤسسة سنة 1853م ف 800 مؤسسة في 1900م، إضافة إلى 300 ورقة مالية أجنبية. شجع النشاط الذي عرفته بورصة باريس في ظهور بورصات محلية في عدة مدن فرنسية، بسبب الطفرة التي عرفتها الأسواق المالية في العالم وبروز دورها كقائد للنمو الاقتصادي، اتخذت السلطات الفرنسية من جانبها تدابير لمواكبة التطورات وجعلها أكثر جاذبية وتنافسية من خلال تحديث البنية المؤسساتية للبورصات الفرنسية وخاصة بورصة باريس وإدخال أنظمة المعلوماتية وفتح السوق الآجل للأدوات المالية في 20 فيفري 1986م، حيث تم تداول العقود الآجلة لقروض الدولة وسوق الخيارات المتداولة لباريس، وتلا بعد ذلك في 10 سبتمبر 1987م فتح السوق للأدوات المالية المشتقة من الأسهم.

في 1988م، أدرجت العقود الآجلة للسلع في السوق الآجل العالمي لفرنسا، وفي إطار سياسات إصلاح البورصات تم سن قانون في 22جانفي 1989م يلغي هيئة أعوان الصرف ليحل محلها شركة البورصات الفرنسية كشركة تجارية تخضع للقانون العام، كما يسمح بفتح رأسمالها

أمام المؤسسات المالية الفرنسية والأجنبية. ثم تلاها قانونا أوت 1989م وجويلية 1996م اللذان يهدفان إلى زيادة شفافية السوق المالي وإعادة هيكلة السوق لضمان السير الحسن للمعاملات وتحديث الأنشطة المالية وإعطاء صلاحيات أكبر.

في 22 سبتمبر 2000م، توجت سلسلة الإصلاحات وكذا التنسيق الأوروبي باندماج كل من بورصة باريس، أمستردام وبروكسل في بورصة واحدة سميتEURONEXT، انضمت إليها في 2002م بورصة البرتغال، حيث وصل عدد الشركات المدرجة فيها في سبتمبر 2002م إلى 1861 شركة بقيمة سوقية تقدر ب 2500 مليار يورو. وكان قد انضمت للبورصة الموحدة الأوروبية بورصة لندن العالمية لتداول المستقبليات والخيارات LIFEE في جانفي 2002م. شهدت سنة 2006م اندماج البورصة الأوروبية الموحدة EUROLIST مع بورصة NYSE وأطلق على البورصة الجديدة NYSE EURONEXT،

يضم السوق المالي الفرنسي حاليا سبع بورصات موجودة في مدن فرنسية مختلفة ترتبط فيما بينها بنظام متكامل وتخضع كلها لنفس السلطات والقوانين والقواعد، ويتم تبادل الأوراق المالية فيها عن طريق نظام إلكتروني مركزي يعرف ب CAS[1].

المطلب الثاني: هيكل السوق المالي

يتكون السوق المالي الفرنسية من أربعة أسواق، وهي:

الفرع الأول: السوق الأولي

تقيد في هذا السوق أكبر الشركات الفرنسية والأجنبية التي تهدف إلى زيادة رأسمالها وتمويل استثماراتها، ويصنف هذا السوق على أنه أكبر سوق من ناحية القيم المسجلة وحجم الإصدارات التي تتم فيه[2].

عرف السوق الأولي تطورات، فمنذ عقد الثمانينيات أصبح له دور هام في توفير الاحتياجات التمويلية للمؤسسات، وذلك بسبب تقلص دور البنوك في توفير القروض واتساع عملية التوريق،

1 – erwan le saout , introduction aux marché financier, economica, 2011.

2– نادية أبو فخرة وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الحريري للطباعة، 2005، ص 16.

حيث يتيح ذلك للمؤسسات بالتنازل عن جزء من أصولها إلى شركة توظيف التي تحولها إلى أوراق مالية قابلة للتداول مما ساهم في تنشيط السوق الأولي وزيادة المنافسة بين المؤسسات وتوسعها[1].

الفرع الثاني: السوق الثانوي

هي بورصة القيم المنقولة، حيث لها ارتباط قوي بالسوق الأولي، حيث أن ارتفاع أسعار الأسهم في السوق الثانوية يساهم في تحفيز الشركات على القيام بإصدارات جديدة في السوق الأولي[2].

تم تأسيس هذا السوق لأول مرة في فرنسا في فيفري 1983م، حيث خصص للشركات الصغيرة والمتوسطة بسبب عدم استطاعتها التقيد في السوق الأولي لصغر حجمها، ويشار بالذكر إلى انه عادة ما يشار لبورصة باريس بأنها السوق الثانوي في فرنسا، نظرا لضعف نشاط باقي البورصات الفرنسية مقارنة بها، وكذلك للمبدأ المتبع في فرنسا بتوحيد مكان التسجيل في كل بورصات فرنسا في بورصة باريس، مما دفع المؤسسات الفرنسية والأجنبية إلى طلب التسجيل في بورصة باريس مباشرة، إضافة إلى ضيق مكان التداول في البورصات الفرنسية مقارنة ببورصة باريس.

في 1 جانفي 1991م، تم إنشاء بورصة وطنية موحدة وربط كل البورصات الأخرى ببورصة باريس إلكترونيا، مما ساهم في تهميش أكبر لباقي البورصات الفرنسية الأخرى وتقليص دورها في دعم النشاط الاقتصادي.

1 – Moez JOUDI, Bourse des valeurs et marché financier, ENSTA Cours EA 202, 2005, p 1.

2 – Tijani najeh, monnaie، institutions financières et politique monétaire : théorie et pratique en Tunisie، publications de l'imprimerie officielle de la république tunisienne, 2001, p 68.

الفرع الثالث: السوق الجديد

يعتبر هذا السوق سوقا منظما أسس رسميا في 14 فيفري 1996م، وتقيد فيه بصفة رسمية شركات التكنولوجيا المتقدمة كشركات الاتصالات، شركات تكنولوجيا المعلومات والالكترونيات وغيرها وذلك على اختلاف جنسياتها اقتداء بالنموذج الأمريكي Nasdaq. ويعتبر دخول الشركات لهذه السوق أسهل نوعا ما مقارنة بالسوق الأولي، فلا تلتزم الشركات فيه بتقديم تقارير عن حساباتها السابقة بالإضافة إلى شروط أخرى ميسرة لضمان نشاط وشفافية وأمن هذا السوق[1].

في سنة 2005م، تم إنشاء سوق جديد ALTERNEXT وهو سوق مخصص للشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ترغب في الاستفادة من الوصول إلى السوق المالي، وذلك بتبسيط متطلبات القبول في هذا السوق وقواعد المفاوضات والتبادل، حيث يمنح سوق ALTERNEXT مزايا عديدة للشركات؛ يمكن ذكرها فيما يلي:

- إجراءات خاصة للقبول في القائمة.
- نموذج السوق مصمم لتحقيق أقصى قدر من فرص التبادل.
- دعم وجود الشركات في جميع أنحاء العالم.

كما استهدفت السلطات من إنشاء هذا السوق أن يصبح مرجعية لسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة في منطقة اليورو. إن سوقALTERNEXT هو سوق منظم جاء لتخفيف المتطلبات التنظيمية المطبقة في الأسواق الأخرى حيث حل محل السوق الجديد، ويخضع حاليا لتنظيم وإشراف NYSE Euronext[2] .

الفرع الرابع: السوق الحر

هو سوق غير منظم أسس في سياق إصلاحات 1996م التي كانت تمهد لدمج البورصات الفرنسية مع البورصات الأوروبية، حيث حل هذا السوق محل السوق الفرنسي الغير منظم الذي

1 – Comment investir en bourse, Collection MIFID, euronext Paris, avril 2007, p 13

2 – Rapport annuel de AMF ,2004, P 29.

ألغي في 1998م. ويعتبر هذا السوق فوري تتداول فيه الأوراق المالية الغير مسجلة في أي سوق منظم، ومن سلبيات هذا السوق أنه لا يمنح أي حماية لصغار المساهمين عن حدوث تجاوزات[1].

المطلب الثالث: مؤسسات تنظيم السوق

تشرف على السوق المالي الفرنسي مجموعة من المنظمات والمؤسسات واللجان، تسهر على السير الحسن لعمل السوق و مراقبة عملياته.

الفرع الأول: مجلس الأسواق المالية CMF

تأسس المجلس عند صدور قانون تحديث الأنشطة المالية في جويلية 1996م، حيث تم دمج مجلس بورصة القيم CBV ومجلس الأسواق الآجلة CMT. ويمثل المجلس السلطة العليا المسئولة عن مراقبة وتعديل السوق المالي ومعاقبة المخالفين للقانون العام للبورصة، ويتكون المجلس من 16 عضوا يعينون لأربع سنوات وأيضا من وزير الاقتصاد[2].

الفرع الثاني: لجنة عمليات البورصة COB

تأسست في 28 سبتمبر 1967م بموجب قانون رقم 833، وتعتبر المسئولة عن مراقبة المنتجات المالية طويلة الأجل المتداولة من إصدارها، أسواق تداولها والوسطاء الذين يتداولونها. ونظرا لأهميتها، فقد منحها القانون صلاحيات واسعة، فتوسع عدد أعضائها من 8 إلى 10 أعضاء يمثلون أكبر الهيئات الرقابية الحكومية في فرنسا.

تتمثل أهداف اللجنة في:

-مراقبة المعلومات المنشورة للمتعاملين والتأكد من صحتها.

-اقتراح تعديلات على القوانين.

-الموافقة على الشركات التي تريد إصدار أوراق مالية للتداول.

-ضمان السير الحسن لنظام العمل.

-نشر التداولات اليومية للأوراق المالية وأسعارها.

1 – Comment investir en bourse, Collection MIFID, euronext Paris, avril 2007, p 13

2– les missions d l'AMF, www. amf–france.org.

-مراقبة نشاط مراقبي الحسابات للشركات المقيدة.

فـــي سنة 2001م، اندمج مجلس عمليات البورصة COB مع مجلس الأسواق المالية CMF في هيئة جديدة أطلق عليها اسم سلطة الأوراق المالية AMF ، لها الصفة التنظيمية للجنة عمليات البورصة و الصفة التأديبية لمجلس الأسواق المالية.

الفرع الثالث: هيئة التسيير

هي عبارة عن شركة للسوق الآجل العالمي لفرنسا، تتمثل مهامها في:

- المسؤولية عن تداول العقود، أي ضمان مواجهة العرض أو الطلب.
- مراقبة ونشر الأسعار وضمان احترام قواعد التداول.
- تعتبر الهيئة المسئولة عن غرفة المقاصة، وبالتالي فهي تقدم خدماتها لمنخرطي الغرفة والأعضاء في السوق الآجل فقط.
- تسجيل كل العمليات وتحديد مبلغ الأمان على العمليات التي يقوم بها المتعاملون.
- تنظيم عملية تسليم العقود عند حلول تاريخ استحقاقها.

الفرع الرابع: سلطة الوصاية

تتمثل في وزارة المالية الوصية على الأسواق المالية الفرنسية وبنك فرنسا اللذان يعينان مندوبيهما في عدد من هيئات السوق، وذلك للمراقبة عن قرب لعمل السوق.

الفرع الخامس: شركات الوساطة

حلت هذه الشركات محل السماسرة الأفراد طبقا لقانون 1988/01/02، وتوجد في السوق المالي الفرنسي عدة أنواع منها:

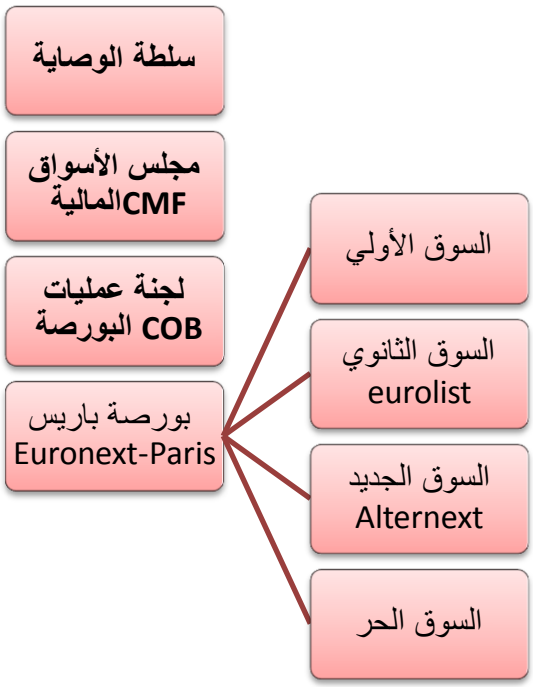
1- شركات البورصة المختصة بالوساطة وإبرام الصفقات، والتي يمتلكها شخص واحد، وتقوم بالوساطة والمقاصة للأوراق المالية التي توسطت في عقدها.

2- شركات البورصة المختصة بالوساطة فقط لحسابها الشخصي أو لعملائها، وتوكل عمليات المقاصة للعمليات التي توسطت في إبرامها لشركات مقاصة أخرى، وتشكل هذه الشركات أغلب شركات الوساطة في سوق فرنسا.

3- شركات البورصة المختصة في الوساطة وإبرام الصفقات لكل الأوراق المالية، وتقوم بمقاصة العمليات التي قامت بها شركات الوساطة.

4- شركات البورصة المختصة في إبرام الصفقات، حيث تقوم بعمليات المقاصة فقط[1].

الشكل رقم (09): الهيكل التنظيمي للسوق المالي الفرنسي



المصدر: تم إعداده بناء على المعطيات المذكورة سابقا.

المطلب الرابع: مؤشرات السوق المالي الفرنسي

الفرع الأول: المؤشرات العامة

1- **مؤشر CAC 40:** يعتبر المؤشر الرئيسي لبورصة باريس، حيث يضم أكبر القيم المتداولة، وهو مؤشر مرجح بأسعار لأكبر 40 شركة مقيدة في بورصة Euronext بباريس.

1 - Comment investir en bourse, Collection MIFID, euronext Paris, avril 2007, p 10.

يدخل في تحديد القيم التي يتكون منها المؤشر معايير الحجم و السيولة، ويحسب المؤشر كل 30 ثانية وفق المعادلة التالية :

$$It = 1000\times \left(\sum^{n}_{i=3} Q_{i.t}\ Fi.t\ f_{i.t}\ Ci.t \ /\ k_t \sum^{n}_{i=1}\ Q_{i.0}\ C_{i،0} \right)$$

t : يوم الحساب.

N : عدد قيم (أسهم) العينة.

Q i.t : عدد أسهم الشركة i المسجلة في تاريخ t.

F i..t : عامل تعويم القيم i أو نسبة الرسملة العائمة إلى الرسملة الإجمالية للشركة i في التاريخ t.

f i.t: عامل التسقيف للقيمة i.

Q i.0: عدد الأسهم المسجلة للشركة i للعينة في تاريخ الأساس(1987/12/22).

C i.0: سعر سهم الشركة i للعينة في تاريخ الأساس.

C i.t: سعر القيمة i في اليوم t.

k t: معامل تسوية أو تعديل رسملة الأساس في التاريخ t.

بدأ العمل بطريقة حساب المؤشر الجديد في 1 ديسمبر 2003م، ويتم الاعتماد في حسابه على الترجيح برسملة البورصة العائمة التي تأخذ في الحساب الأسهم التي لها حرية التداول، ويتم مراجعة الرساميل العائمة للشركات سنويا مع نهاية شهر جوان، وينشر في أول جويلية وتطبق في أول يوم افتتاح من سبتمبر، ويتم عقد مراجعات استثنائية إذا زادت أو نقصت الرسملة العائمة عن نسبة 5%.

حدد المجلس العلمي حدا أقصى أو سقف لوزن كل شركة في المؤشر، بحيث لا يتعدى 15% من الرسملة العائمة للمؤشر لتفادي هيمنة إحدى الشركات على المؤشر، ويمكن إجراء تعديلات استثنائية إذا تغير رأس مال إحدى الشركات.

2- **مؤشر CAC next 20:** يضم المؤشر 20ك سهم لأكبر الشركات من حيث الرسملة والسيولة، بما فيها القيم التي تدخل في مؤشر CAC 40 ويحسب كل 30 ثانية.

3- **مؤشر SBF 120 :** يعتبر هذا المؤشر أكثر تنوعا من مؤشر CAC 40 ، حيث يضم 120 شركة الأكبر من حيث القيمة.

4- **مؤشر SBF 80 :** يتكون من القيم التي تدخل في حساب مؤشر SBF 120 ، والتي لا يضمها مؤشر CAC 40 .

5- **مؤشرSBF 250 :** يعبر هذا المؤشر عن الصورة الحقيقية لبورصة باريس، نظرا لأنه يعتبر الأكثر تنوعا، فهو يعبر بصورة أدق عن حركية السوق، حيث يضم 250 سهم لأكبر الشركات من حيث القيمة السوقية المقيدة في بورصة باريس.

6- **مؤشرCAC small 90 :** يضم 90 قيمة الأقل من حيث الرسملة في مؤشر SBF 250 والتي تلي مباشرة قيم مؤشر CAC Mid 100 .

7- **مؤشر CAC Mid 100:** يتكون من 100 أول شركة من حيث الرسملة والتي تكون مؤشري CAC 40 و CAC next 20.

8- **مؤشر CAC Mid & Small 190:** يمثل المؤشر إتحاد مؤشرات CAC mid 100و CAC Small 90 ، و يحسب كل يوم.

9- **مؤشر CAC All Shares :** يضم كل القيم المدرجة في Euronext في باريس التي لها أكبر من 5% دوران سنوي، وذلك دون الاهتمام بالرسملة البورصية، حيث كان هذا المؤشر يضم 500 سهم في نهاية سبتمبر 2004م.

الفرع الثاني: المؤشرات القطاعية

تقوم المؤشرات القطاعية بدور هام؛ حيث تسمح للمستثمرين بقياس قدرة وأداء مختلف قطاعات النشاط على حدى.

1- **المؤشرات القطاعية العامة:** تتبع التصنيف القطاعي ل FTSE، وتتكون عيناتها من القيم التي تدخل في حساب مؤشر SBF 250 التي تنتمي لقطاع محدد.

2- **المؤشرات القطاعية النوعية:** حيث يوجد في Euronext 67 مؤشر قطاعي نوعي أو متخصص، نذكر أهمها:

1-1- **مؤشر CAC IT:** يتخصص هذا المؤشر في قطاعات البرمجة وخدمات المعلوماتية والتجهيزات الموجهة لتكنولوجيا الإعلام وأيضا الإلكترونيات والوسائط المتعددة. يندمج هذا المؤشر في مؤشر SBF 250 .

1-2- **مؤشر CAC IT 20:** يمثل هذا المؤشر القيم الأكثر تمثيلا والأكبر في مؤشرCAC IT [1].

1 - guide des indices du marché français d'Euronext، p 10.

المبحث الثالث: الأسواق المالية الهندية

ينشط في الهند 22 سوق مالي تتوزع على مناطق مختلفة، لكن بها سوقان ماليان كبيران يمثلان نبض الأسواق المالية في الهند، بفضل قيمتهما السوقية الكبيرة والشركات الكبيرة في الهند المدرجة فيهما وهما بورصة بومباي للأوراق المالية والبورصة الوطنية للأوراق المالية.

قبل دراسة تطور البورصتين، سنعرج على تطور النظام المالي في الهند من حيث الأحداث التاريخية.

المطلب الأول: التطور التاريخي للنظام المالي الهندي

عرف النظام المالي الهندي تطورا منذ القرن ال19م. لكن سنتناول تطوره ابتداء من استقلال الهند في 15 أوت 1947م.

الفرع الأول: فترة الخمسينيات

مباشرة بعد استقلالها، واصلت الهند مسيرة الإصلاحات الاقتصادية التي انطلقت إبان الاستعمار الإنجليزي للهند والتي أحتل النظام المالي فيها مكانة هامة جدا ومركزية، حيث اتخذت الحكومة المركزية الهندية الحديثة إجراءات عدة لتسهيل ودعم النمو الاقتصادي، وبدأت كباقي الدول النامية وحديثة الاستقلال بالتخطيط الاقتصادي، حيث ابتدأت بالسياسة النقدية بتأميم البنك الاحتياطي الهندي وأصدرت قانون تنظيم البنوك سنة 1949م، كما انتهجت برنامج التخطيط الاقتصادي للتنمية القائم على الاقتصاد المختلط بين القطاع العام والخاص اللذان يكملان بعضهما البعض.

فـــي 1949م، بحثت حكومة إقليم "مادراس" إنشاء مؤسسة إقليمية تقدم التمويل الصناعي وذلك لبعث وإنشاء قاعدة صناعية تلبي متطلبات النمو الصناعي. في مارس 1949م، أنشأت الشركة المحدودة للاستثمار الصناعي، وفي نفس السنة قررت حكومة بومباي إنشاء شركة الائتمان الصناعي لاستكمال عمل شركة التمويل الصناعي، كما تم إنشاء الشركة المحدودة للاستثمار الصناعي ل"تاميل نادي TAMIL NADU " و ذلك تحت قانون الشركات.

في أكتوبر 1951م، أنشأت حكومة الهند الشركة الوطنية للتنمية الصناعية، بغرض إنشاء صناعات جديدة بتوفير الخدمات الاستشارية وتمويل إعادة التأهيل وتحديث بعض الصناعات. في سنة 1955م، أنشأت الحكومة الشركة الوطنية للصناعات الصغيرة، وفي 5 جويلية من السنة نفسها أنشأت شركة الهند للائتمان الصناعي والاستثمارات. في 1956م قامت الحكومة بتأميم شركة التأمين على الحياة، كما تم إنشاء الشركة المحدودة لإعادة التأمين للهند، حيث تتبرع فيه جميع الشركات طواعية بـــ 10 % من حجم رأسمالها.

الفرع الثاني: فترة الستينيات و السبعينيات

ظهر للوجود في أول جويلية 1964م بنك التنمية الصناعية الهندي المملوك للبنك الاحتياطي الهندي، وفي فيفري 1976م نقلت ملكيته إلى حكومة الهند، ويقوم البنك بتلبية الاحتياجات التمويلية للصناعات الكبيرة والمتوسطة، وفي نفس السنة تم إنشاء شركة التوظيف برأس مال متغير UNIT TRUST الذي يقوم بتقديم المساعدة للمستثمرين الهنود عن طريق القروض والاكتتاب المباشر. وفي 19 جويلية 1969م، تم تأميم 14 بنك هندي كبير.

في 1971م، تم إنشاء الشركة المحدودة لضمان القروض من طرف البنك الاحتياطي، حيث تقوم الشركة بتوفير الحماية للمودعين في المصارف الصغيرة وتغطية القروض الممنوحة لصغار المقترضين، تلاه تأميم 4 شركات تأمين في سنة 1973م. في 15 جويلية 1978م، جزأت الشركة إلى مؤسستين عرفتا ب شركة التأمين على الودائع وشركة ضمان القروض. في سنة 1976م، أنشئت عدة بنوك ريفية إقليمية.

الفرع الثالث: فترة الثمانينيات

في 15 أفريل 1980م، قامت الحكومة بتأميم 6 بنوك تجارية، تلاها في 12 جويلية 1982م إنشاء البنك الوطني للتنمية الزراعية والريفية، وذلك لتنمية وترقية الزراعة والصناعات الصغيرة وغيرها من النشاطات ذات الطابع الريفي. في جانفي 1984م، قامت الحكومة بإنشاء بنك التصدير والاستيراد للهند لترقية التجارة الخارجية والبحث عن أسواق خارجية للمنتجات الهندية خاصة الصناعية منها والحصول على العملات الأجنبية.

في 1985م، أنشأ بنك الاستثمار الصناعي المملوك للحكومة الهندية، وجاء ذلك كخطوة من جانب الحكومة الهندية لإعادة تأهيل الوحدات الصناعية التي كانت تعاني من مشاكل عديدة. في 1986م، تأسست شركة الائتمان الملاحي والاستثمار، وذلك لتشجيع الاستثمار في مجال النقل البحري والصيد والمجالات ذات الصلة، وفي نفس السنة تم إنشاء الشركة المالية القابضة.

في جويلية 1988م، تم إنشاء شركة الاستثمار والتنمية التكنولوجية، تلاه في 9 جويلية من نفس السنة إنشاء بنك الإسكان الوطني. في 1 فيفري 1989م، تم تفعيل شركة تمويل السياحة التي تأسست في 1956م[1].

الفرع الرابع: ابتداء من فترة التسعينيات

شهدت الهند في هذه الفترة تحولات اقتصادية ومالية هامة وفارقة وذلك ابتداء من منتصف 1991م، حيث شرعت الحكومة الهندية ومعها البنك الاحتياطي الفدرالي الهندي في إصلاحات اقتصادية ومالية جذرية استهدفت التحرير الاقتصادي، ذلك أن الهند تعرضت لأزمتين خطيرتين ذات علاقة مباشرة بالنظام المالي والنظام الاقتصادي للدولة؛ وهما:

-أزمة ميزان المدفوعات والتي هددت المصداقية الدولية للهند أدت بها إلى إمكانية تخلفها عن تسديد الديون.

-خطر الإفلاس الذي كان يترصد بالنظام البنكي وتهديده للأمن المالي للدولة، وذلك بسبب انتهاج الهند لسياسات محاسبية معيبة خلال سنوات عديدة سابقة، حيث دأبت الحكومة على إخفاء المشاكل والاختلالات التي عانى منها النظام البنكي –المكون الرئيسي للنظام المالي الهندي– حيث انتهجت الحكومة الهندية سياسات خاطئة كالقمع المالي بتخفيض سعر الفائدة وبشكل غير واقعي إلى معدلات منخفضة جدا، وكذلك استنزاف موارد البنوك لتمويل العجز المالي للحكومة والإفراط في التنظيم الهيكلي والقوانين التي حالت دون إمكانية الابتكار المالي وزادت من تكاليف المعاملات والمستويات الضعيفة التي يتميز بها النظام البنكي في مجال التحوط وضعف الإدارة والإجراءات

1 – Yung chul park، A review of the Financial system of India، 1994، p 175.

الخاصة بتطوير أسواق للمال وخفض الديون والهياكل والتكنولوجيا التي لم تعد صالحة، الأمر الذي أثر سلبا على مردودية أسواق الرأسمال والمؤسسات المالية الأخرى والاقتصاد ككل[1].

مست إصلاحات النظام البنكي ثلاث جوانب؛ التمكين من اتخاذ التدابير وتعزيزها والتدابير المؤسساتية، وذلك بخلق بيئة مالية تمكن الوسطاء الماليين من العمل بأقل قدر من العقبات الإدارية والبيروقراطية وكذا الاستجابة بسرعة وبتلقائية لأي إجراءات أو ظروف جديدة، وترشيد القطاع المالي والبنكي ورفع القيود عن سعر الفائدة وفتح المجال لإنشاء بنوك خاصة واتخاذ تدابير لمواجهة ضعف المؤسسات المالية لمواجهة التقلبات في البيئة الاقتصادية، وشملت التدابير إدخال القواعد الاحترازية وإعادة رسملة البنوك الضعيفة وتمكين البنوك من تطهير ميزانيتها[2].

شهدت فترة التسعينيات ظهور أنواع جديدة من المؤسسات لتلائم التوجهات الجديدة للحكومة حيث بالإضافة إلى المؤسسات المتخصصة القائمة، تم إنشاء مؤسسات تابعة في مجال صناديق الاستثمار المشتركة، رأسمال المخاطر، بيع الديون وشركات أخرى في مجال الخدمات المالية و المحافظ.

في سنة 1990م، تأسس بنك تنمية الصناعات الصغيرة، كما تم دمج عدة بنوك صغيرة[3]، وفي 1994م تم تأسيس البورصة الوطنية NSE بالإضافة إلى بورصة بومباي القائمة منذ 1875م، حيث تعتبران أهم سوقين ماليين على الإطلاق في الهند. في ماي 1994م، تم تأسيس شركة تداول الأوراق المالية الهندية المحدودة، وذلك بغية تطوير بنية تحتية فعالة لسوق ثانوية نشطة في الأوراق المالية الحكومية كما قدمت الحكومة ومعها الفدرالي قروضا للشركات لدعمها وتطويرها، وتم تغيير وتحويل الشكل القانوني لتصبح شركات عامة محدودة، وذلك لتطوير وتنمية

1 - juyanth R.varna، India financial sector refroms : a corporate perspective، the journal of the India institute of management، www.ernet.in، 1998 , p 2.

2 - Narendra jadhav and janal raj، Op.، p10.

3 - Yunk chul park، OP.p182.

البيئة المالية والاستثمارية للهند. منذ 1998م، أصبح على جميع الوسطاء الماليين الغير بنكيين الالتزام بجميع معايير الحذر التي يصدرها البنك الفدرالي[1].

تجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية تخضع ويشرف عليها مجلس البورصة والأسواق المالية للهند SEBI الذي أنشئ في خضم الإصلاحات الاقتصادية في 12 أفريل 1988م من طرف حكومة الهند كمؤسسة تنظيمية، وذلك بغية تعزيز النمو المنظم والسليم لسوق الأوراق المالية وتوفير الحماية للمستثمرين وتمكين الحكومة من مراقبة ما يجري فيها والتصدي بسرعة لأي تجاوزات تحدث[2]. في 1992م أعطيت الصلاحيات التنظيمية لمجلس البورصة والأسواق المالية للهند للقيام بعمله بتنظيم الإصدارات الجديدة.[3] بعد سنوات من مباشرة الإصلاحات في النظام المالي أصبح السوقين الماليين الكبيرين في الهند من بين اكبر الأسواق العشرة في العالم من حيث القيمة السوقية ومن حيث عدد الشركات المدرجة فيهما.

المطلب الثاني: البورصة الوطنية National Stock Exchange NSE

الفرع الأول: تأسيسها والأحداث التي عرفتها

البورصة الوطنية هي سوق مالي هندي أسس لتقديم تسهيلات التبادل على الصعيد الوطني للمستثمرين في مختلف الأدوات المالية من أوراق مالية حكومية، أسهم وسندات شركات ومنتجات مالية مشتقة كالعقود الآجلة، الخيارات، عقود مستقبلية على الأسهم والمؤشرات وأسعار الفائدة وغيرها[4].

تعد البورصة الوطنية ثالث أكبر بورصة في العالم من حيث عدد المعاملات السنوية بعد نيويورك وشنغهاي، كما تعد من بين 10 أكبر بورصات العالم من حيث الرسملة السوقية وأيضا

1 – franklin allen and Rajesh chakrabarti and Sankar de, Indian's financial system, 2007, p 17.

2 – Yung chul park, OP, p 182.

3 – Sunjay kathuria، Indian's financial system : the challenges of reform، the world bank, 1999, p 19.

4 – Leadership through change, national stock exchange of India's NSE LTD, www.nseindea.com.

أول بورصة في الهند تدخل المنتجات المشتقة في تعاملاتها[1]، كما تعد ثاني أكبر بورصة في العالم من حيث عدد العقود المستقبلية في الأسهم المتداولة.

تأسست البورصة الوطنية في نوفمبر 1992م، وذلك لتحقيق الأهداف التالية:

- إنشاء تسهيلات تجارية وطنية لكل أنواع الأوراق المالية.
- ضمان دخول وبفرص متساوية لكل المستثمرين من مختلف أنحاء العالم من خلال شبكة اتصالات مناسبة.
- تجهيز وإعداد سوق للأوراق المالية يتميز بالشفافية والكفاءة وذلك باستخدام نظام تداول إلكتروني.
- تحقيق اقصر دورة تسوية.
- التوافق مع المعايير الدولية[2].

في أفريل 1993م، تم الاعتراف بها، وتلاه في جوان 1994م البدء الفعلي لنشاطها وعملها[3] في أفريل 1995م، تأسست أول شركة مقاصة وهي NSCCL، وبعد ثلاث سنوات من تأسيس البورصة الوطنية أصبحت في أكتوبر 1995م اكبر بورصة في الهند[4] من بين 22 بورصة محلية[5]، وسبقها في جويلية 1995م تأسيس صندوق لحماية المستثمرين.

في جوان 1996م، تأسس صندوق ضمان التسوية، وفي نوفمبر أنشأت مؤسسة إيداع الأوراق المالية الوطنية المحدودة كأول مؤسسة إيداع للترويج المشترك مع البورصة. وفي ماي 1998م، تم إطلاق الموقع الإلكتروني للبورصة الوطنية www.nseindea.com .

1 – Bourses mondiales, national stock exchange of India, www.treader-finance.fr.

2 – leadership through change, op.

3 – Franklin Allen and rajah chakrabarti and sankar de ,Op ,p 17.

4 – Leadership though change, op.

5 – Indian financial market , www.business-finance.com, p 78.

في فيفري 1999م، تم إطلاق آلية الإقراض والاقتراض الآلي على مستوى البورصة. وتلاه في فيفري 2000م البدء في التبادل والتجارة عبر الأنترنيت، ثم بداية التداول في المشتقات في جوان. في ديسمبر، تم البدء في تداول WAP وهي سندات يتم التداول عليها بواسطة قاعدة الإنترنيت، ويجب على كل وسيط يريد التعامل بها الحصول على إذن مسبق من البورصة.

في جويلية 2001م، بدء التداول في الخيارات، تلاه في نوفمبر البدء في تداول العقود المستقبلية للأوراق المالية، وفي ديسمبر تم إطلاق NSEVAR أي القيم المعرضة للخطر للأوراق المالية الحكومية لرصد وإدارة مخاطر السوق وكأساس لوضع معايير تنظيمية للرأسمال الأدنى.

في أوت 2009م، بدء التعامل والتداول في العقود المستقبلية على سعر الفائدة، وفي ديسمبر تم البدء في تسوية سندات الشركات، وفي أكتوبر 2010م تم البدء وإطلاق 15 دقيقة خاصة قبل فتح التداول، كآلية جديدة تمكن المستثمرين من عرض وشراء الأسهم قبل افتتاح السوق.

كما تجدر الإشارة إلى أن البورصة الوطنية حازت على عدة جوائز مثل Best IT User في ديسمبر 1996مو جائزة Best IT Usage في 1997م، وجائزة Chip web في فيفري 1999م وجائزة Whart on infosys business transformation ، وفي ماي 2002م جائزة الهند للابتكارات، كما نالت في مارس 2005م جائزة "بورصة المشتقات" في ديسمبر 2006م[1].

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي

منذ تأسيسها والبورصة الوطنية تسعى لتحديث آلية عملها تماشيا مع المعايير الدولية وساعدها في ذلك نهج الحكومة الرامي إلى خلق بيئة مناسبة لجذب الاستثمارات الوطنية والأجنبية لدفع عجلة التنمية.

تتكون البورصة الوطنية من سبع شركات فرعية تعتمد عليها في عملها، وتتعامل هذه الشركات مع كل الجوانب المتعلقة بالبورصة.

1 – www.yourfinanceguru.com.

أ- الشركة الوطنية لمقاصة الأوراق المالية NSCCL : تم افتتاح الشركة في أوت 1995م لتسوية ومقاصة الأوراق المالية في الوقت المناسب، وقد أسست الشركة ضمانا لعدم وجود عوائق لعمليات البيع و الشراء للأوراق المالية[1].

تعد الشركة الوطنية لمقاصة الأوراق المالية أول شركة مقاصة أسست في الهند، كما تعد أول شركة في الهند تقدم ضمان التسوية، وتتمثل أهداف تأسيس الشركة في:

- جلب وتحقيق الثقة في مقاصة وتسوية الأوراق المالية.
- تعزيز والحفاظ على دورات تسوية قصيرة ومناسبة وثابتة.
- توفير ضمان المخاطر المقابل.
- تشغيل نظام لاحتواء المخاطر المحدودة.

بدأت الشركة في المقاصة في أفريل 1996م، ومنحت CRISIL الشركة أعلى درجات الائتمان للشركات "AAA " ، وبذلك تعد أول شركة في الهند تنال هذه الدرجة، حيث تعتبر هذه الدرجة كمؤشر على تطبيق ضوابط صارمة لإدارة المخاطر وضمان تغطية كافية للتسوية[2].

ب- الوطنية لمقاصة السلع الأساسية NCCL: وتقوم هذه الشركة بعدة عمليات كالشركة الوطنية لمقاصة الأوراق المالية باستثناء أن الوطنية لمقاصة السلع الأساسية هي غرفة مقاصة لسوق السلع للبورصة الوطنية[3].

أسست هذه الشركة لمواكبة أسواق السلع الأساسية المتنامية في الهند وتوفير دفع خاص والتركيز على احتياجات المقاصة والتسوية في أسواق السلع الأساسية. وحاليا توفر الشركة

1 - Organizational structure of national stock exchange, www.sebi.com.

2 - about NSCCL، www.nseindia.com.

3 - organizational structure of national stock exchange، www.sebi.com.

تكنولوجيا المعلومات ودعم العمليات المتعلقة باحتياجات المقاصة والتسوية[1]. وتعتبر الشركة أيضا أولى الشركات الهندية التي تعرض ضمانات التسوية[2].

ت- الشركة الوطنية لخدمات تكنولوجيا المعلومات NSETECH : تعد تكنولوجيا المعلومات العمود الفقري لنجاح البورصة الوطنية للهند، وقد كانت الشركة في الطليعة لتقود التحولات التكنولوجية في سوق الأوراق المالية، ذلك أن بقاء البورصة الوطنية في حالة تنافس حاليا مرتبط بالتركيز على تكنولوجيا المعلومات.

أدرجت هذه الشركة لتلبية احتياجات البورصة الوطنية والشركات التابعة لها من تكنولوجيا المعلومات. ولأن التكنولوجيا تساهم في تحديد شكل صناعة الأوراق المالية، تشدد شركة خدمات تكنولوجيا المعلومات على الابتكار والاستثمار المستمر في التكنولوجيا لتبقى متقدمة في سباق المنافسة[3].

ث- شركة NSE.IT: نشأت الشركة في بادئ الأمر كإدارة في البورصة الوطنية، وكان يطلق عليها "نظام واتصال" في 1993-1994م، وفي أكتوبر 1999م تحولت إلى شركة منفصلة وتابعة للبورصة، حيث تقدم الشركة منتجات وخدمات مبتكرة لصناعة الأوراق المالية ككل وابتكار حلول كإدخال التعليم الإلكتروني وحل التداول عبر الإنترنيت وحلول رياضية لمساعدة الوسطاء في عمليات الحساب، وليس تقييدها ضمن نطاق التبادل[4].

على خلاف شركة NSE TECH، ركزت شركة NSE.IT على تطوير وترقية خدماتها التكنولوجية للشركات الأعضاء والغير أعضاء في البورصة الوطنية، حيث قدمت خدماتها من خلال حلول في مجال التبادل، خدمات الوسطاء، المقاصة والتسوية، التبادل عبر الإنترنيت، إدارة المخاطر، إدارة الأصول، البنوك، التأمينات والإدارة المالية.

1 - about NCCL، www.nseindia.com.

2 - organizational structure of national stock exchange، www.sebi.com.

3 - about NSE TECH، www.nseindia.com.

4 - about NSE IT، www.nseindia.com.

ج- الشركة الوطنية لأمن الإيداع NSDL : وهي شركة فرعية تساعد في كشف التزوير وتقوم هذه الشركة وبمساعدة شركتين هنديتين في القضاء على مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية بما في ذلك استخدام أوراق مزورة، مسروقة أو رديئة[1].

ح- شركة الهند لخدمات و منتجات المؤشرات IISL : تعتبر هذه الشركة مشروع مشترك بينNSE و CRISIL ، أسست في ماي 1998م لتقديم مؤشرات متنوعة والخدمات المرتبطة بالمؤشرات ومنتجاتها إلى أسواق رأسمال هندية، كما حصلت على اتفاقية التسويق والترخيص من(S&P (standard & poor's ؛ حيث قدمت الشركة أكثر من 80 مؤشرا شملت مؤشرات قطاعية، مرجعية وقياسية، كما أن العديد من منتجات إدارة المخاطر والاستثمارات تعتمد على مؤشراتها.

تتمثل أهداف هذه الشركة في:

- تطوير، بناء و صيانة مؤشرات الأسهم الهندية وكذا تجارة و تداول المشتقات.
- توفير بيانات ومعلومات عن نشاط التداول في أسواق الأسهم الهندية[2].

تجدر الإشارة إلى أن العديد من الأسواق المالية لدول أخرى تعتمد على مؤشرات الشركة في عملها[3].

خ- شركة DOTEX International LTD : إن البيانات ومعلومات البيع للبورصة الوطنية يتم توفيرها من خلال هذه الشركة، حيث تقوم الشركة بتقديم أسعار السوق للبورصة الوطنية وبيانات سوق رأسمال والعقود المستقبلية والخيارات وبيانات الشركة وغيرها[4]، كما تعالج البيانات على الإنترنيت والبيانات اليومية وبيانات نهاية تداولات الأسواق والبيانات التاريخية للبورصة الوطنية[5].

1 - organizational structure of NSE،www.sebi.com.

2 - about IISE، www.nseindia.com.

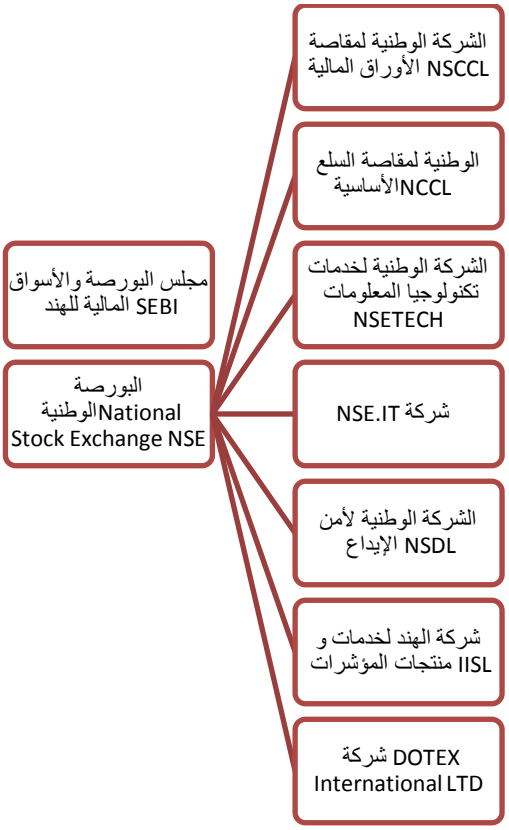
3 - organizational structure of NSE، www.sebi.com.

4 - about dotex، www.nseindia.com

5 - organizational structure of NSE، www.sebi.com.

الشكل رقم (10): الهيكل التنظيمي للبورصة الوطنية

National Stock Exchange NSE



المصدر: تم إعداده بناء على المعلومات المذكورة سابقا.

الفرع الثالث: مؤشراتها

أ- المؤشرات الرئيسية

1- مؤشر S&P CNX Nifty: هو المؤشر الرئيسي أو الكلي الذي يقيس الأداء الكلي للبورصة الوطنية ويغطي 21 قطاعا، كما يضم 50 سهم شركة من 1430 شركة مدرجة. اعتمد المؤشر في أفريل 1996م، ويعتمد في حسابه على 3 نوفمبر 1995م كيوم أساس، ويحسب المؤشر وفق المعادلة التالية:

المؤشر في اليوم t يساوي $t= (I1 \times nCM)/1CM$.

I1: قيمة المؤشر في اليوم الأساس

MCn= $\sum^{n}_{i=1}$ سعر الأوراق المالية × عدد الأوراق المالية المصدرة.

N: العدد الكلي للأسهم المكونة للمؤشر.

MC1 : القيمة السوقية في الفترة الأساس و تقدر ب 2.06 ترليون روبية.

تجدر الإشارة إلى أن 50 سهم المكونة للمؤشر تضم الشركات التي تنشط في المنتجات الأساسية[1].

2- مؤشر CNX Nifty junior : يضم المؤشر 100 سهم الأكثر سيولة في الهند، واعتمد المؤشر في 1 جانفي 1997 بيوم أساس 4 نوفمبر 1996 و بقيمة أساس 1000[2].

3- مؤشر CNX 100: يضم المؤشر 100 سهم من 38 قطاع اقتصادي مختلف، ويضم الأسهم المكونة للمؤشرين السابقين. ويعتمد المؤشر في حسابه على 1 جانفي 2003م كيوم أساس و100 كقيمة أساس[3].

4- مؤشر CNX 200: يضم 200 سهم، ويعتمد على 1 جانفي 2004م كيوم أساس و1000 كقيمة أساس ، ويقيس المؤشر التغير الحاصل في أسهم الشركات المهمة[4].

5- مؤشر CNX Mid Cap: يعتمد المؤشر في حسابه على 1 جانفي 2003م كيوم أساس و1000 كقيمة أساس[5].

6- مؤشر Nifty Midcap 50 : كان الهدف الأساسي من إنشاء المؤشر هو رصد تحركات السوق وخاصة في تبادل المشتقات، ويعتمد المؤشر في حسابه على 1 جانفي 2004م كيوم أساس و 1000 كقيمة أساس[6].

---

1 - S&P CNX Nifty index methodology، S&P indices، march 2010، p 3.

2 - CNX Nifty junior index، IISL، october 2011.

3 - CNX 100 index، IISL، october 2011.

4 - CNX 200 index، IISL، october 2011.

5 - CNX Mid cap index، IISL، october 2011.

6 - Nifty Mid cap 50 index، IISL، october 2011

7- مؤشر CNX Small cap: يضم المؤشر 100 سهم لشركات صغيرة نسبيا مدرجة[1].

8- مؤشر S&P CNX 500: يضم المؤشر 500 سهم تغطي 72 قطاع أو نشاط صناعي، كما يضم المؤشر بعض البنوك والقطاعات الأخرى التي لها علاقة بالقطاع الصناعي، ويعتمد المؤشر على 1994م كسنة أساس و100 كقيمة أساس، ويعكس المؤشر القيمة الكلية للسوق[2].

ب- المؤشرات القطاعية: تستخدم المؤشرات القطاعية لتقدم القيمة الفردية لإجمالي أداء عدد من الشركات التي تنشط في قطاع معين.

1- مؤشر CNX Auto: صمم هذا المؤشر ليعكس أداء شركات تصنيع السيارات في السوق المالي، ويضم المؤشر 15 شركة؛ يعتمد على 1 جانفي 2004م كيوم أساس و100 كقيمة أساس[3].

2- مؤشر CNX Finance: يعكس المؤشر أداء قطاع البنوك، المؤسسات المالية وشركات تمويل الإسكان والخدمات المالية الأخرى، يضم 15 شركة، حيث يعتمد على 01 جانفي 2004م يوم أساس و1000 قيمة أساس[4].

3- مؤشر CNX Media: صمم المؤشر لغرض عكس أداء قطاع الإعلام والترفيه، ويضم 15 سهم بتاريخ أساس 30 ديسمبر 2005م و1000 قيمة أساس[5].

4- مؤشر CNX Pharma: يقوم المؤشر بضبط أداء قطاع الصيدلة، حيث يضم 10 أسهم، و يعتمد في حسابه على 1 جانفي 2001م يوم أساس و 1000 قيمة أساس[6].

---

1 - CNX Small cap index، IISL، october 2011.

2 - S&P CNX 500 index،IISl، october، 2011.

3 - CNX Auto index، IISL، october 2011.

4 - CNX Finance index، IISL، october 2011.

5 - CNX Media index ، IISL، october 2011.

6 - CNX Pharma index، IISL، october 2011.

5- مؤشر CNX Bank: يضم المؤشر أكثر أسهم البنوك الهندية سيولة ورسملة، حيث يعطي المؤشر صورة واضحة عن أداء البنوك الهندية، ويغطي 12 سهم بيوم أساس 01 جانفي 2000م وقيمة أساس 1000[1].

6- مؤشر CNX Energy: يضم المؤشر قطاع الطاقة من شركات البترول، الغاز والكهرباء، ويضم 10 أسهم لشركات الطاقة، ويعد 1 جانفي 2001م و1000 كيوم وقيمة أساس على التوالي[2].

7- مؤشر CNX FMCG: يضم المؤشر 15 سهم لشركات مدرجة تنشط في تصنيع السلع الاستهلاكية الغير معمرة، ويعتمد على ديسمبر 1995م و1000 كفترة وقيمة

أساس على التوالي[3].

8- مؤشر CNXIT Sector: طورت شركة NSEIT المؤشر بغرض قياس أداء شركات قطاع تكنولوجيا المعلومات الهندي، ويعتمد على 1 جانفي 1996م كيوم أساس و1000 كقيمة أساس[4].

9- مؤشر CNX Metal: صمم المؤشر ليعكس أداء قطاع التعدين، يضم 15 سهم ويعتمد على 1 جانفي 2004م كيوم أساس و1000 كقيمة أساس[5].

10- مؤشر CNX MNC: يضم المؤشر 15 سهم لشركات مدرجة منوطة بالرقابة الأجنبية في الشركات الأجنبية، ويعتمد على ديسمبر 1994م كفترة أساس و1000 كقيمة أساس[6].

11- مؤشر CNX PSU Bank: يقوم المؤشر برصد أداء بنوك القطاع العام، ويضم 12 سهم كما يعتمد في حسابه على 1 جانفي 2004م و1000 كيوم وقيمة أساس على التوالي[1].

---

1 - CNX Bank index، IISL، october 2011.

2 - CNX Energy index، IISL، october 2011.

3 - CNX FMCG index، IISL، october 2011.

4 - CNX IT sector index، IISL، october 2011.

5 - CNX Metal index، IISL، october 2011.

6 - CNX MNC index، IISL، october 2011.

12- **مؤشر CNX Realty:** يعكس المؤشر أداء قطاع العقارات، يضم 10 شركات ويعتمد في حسابه على 29 ديسمبر 2006م و1000 كيوم وقيمة أساس على التوالي[2] .

ت- المؤشرات الموضوعية: صممت المؤشرات الموضوعية لتقدم قيمة واحدة لإجمالي أداء عدد من الشركات التي تنشط في أحد الموضوعات أو المجالات.

1- مؤشر CNX للسلع: صمم المؤشر ليعكس أداء الشركات التي تمثل السلع؛ مثل قطاع البترول، السلع البترولية، الإسمنت، الطاقة، الكيماويات، السكر، المعادن والمناجم، ويضم المؤشر 30 سهما.

يعتمد في حسابه على 1 جانفي 2004م و1000 كيوم وقيمة أساس على التوالي[3].

2- مؤشر CNX للاستهلاك: صمم المؤشر ليعكس أداء الشركات التي تمثل قطاع الاستهلاك المنزلي؛ مثل الاستهلاك الغير معمر، الرعاية الصحية، السيارات، خدمات الاتصالات، الصيدلة، الفنادق، الإعلام والترفيه وغيرها. يضم 30 سهم بتاريخ أساس 2 جانفي 2006م و1000 قيمة أساس[4].

3- مؤشر CNX لفرص الأرباح: يضم المؤشر 50 سهم لشركات ذات العوائد العالية، يعتمد على 1 أكتوبر 2007م كيوم أساس و1000 كقيمة أساس[5].

4-مؤشر CNX للبنية التحتية: يضم المؤشر 25 سهم لشركات قطاع الاتصالات والطاقة، الموانئ، المطارات، الطرق، السـكك الحديدية، الشحن والخدمات الأخرى التي تقدمها. يعتمد

على 1 جانفي 2004م و1000 كيوم وقيمة أساس على التوالي[6].

---

1 - CNX PSU bank index، IISL، october 2011.

2 - CNX Realty index، IISL، october 2011.

3 - CNX Commodities index، IISL، October 2011.

4 - CNX Consumption index، IISL، October 2011.

5 - CNX dividend opportunities index، IISL، October 2011.

6 -- CNX Infrastructure index، IISL، October 2011.

5- مؤشر CNX PSE: استجابة لسعي الحكومة الهندية من سنة 1991م لتوفير التنظيمات، القوانين والمستثمرين والوسطاء لشركات القطاع العام، قامت شركة IISL بتطوير مؤشر يرصد أداء شركات القطاع العام، ويضم المؤشر 200 سهم بتاريخ أساس ديسمبر 1994م و1000 كقيمة أساس[1].

6- مؤشر CNX لقطاع الخدمات: يعكس المؤشر أداء شركات قطاع الخدمات التي تضم برامج الكمبيوتر، التكنولوجيا، المعلومات، التعليم والتدريب، البنوك، خدمات الاتصال، المؤسسات المالية، الطاقة، الإعلام، السياحة، الشحن وغيرها. ويضم المؤشر 15 سهم، يعتمد على 1 ماي 1999م و1000 كفترة وقيمة أساس على التوالي[2].

المطلب الثالث: بورصة بومباي Bombay Stock Exchange BSE

الفرع الأول: تأسيسها

تعتبر بورصة بومباي أقدم بورصة تأسست في آسيا[3]، حيث تأسست في 9 جويلية 1875م كجمعية لوسطاء الأسهم والحصص المحليين لبومباي، أما التأسيس الرسمي فيعود إلى ديسمبر 1887م وانعقاد أول اجتماع للوسطاء في فيفري 1887م لإقرار 3 أساسات واجبة التنفيذ؛ وهي عقد التأسيس، تأسيس أول لجنة إدارة، تعيين أول الأعضاء. كان الوسطاء البالغ عددهم 6 بين 1840 و1850م يتعاملون في أسهم البنوك والمطابع. في 1855م تم تعيين مكان لاجتماع الوسطاء في المكان المسمى Cotton green .

في 1861م، ارتفع عدد الوسطاء إلى 250 وسيط، وذلك خلال الحرب الأهلية الأمريكية 1861م نظرا لزيادة الطلب على القطن وهذا ما جلب ثروة إلى بومباي. بانتهاء الحرب الأهلية الأمريكية أزيح الحجاب عن اختلالات النظام المالي الهندي، حيث أعلنت عدة شركات إفلاسها، كما انخفض عدد الوسطاء، وتغير مكان اجتماعهم إلى شارع " دلال "، إلا انه بعد عدة سنوات ارتفع

1 - CNX PSE index، IISL، October 2011.

2 - CNX service sector index، IISL، October 2011.

3 - yoon je cho، Indian capital market :recent developments and policy issues ،1999، p 112.

عدد الوسطاء إلى 478 سنة 1921م. إن الهدف من إنشاء الجمعية فكان يتمثل في دعم، حماية مهنة الوسطاء ومكانة ومصالح الوسطاء في التعامل في الأسهم والأوراق المالية الأخرى في بومباي وتعزيز ورفع شرف المهنة والقضاء على الممارسة السيئة[1].

على مدى 135 عام، قامت بورصة بومباي بتسهيل نمو قطاع الشركات الهندية وذلك بتزويدها بأرضية فعالة لزيادة رأسمالها، وفي 2012م تحتل بورصة بومباي المرتبة الأولى عالميا في عدد الشركات المدرجة بأكثر من 4900 شركة، كما أنها من البورصات الخمسة عالميا الأولى من ناحية النشاط وعدد المعاملات ومن البورصات العشرة عالميا من ناحية القيمة السوقية للشركات المدرجة فيها، وهذا في آخر ديسمبر 2009م، حيث بلغت القيمة السوقية في فيفري 2010م حوالي 1.28 تريليون دولار.

تعد بورصة بومباي أول بورصة هندية وثاني بورصة في العالم التي تنال شهادة ISO 9001.2000 كما نالت شهادات أخرى، هي أيضا أول بورصة هندية تبتكر وتطور عدة أنظمة[2]، ونشير إلى تغيير اسمها في 2004م من the stock exchange Mumbai إلى Bombay Stock Exchange[3].

الفرع الثاني: مؤشراتها

أ- المؤشرات الرئيسية

1- مؤشر SENSEX: يعتبر المؤشر بارومتر أو مقياس بورصة بومباي، أطلق في 1 جانفي 1986م بفترة أساس 78-1979م و100 قيمة أساس، ويضم المؤشر 30 سهم لأكثر الشركات استقرارا وأكبرها[4]. ويحسب المؤشر وفقا للمعادلة التالية[5]:

1 - Report of the Bombay stock exchange، enquiry committee، 1921، p 5.

2 - Introduction، www.bsendia.com.

3 - heritage، www.bseindia.com.

4 - sensex-the barometer of indian capital market، www.bseindia.com.

5 - index calculation and maintenance، www.bseindia.com.

المؤشر =(القيمة السوقية المتاحة للتداول لمكونات المؤشر ÷ قاعدة رسملة السوق) ×قيمة المؤشر القاعدية.

رسملة السوق بالقاعدة الحديثة = رسملة السوق بالقاعدة القديمة × (رسملة السوق الجديدة ÷ رسملة السوق القديمة)

2- مؤشر BSE-100: وهو من أكثر المؤشرات شيوعا، أطلق في 3 جانفي 1983م بفترة أساس 83-1984م و100 كقيمة أساس، يضم 100 سهم[1].

3- مؤشر BSE-200: أطلق في 27 ماي 1994م بفترة أساس 89-1990م و100 كقيمة أساس، ويضم 200 سهم[2].

4- مؤشر BSE-500: أطلق في 19 أوت 1999م، ويعتمد على 3 ماي 2004م كيوم أساس و1000 كقيمة أساس، ويضم 200 سهم[3].

5- مؤشر BSE TASIS Shariah: يضم المؤشر 50 سهم لأحسن الشركات الهندية التي نجحت في الامتثال لقواعد الشريعة الإسلامية الصارمة التي تصدرها مؤسسة TASIS ، وذلك من حيث منتجاتها في الهند. أطلق المؤشر في 27 ديسمبر 2010م بيوم أساس 1 جانفي 2008م و1000 كقيمة أساس[4].

6- مؤشر BSE-IPO: أطلق في 24 أوت 2009م بيوم أساس 3 ماي 2004م و1000 كقيمة أساس، وصمم المؤشر لتتبع الظروف الجارية للسوق الأولية[5].

7- مؤشر BSE TECK: عرفت عشرية 90 تطورا سريعا لقطاع الإعلام، التكنولوجيا والاتصالات في الهند، لذلك قامت البورصة بتطوير مؤشر للقطاع، حيث أطلق المؤشر في 11 جويلية 2001م ب 2 أفريل 2001م كيوم أساس و1000 كقيمة أساس[1].

---

1 - BSE-100، www.bseindia.com.

2 - BSE-200، www.bseindia.com.

3 - BSE-500، www.bseindia.com.

4 - BSE-TASIS shariah 50، www.bseindia.com.

5 - BSE-IPO، www.bseindia.com.

8- مؤشر BSE PSU: أطلق في 4 جوان 2001م ويتكون من أسهم كبرى شركات القطاع العام المدرجة، يعتبر 1 فيفري 1999م كتاريخ أساس و1000 قيمة أساس[2].

9- مؤشر BSE Mid-cap and BSE Small -cap: يعتبر المؤشر من المؤشرات الجديدة، حيث أطلق في 11 أفريل 2005 ليتبع أداء الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة نسبيا ويعتمد في حسابه على 02-2003 كتاريخ أساس و 1000 قيمة أساس[3].

ب- المؤشرات القطاعية

1- **مؤشر BSE Auto:** أطلق في 23 أوت 2004م.

2- **مؤشر BSE Bankex:** أطلق في 23 جوان 2003م.

3- **مؤشر BSE Capital goods:** أطلق في 9 أوت 1999م.

4- **مؤشر BSE Consumer durables:** أطلق في 9 أوت 1999م.

5- **مؤشر BSE FMCG:** أطلق في 9 أوت 1999م.

6- **مؤشر BSE healthcare:** أطلق في9 أوت 1999م.

7- **مؤشر BSE IT:** أطلق في9 أوت 1999م.

8- **مؤشر BSE Metal :** أطلق في 23 أوت 2004م.

9- **مؤشر BSE Oil & gas:** أطلق في 23 أوت 2004م.

10- **مؤشر BSE Power:** أطلق في 9 نوفمبر 2007م.

11- **مؤشر BSE Realty :** أطلق في 9 جويلية2007م[4].

---

1 - BSE-TECK index، www.bseindia.com.

2 - BSE PSU index، www.bseindia.com.

3 - BSE Mid cap and BSE Small cap index، www.bseindia.com.

4 - Sectoral indices، www.bseindia.com.

المطلب الرابع: تطورات الأسواق المالية الهندية

سنحاول في هذا المطلب إعطاء نظرة مختصرة عن تطور الأسواق المالية الهندية قبل وبعد انفجار الأزمة المالية وخاصة في اكبر بورصتين في الهند وهم بورصة بومباي والبورصة الوطنية.

الفرع الأول: عدد الشركات المدرجة

عرفت بورصة بومباي والبورصة الوطنية تطورا مستمرا في عدد الشركات المدرجة فبخصوص بورصة بومباي –التي تعد اكبر بورصة في العالم من حيث الشركات المدرجة– ارتفع عدد الشركات المدرجة من 4730 شركة في سنة 2004م إلى 4763، 4796، 4887، 4921، 4955 و5034 شركة مدرجة خلال سنوات 2005، 2006، 2007، 2008، 2009 و2010م على التوالي، أما البورصة الوطنية فقد ارتفع عدد الشركات المدرجة فيها من 957 شركة في سنة 2004م إلى 1034، 1156، 1330، 1406، 1453 و1552 شركة خلال سنوات 2005، 2006، 2007، 2008، 2009 و2010م على التوالي[1]، حيث عرف الاقتصاد الهندي نموا سريعا ومستمرا يعتبر من بين الأكبر والأسرع في العالم بتحقيق الناتج المحلي الإجمالي معدلات نمو 8.5%[2]، 6.9%، 9.0%[3]، 9.4%، 9.2%، 6.7% و7.4% في 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009 و2010م[4] على التوالي، مدفوعا بالطلب الداخلي والخارجي المتزايد على السلع والخدمات الهندية لرخص ثمنها، حيث سعت الهند لان يكون اقتصادها اكبر اقتصاد تصديري في العالم، نتيجة لذلك زاد بشكل كبير عدد الشركات الناشطة في الهند والتي يتطلب توسعها وزيادة طاقتها الإنتاجية والخدماتية إلى مصادر تمويلية. بفضل الشروط الميسرة التي تعتمدها الأسواق المالية في الهند اتجهت هذه الشركات لطلب الإدراج بالبورصتين وطرح أسهمها وسنداتها فيهما للحصول على التمويل اللازم لها، خاصة وان البورصتين توجدا في مدينة "مومباي" العاصمة

1 –World Federation of Exchanges WFE, www.world–exchanges.org.

2 –Annual report of reserve bank of India RBI, reserve bank of India, 2005, p 02.

3 – Annual report of RBI, reserve bank of India, 2007, p 01.

4 – Annual report of RBI, reserve bank of India, 2010, p 16.

الاقتصادية للهند وتعتبران من أكثر البورصات الهندية تطورا وتوفرا على كل البنى التحتية اللازمة.

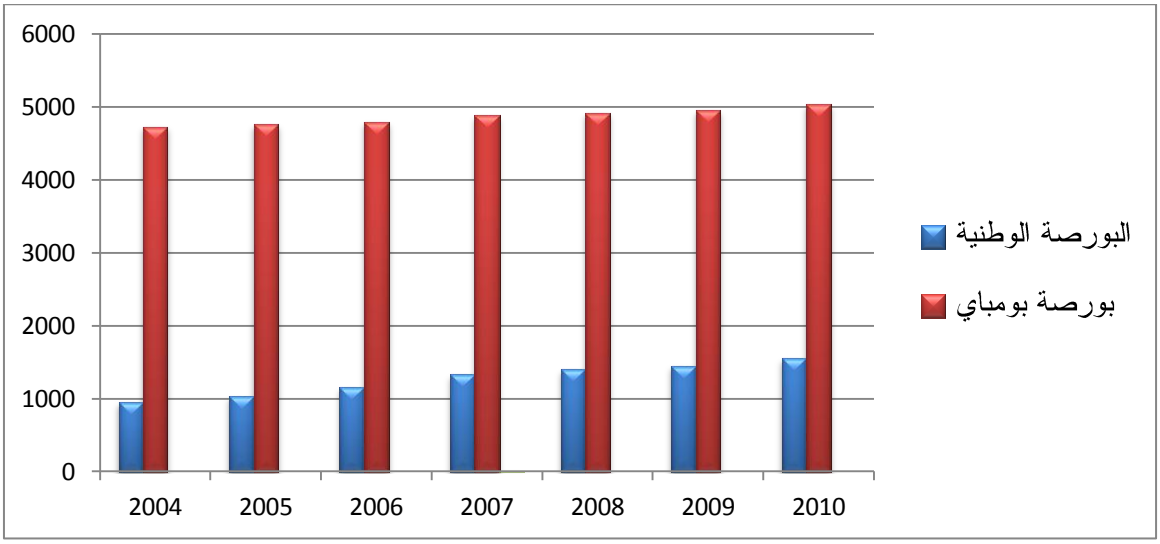
رغم ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م وانتشارها إلا أن عدد الشركات المدرجة واصل ارتفاعه خلافا لبورصات كثيرة في العالم نظرا للطلب الداخلي الكبير بفضل الكثافة السكانية الكبيرة التي فاقت المليار نسمة، وهو ما وفر للشركات سوقا كبيرا ذا طلب متزايد مما يسمح لها بتصريف منتجاتها رغم الأزمات الخارجية.

الجدول رقم (05): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
بورصة بومباي	4730	4763	4796	4887	4921	4955	5034
البورصة الوطنية	957	1034	1156	1330	1406	1453	1552

Source: World Federation of Exchanges WFE.

الشكل رقم (11): تطور عدد الشركات المدرجة في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (05).

الفرع الثاني: التعاملات

سجلت التعاملات في بورصة بومباي والبورصة الوطنية تطورا وارتفاعا على مر السنوات متفاعلة مع الظروف الداخلية والخارجية، حيث ارتفعت التعاملات في الأسهم في بورصة بومباي بنهاية سنة 2004م بنسبة 60.17% لتصل القيمة الإجمالية إلى 50305.3 مليار روبية، أما البورصة الوطنية فقد بلغت قيمة التعاملات في الأسهم إلى 109953.4 مليار روبية، أي بارتفاع نسبته 77.92%، حيث انعكس الانتعاش الاقتصادي الذي عرفته الدول المتقدمة على الاقتصاد الهندي إيجابا نظرا للطلب الخارجي الكبير على السلع والخدمات الهندية، وهو ما انعكس على الشركات المدرجة التي عرفت توسعا وارتفاع في رقم أعمالها وأرباحها الفصلية المعلنة مما شجع على الإقبال من الهند وخارجها على شراء وبيع الأسهم المتداولة في البورصات الهندية نظرا للنشاط الكبير الذي عرفته الأسواق المالية وارتفاع أسعارها.

في سنة 2005م، عرفت التعاملات في أسواق الأسهم الهندية ارتفاعا ضعيفا، وهذا ما يتضح جليا في بورصة بومباي والبورصة الوطنية، حيث ارتفعت بنسبة 3.11% و3.68% بقيمة 51871.7 و114007.1 مليار روبية على التوالي. كباقي الأسواق المالية في العالم، أدت الاضطرابات في الشرق الأوسط إلى ازدياد المخاوف من حدوث تقلبات في إمدادات البترول إلى العالم مما أدى إلى ارتفاع كبير لأسعار البترول نظرا لان الهند تعتبر من الدول الأكثر استهلاكا واستيرادا للبترول من هذه المنطقة القريبة جغرافيا، وهذا ما انعكس على الاقتصاد الهندي الذي سجل نموا اقل من السنة الماضية بفعل انخفاض الطلب الخارجي على السلع والخدمات الهندية نظرا للتباطؤ الذي عرفته الاقتصادات المتقدمة والاقتصاد العالمي ككل، ما أدى إلى انخفاض نشاط الشركات العاملة في الهند ومنها المدرجة في الأسواق المالية الهندية، وتسربت هذه المعطيات إلى الأسواق الهندية ما أدى إلى التخوف من التعامل في الأسهم المدرجة وحدوث أزمة اقتصادية دولية مما أدى إلى انخفاض التعاملات في الأسواق المالية.

أدى انتعاش الأسواق المالية في العالم والاقتصاد العالمي خاصة الأمريكي والأوروبي في سنة 2006م وازدياد الطلب على الصادرات الهندية وما ترتب عليه من ارتفاع النمو الاقتصادي للهند وزيادة نشاط الشركات الهندية وإعلانها عن تحسن مؤشرات نشاطها من رقم مبيعات وأرباح فصلية إلى ارتفاع أسعار الأسهم وعدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية والى الإقبال على

التعامل في الأسواق المالية، حيث سجلت التعاملات في بورصة بومباي والبورصة الوطنية بنسبة 57.33% و37.67% بقيمة وصلت 81607.4 و156955.8 مليار روبية على التوالي.

استمرت التعاملات في الارتفاع في سنة 2007م ولكن بنسبة اقل من السنة الماضية، حيث ارتفعت في بورصة بومباي بنسبة 17.17% بقيمة وصلت إلى 35618.5 مليار روبية وفي البورصة الوطنية وصلت قيمة التعاملات بها بنهاية السنة إلى 194528.5 مليار روبية، أي بارتفاع عن السنة الماضية بنسبة 23.94%، وبالرغم من زيادة الناتج المحلي الإجمالي في الهند بما يقارب 10%، إلا أن انهيار القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وما تسبب عنه من انخفاض حاد في أسعار الأسهم في البورصات العالمية والخسائر الكبيرة التي لحقت بحاملي الأسهم والشركات على حد سواء أثر على الأسواق المالية الهندية وخاصة بورصة بومباي والبورصة الوطنية وخلق حالة من الخوف وانخفاض ثقة المتعاملين في الأسواق المالية، الأمر الذي أدى إلى انخفاض التعاملات بهما وخاصة على الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة التي تعتمد كثيرا في نشاطاتها على الخارج[1].

في 2008م، سجلت التعاملات في الأسواق المالية انتعاشا كبيرا وارتفاعا من جديد، حيث ارتفعت التعاملات بنهاية السنة في بورصة بومباي بنسبة 65.12% بقيمة تقدر ب 157885.7 مليار روبية، أما البورصة الوطنية فقد ارتفعت المعاملات بها إلى 355103.8 مليار روبية أي بنسبة ارتفاع 82.55%، حيث ساهمت السرعة في إعداد خطط مالية ضخمة من الدول المتقدمة والتي تعد الشريك الاقتصادي الأول للهند بالإضافة إلى تدخل الصندوق والوعود الدولية بإعادة الانتعاش للاقتصاد العالمي إلى عودة الاستقرار للأسواق المالية الهندية، كما أعلنت كثيرا من الشركات الهندية أنها لم تتضرر كثيرا من الأزمة المالية العالمية 2008م بفضل السوق الاستهلاكي المحلي الكبير الذي يضمن للشركات تصريف منتجاتها، حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا فاق 09% كل هذه العوامل ساهمت في ارتفاع المعاملات على الأسهم في الأسواق المالية الهندية.

سجلت سنة 2009م تسجيل الدول المتقدمة تراجعا في معدل النمو وتباطؤ شديد في نمو الاقتصاد العالمي وانخفاض الطلب الاستهلاكي وارتفاع معدلات التضخم وتراجع معدلات التبادل

1 –Annual report of securities and exchange board of India SEBI, 2007, p 42.

التجاري إضافة إلى الارتفاع القياسي لسعر البرميل من البترول وأسعار الطاقة وإعلان بنوك ومؤسسات اقتصادية عديدة عن صعوبات مالية، مما انعكس سلبا على الاقتصاد الهندي الذي سجل الناتج المحلي الإجمالي فيها في سنة 2009م معدلات نمو تقل عن سنوات ماضية عديدة وانخفاض نشاط الكثير من الشركات في الهند. تأثرت الأسواق المالية في الهند بهذه الأحداث بالإضافة إلى انتشار المخاوف في البورصات والانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية حيث سجلت التعاملات في بورصة بومباي انخفاضا حادا بنسبة 30.32% بقيمة وصلت إلى 110007.5 مليار روبية، فيما سجلت التعاملات في البورصة الوطنية انخفاضا بنسبة 22.5% بقيمة 275202.3 مليار روبية.

في 2010م، عرفت التعاملات في الأسواق المالية الهندية ارتفاعا، حيث ارتفعت في بورصة بومباي بنسبة 25.34% بقيمة وصلت 137880.9 مليار روبية فيما ارتفعت في البورصة الوطنية بنسبة 50.36% بقيمة بلغت 413802.3 مليار روبية. ساهم انتعاش الاقتصادات المتقدمة وانتعاش حركة التبادل التجاري على الشركات الهندية التي عرفت نموا ونشاطا، كما عرف الناتج المحلي الإجمالي للهند في هذه السنة ارتفاعا معتبرا، بالإضافة إلى الانتعاش المسجل في عدة أسواق مالية عالمية، ساهمت هذه العوامل في عودة الثقة في الأسواق المالية الهندية والإقبال على التعامل فيها[1].

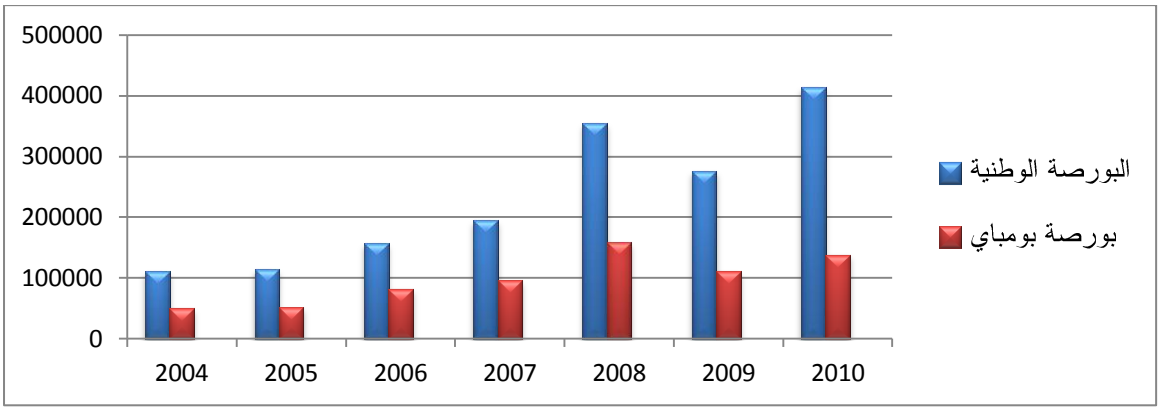
الجدول رقم (06): تطور المعاملات على الأسهم في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م (بمليار روبية)

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
بورصة بومباي	50305.3	51871.7	81607.4	95618.5	157885.7	110007.5	137880.9
البورصة الوطنية	109953.4	114007.1	156955.8	194528.5	355103.8	275202.3	413802.3

Source: Annual reports of SEBI, 2007, 2010.

1 - Annual report of SEBI, 2010, p 50.

الشكل رقم (12): تطور المعاملات على الأسهم في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (06).

الفرع الثالث: الرسملة السوقية

عرفت الرسملة السوقية لأسواق الأسهم في الهند تطورات، متفاعلة بذلك مع الظروف الاقتصادية الداخلية والدولية، حيث عرفت ارتفاعا قياسيا في سنة 2004م، ففي بورصة بومباي ارتفعت القيمة السوقية للبورصة بنسبة 109.9% لتبلغ 120120.6 مليار روبية، أما البورصة الوطنية فقد ارتفعت بنسبة 108.7% لتبلغ 112097.6 مليار روبية، ويرجع ذلك إلى الارتفاع الكبير للتعاملات والإقبال الكبير على أسواق المال الهندية من داخل وخارج الهند نتيجة معدلات النمو المرتفعة التي سجلها الاقتصاد الهندي والاستثمارات ومعه الشركات في الهند والمدرجة في البورصتين وتحقيقها لرقم أعمال وأرباح مرتفعة مما أدى إلى ارتفاع الطلب على أسهمها المتداولة.

انعكس الانخفاض في التعاملات في الأسواق المالية الهندية في سنة 2005م على القيمة السوقية لبورصة بومباي والبورصة الوطنية، حيث ارتفعت القيمة السوقية لهما في سنة 2005م بنسبة 41.39% و41.44% بقيمة بلغت 169842.8 و158558.5 مليار روبية على التوالي. في سنة 2006م، ارتفعت القيمة السوقية لبورصة بومباي بنسبة 77.94% بقيمة بلغت 3022190 مليار روبية فيما ارتفعت القيمة السوقية للبورصة الوطنية بنسبة 77.42% بقيمة 281320.1 مليار روبية ويرجع ذلك إلى الارتفاع الكبير للتعاملات نتيجة للنتائج الإيجابية التي أعلنت عنها

الشركات المدرجة في البورصة مما ساهم في ازدياد الطلب على الأسهم المتداولة بالإضافة إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة.

في سنة 2007م، سجلت القيمة السوقية ارتفاعا يقل بكثير عن السنة الماضية، حيث سجلت القيمة السوقية ارتفاعا بنسبة 17.30% و19.70% وبقيمة بلغت 354504.1 و3367350 مليار روبية في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية على التوالي، ويرجع ذلك إلى التباطؤ الذي عرفته المعاملات في الأسهم في هذه السنة وخاصة بعد النصف الثاني من السنة بسبب الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في أسواق المال العالمية بسبب الصدمة التي سببها انهيار سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية واكتشاف حجم الخسائر التي حققتها كثير من البنوك والمؤسسات مما أدى إلى زيادة الشكوك من انهيار الأنظمة المالية في العالم، وهو ما اثر في الأسواق المالية الهندية، حيث شهدت الأسواق المالية في الهند عمليات بيع واسعة لأسهم البنوك والمؤسسات المالية التي لها مكانة هامة في الاقتصاد الهندي ولها قيمة سوقية كبيرة، ما أدى إلى انخفاض حاد في أسعار الأسهم وفي القيمة السوقية لها[1].

في سنة 2008م، سجلت القيمة السوقية لأسواق المال الهندية ارتفاعا قياسيا، حيث ارتفعت القيمة السوقية لبورصة بومباي إلى 513801.4 مليار روبية بارتفاع نسبته 44.94%، أما البورصة الوطنية فقد ارتفعت قيمتها بنسبة 44.27% بقيمة بلغت 485812.2 مليار روبية، حيث عرفت في هذه السنة ارتفاع التعاملات على أسهم الشركات المتداولة التي أعلنت عن عدم تأثرها بالصدمة بأزمة الرهن العقاري في الدول المتقدمة وكذلك التطمينات الحكومية بان الاقتصاد في حالة نشاط جيد، مما انعكس في ارتفاع الطلب على الأسهم المتداولة بالإضافة إلى أسهم الشركات المدرجة حديثا وارتفاع الأسعار وبالتالي القيمة السوقية.

في سنة 2009م، ظهر جليا أثر الأزمة المالية العالمية 2008م على الأسواق المالية في الهند، حيث انخفضت القيمة السوقية لبورصة بومباي والبورصة الوطنية بنسبة 39.94% و40.38% بقيمة بلغت 308607.5 و289619.4 مليار روبية على التوالي، حيث أدت الانهيارات في أسواق المال العالمية و إعلان إفلاس بنوك ومؤسسات مالية كبرى خلال سنتي

1 – Annual report of SEBI, 2007, p 43.

2008م و2009م وكذا نشر بيانات مالية عن الحالة السيئة للأنظمة المالية في العالم وازدياد المخاوف من حدوث انهيارات أخرى لمؤسسات مالية أخرى وانخفاض مؤشرات الاقتصاد العالمي، إلى انخفاض التعاملات في الأسهم وارتفاع في عدد الأسهم المعروضة للبيع مما أدى إلى انخفاض حاد في أسعارها، وبالتالي انخفاض في القيمة السوقية، ولم يفلح ارتفاع عدد الشركات المدرجة في تحسين المناخ العام للبورصات الهندية نظرا لحالة التشاؤم وسط المتعاملين في البورصات الهندية التي عمق انخفاض الناتج المحلي الإجمالي منها.

بتحسن مؤشرات الاقتصاد الهندي في سنة 2010م بعد سنة من انخفاض النشاط وتحسن أداء الاقتصاد العالمي وأسواق المال العالمية والشركات في الهند، والتأكد من الحالة الجيدة للشركات والبنوك والمؤسسات المالية المدرجة في أسواق المال في الهند، عادت التعاملات على الأسهم إلى الارتفاع، كما أدت الوعود الحكومية بحماية المؤسسات البنكية إلى الإقبال على التعامل في الأسهم مما أدى إلى ارتفاع أسعارها وارتفاع القيمة السوقية للبورصات الهندية في سنة 2010م بالإضافة إلى ارتفاع كبير لعدد الشركات المدرجة فيها، حيث ارتفعت القيمة السوقية لبورصة بومباي بنسبة 99.79% بقيمة وصلت إلى 616561.9 مليار روبية، أما البورصة الوطنية فقد بلغت القيمة السوقية بها إلى 600917.3 مليار روبية أي نسبة الارتفاع قدرت بـــ 107.49%.

فيما يخص حجم الأسواق المالية في الاقتصاد أو نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي، فقد عرفت تطورا بمرور السنوات وكانت متقاربة بين بورصة بومباي والبورصة الوطنية ففي بورصة بومباي فقد ارتفعت النسبة من 43.52% سنة 2004م إلى 54.41%، 84.72% و85.93% وذلك خلال سنوات 2005، 2006 و2007م على التوالي، أما البورصة الوطنية فقد ارتفعت النسبة من 40.61% سنة 2004م إلى 50.80%، 78.86% و81.62% خلال سنوات 2005، 2006 و2007م على التوالي، ومرد ذلك إلى النشاط الذي عرفته الأسواق المالية في الهند وارتفاع أسعار الأسهم التي تمثل الأصول المالية حيث لم تتعدى الأصول العينية قيمة الأصول العينية في كل سوق نظرا للنشاط الكبير الذي عرفه الاقتصاد الهندي.

في سنة 2008م، ارتفعت نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي إلى مستويات قياسية، حيث وصلت إلى 108.77% و103.51% في بورصة بومباي والبورصة الوطنية على التوالي، حيث عرفت الأسواق المالية الهندية نشاطا بارتفاع أسعار أسهمها وقيمتها السوقية والذي لم

يستطع الناتج المحلي الإجمالي مواكبته، وهذا يدل على تضخم الأصول المالية نتيجة وجود بعض المضاربات التي رفعت أسعار الأسهم فوق أسعارها العادلة.

في سنة 2009م، أدى تكثيف الرقابة الحكومية على الأسواق المالية الهندية نتيجة انهيار أسواق المال العالمية خوفا من انتقال عدواها إلى الهند وذلك مع وصول مؤشرات عن انخفاض النشاط في أسواق المال الهندية، إلى انخفاض نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي إلى 55.95% و51.95% في كل من بورصة بومباي والبورصة الوطنية، أي انخفاض قيمة الأصول المالية عن قيمة الأصول العينية، حيث عرفت السنة تجاوب الأسواق المالية مع ما يجري من أحداث في الاقتصاد بانخفاض القيمة السوقية.

في سنة 2010م، عرفت القيمة السوقية ارتفاعا كبيرا يفوق ذلك الذي سجله الناتج المحلي الإجمالي، حيث وصلت نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي إلى 100.02% بالنسبة لبورصة بومباي و97.49% بالنسبة للبورصة الوطنية، أي تجاوز القيمة الأصول المالية قيمة الأصول العينية نتيجة التوجه وتفضيل الاستثمار في الأصول المالية كالأسهم والمضاربة على ارتفاعها خاصة بعد الضمانات التي أطلقتها الحكومة الهندية بحماية النظام المالي وتقديم حزمة إعفاءات ومساعدات للمؤسسات الاقتصادية[1].

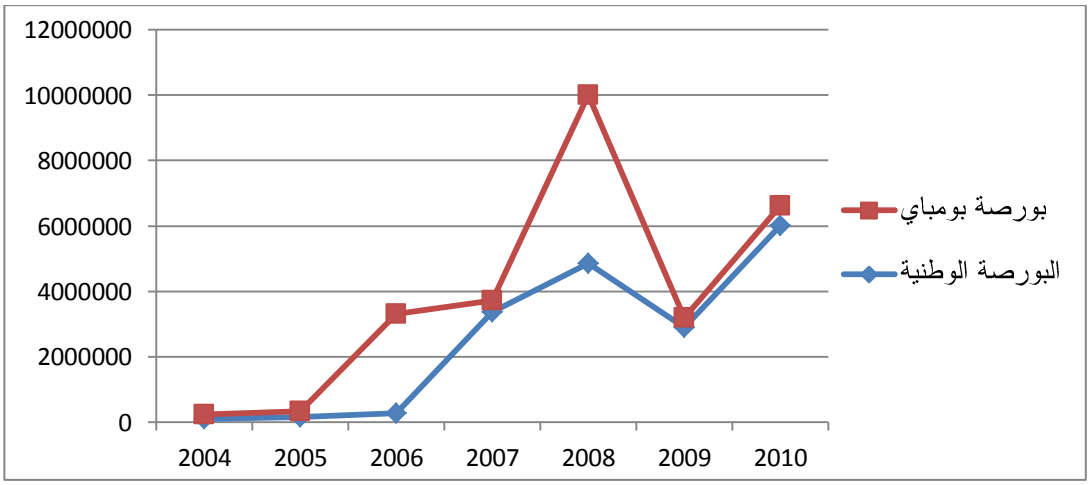
1 – Annual report of SEBI, 2010, p 52.

الجدول رقم (07): تطور الرسملة السوقية لبورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م (بمليار روبية)

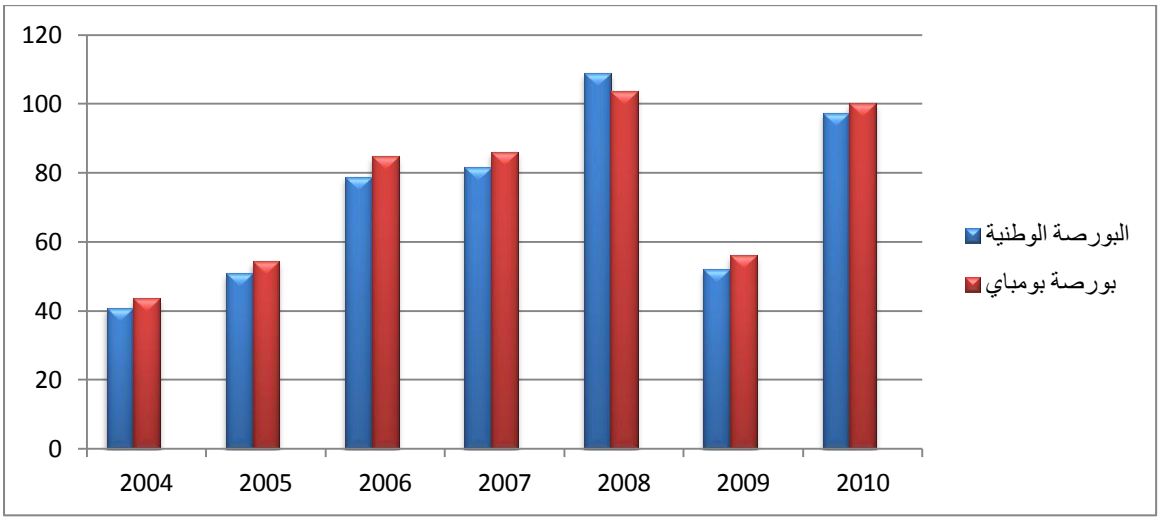
السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
بورصة بومباي	120120.6	169842.8	3022190	354504.1	5138014	308607.5	616561.9
الرسملة السوقية /الناتج المحلي الإجمالي	43.52	54.41	84.72	85.93	108.77	55.95	100.02
البورصة الوطنية	112097.6	158558.5	281320.1	3367350	4858122	2896194	6009173
الرسملة السوقية /الناتج المحلي الإجمالي	40.61	50.80	78.86	81.62	103.51	51.95	97.49

Source: Annual reports of SEBI, 2007, 2010.

الشكل رقم (13): تطور الرسملة السوقية لبورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م



الشكل رقم (14): تطور الرسملة السوقية /الناتج المحلي الإجمالي لبورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م



المصدر: تم إعدادهما بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (07).

الفرع الرابع: المؤشرات

سجلت مؤشرات البورصات الهندية ارتفاعا كبيرا وقياسيا في سنة 2004م، حيث وبنهاية السنة ارتفع مؤشر بورصة بومباي SENSEX بنسبة 83.37% فيما ارتفع مؤشر البورصة الوطنيةS&P CNX Nifty بنسبة 81.18%، حيث سجلت التعاملات والقيمة السوقية في هذه السنة ارتفاعا كبيرا وخاصة أسعار أسهم الشركات الكبيرة المدرجة والداخلة في تركيب المؤشرين نتيجة تحقيقها أرباحا كبيرة، الأمر الذي ساهم في زيادة الطلب عليها.

في سنة 2005م، ارتفع مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty بنسبة 16.13% و14.90% على التوالي، نظرا لتسجيل القيمة السوقية والتعاملات في بورصة بومباي والبورصة الوطنية وأيضا الناتج المحلي الإجمالي للهند ارتفاع يقل عن السنة الماضية، حيث انخفض الطلب على الأسهم مما ساهم في ارتفاعها بنسبة معتبرة جدا.

سجلت مؤشرات الأسواق المالية الهندية في سنة 2006م انتعاشا، حيث عادت لتسجل ارتفاعات كبيرة، حيث ارتفع الطلب على الأسهم وانتعش نشاط الأسواق المالية بارتفاع التعاملات

والقيمة السوقية، وكمحصلة لذلك ارتفع مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty بنسبة 73.73% و67.14% على التوالي.

في سنة 2007م، سجل مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty ارتفاعا ضعيفا مقارنة مع السنة الماضية، حيث ارتفعا بنسبة 15.89% و12.31% على التوالي، كما عرفا تقلبا حادا ابتداء من النصف الثاني من السنة. تأثرت البورصات الهندية بأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وانتشر الخوف وسط المتعاملين في البورصات وانتشرت الإشاعات في إمكانية تأثر الاقتصاد الهندي بما يحدث في الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية، كما عمق من ذلك الانخفاضات والتقلبات التي عرفتها مؤشرات أسواق المال العالمية مما أدى إلى انخفاض المؤشرات الهندية بعد نصف سنة من الارتفاعات[1].

بارتفاع التعاملات في الأسواق المالية ومعها القيمة السوقية في سنة 2008م نتيجة ارتفاع الأسهم وانتعاش الأسواق المالية بعد الصدمة الأولى للازمة المالية العالمية 2008م، ارتفع مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty بنسبة 19.68% و23.89%. ولكن ما لبثا أن عاد المؤشرين ليسجلا انخفاضا حادا في سنة 2009م، حيث انخفضا مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty بنسبة 37.94% و36.20% على التوالي، كما عرفا تقلبات حادة خلال السنة، حيث أدى إفلاس اكبر المؤسسات العقارية في العالم ومعها اكبر البنوك والمؤسسات المالية وإعلان البعض الآخر انه يعاني من أزمة سيولة قد تؤدي بها إلى إعلان الإفلاس مما أدى إلى انتشار الخوف وعدم الثقة في النظام المالي ككل والذي مس الأسواق المالية الهندية، حيث زاد التردد من التعامل باسهم البنوك والمؤسسات المالية بالإضافة إلى المؤسسات التي لها معاملات مع الدول المتأزمة (كانت لوقت قريب هي المحرك لنشاط الأسواق المالية في الهند بفضل القيمة السوقية الكبيرة) وزاد من تعميق المخاوف انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وتراجع التبادلات التجارية مع الخارج.

في سنة 2010م، ارتفع مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty بنسبة 80.53% و73.75%، حيث أدت المساعدات المالية الضخمة التي قدمتها الحكومات، خاصة الأوروبية والأمريكية، للقطاع البنكي بهدف إنقاذ النظام المالي من الانهيار إلى استعادة البنوك لبعض نشاطها

1 – Annual report of SEBI, 2007, p 46.

وإعلان بعضها عن تحقيق أرباح والبدء في تسديد المساعدات المالية التي تلقتها سابقا من السلطات النقدية إلى إنعاش النشاط الاقتصادي في الدول المتقدمة واستعادة بعض الثقة في الاقتصاد المتأزم وانعكس ذلك إيجابا على الهند بالإضافة إلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي الهندي وانتعاش حركة التجارة لدولية، الأمر الذي ساهم في انتعاش الأسواق المالية في الهند وارتفاع التعاملات فيها نظرا والإقبال على التعامل في الأسهم وارتفاع القيمة السوقية والذي انعكس على مؤشراتها، حيث ارتفع مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty بنسبة 80.53% و73.75%[1].

الجدول رقم (08): تطور مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty خلال الفترة 2004-2010م

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
مؤشر SENSEX	83.37	16.13	73.73	15.89	19.68	-37.94	80.53
مؤشر S&P CNX Nifty	81.18	14.90	67.14	12.31	23.89	-36.20	73.75

Source: Annual report of SEBI, 2007, 2010.

1 - Annual report of SEBI, 2010, p 55.

الشكل رقم (15):تطور مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty

خلال الفترة 2004-2010م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (08).

الفرع الخامس: السيولة

فيما يخص بورصة بومباي والبورصة الوطنية، يشير معدلا التداول والدوران أنهما تميزا بسيولة متزايدة خلال الفترة الممتدة بين 2004-2007م، مع تسجيل أن البورصة الوطنية أكثر سيولة من بورصة بومباي، بفضل التعاملات والقيمة السوقية الكبيرة لها مقارنة مع بورصة بومباي، حيث عرفت البورصتين في هذه الفترة نشاطا كبيرا نتيجة الإقبال على الأسواق المالية ببيع وشراء الأسهم ما انعكس على ارتفاع التعاملات والقيمة السوقية لهما اللذان ساهما في جذب الاستثمارات والشركات على الإدراج فيهما.

خلال سنتي 2008 و2009م، شهدت البورصتين انخفاضا حاد في السيولة، حيث ارتفع معدل الدوران وانخفض معدل التداول، حيث انخفض الإقبال على التعامل بالأسهم المتداولة كما سجل عدد الشركات المدرجة ارتفاعا ضعيفا مقارنة بالسنوات الماضية نتيجة انتشار المخاوف من الاستثمار في الأسواق المالية، نظرا لإفلاس كثير من البنوك والمؤسسات المالية في العالم ونشر تقارير وتنبؤات متشائمة من منظمات دولية بخصوص النمو الاقتصادي العالمي والتبادل التجاري الدولي.

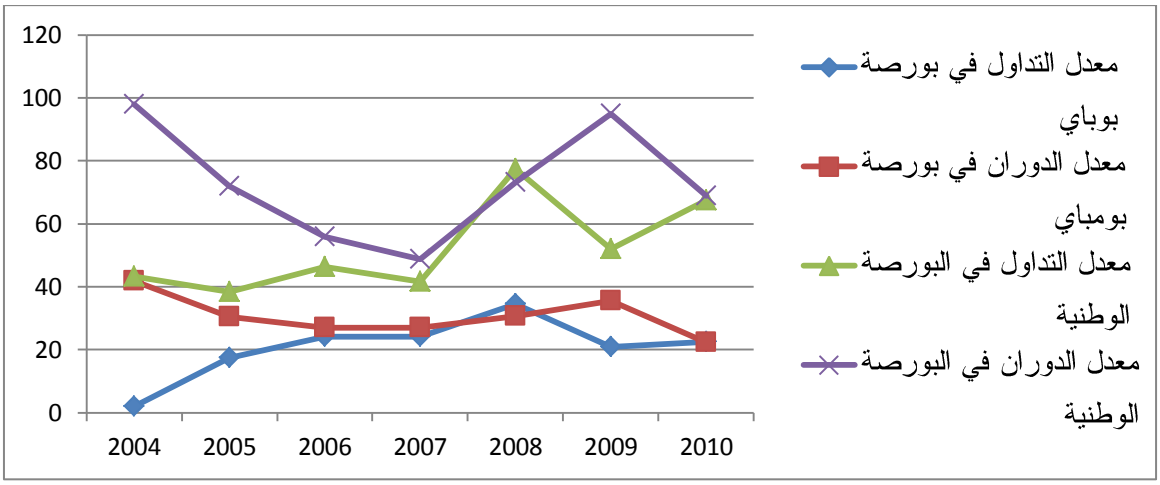
سجلت السيولة ارتفاعا في سنة 2010م، حيث انخفض معدل التداول وارتفع معدل الدوران حيث عرفت بورصة بومباي والبورصة الوطنية انتعاشا ونشاطا في هذه السنة وارتفعت التعاملات والقيمة السوقية نتيجة عودة الإقبال إلى الأسواق المالية بعد انتعاش الاقتصاد الهندي وانتعاش الأسواق المالية والوعود الحكومية بحماية المؤسسات من الإفلاس، بالإضافة إلى تسجيل الأسواق المالية العالمية نشاطا بعد نشر بيانات تؤكد تحسن مؤشرات مناخ الاستثمار في العالم، الأمر الذي انعكس في عودة الثقة بالتعامل في الأسهم.

الجدول رقم (09): تطور السيولة في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م (بمليار روبية)

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
الناتج المحلي الإجمالي	2538170	297146.4	338962.1	395224.1	458142.2	528208.6	613323
بورصة بومباي							
قيمة التعاملات	50305.3	51871.7	81607.4	95618.5	157885.7	110007.5	137880.9
القيمة السوقية	120120.6	169842.8	302219	354504.1	513801.4	308607.5	616561.9
معدل التداول %	1.98	17.45	24.07	24.19	34.46	20.82	22.48
معدل الدوران %	41.87	30.54	27	26.97	30.72	35.64	22.36
البورصة الوطنية							
قيمة التعاملات	109953.4	114007.1	156955.8	194528.5	355103.8	275202.3	413802.3
القيمة السوقية	112097.6	158558.5	281320.1	336735	485812.2	289619.4	600917.3
معدل التداول %	43.31	38.36	46.30	41.62	77.50	52.10	67.46
معدل الدوران %	98.08	71.90	55.79	48.85	73.09	95.02	68.86

Source: Annual report of SEBI, 2007, 2010

الشكل رقم (16): تطور السيولة في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م



المصدر: تم إعداده بناء على بيانات الجدول رقم (09).

المبحث الرابع: الأسواق المالية الصينية

تمتلك الصين عدة أسواق مالية تتوزع في عدة مناطق فيها، إلا أن هناك سوقين كبيرين هما المحددين الأساسين لسوق المال في الصين، بالإضافة إلى سوق هونغ كونغ الذي تأسس في ظل احتلال إنجلترا للجزيرة، لكن يعتبر سوق شنغهاي للأوراق المالية هو الأكبر والأكثر نشاطا والمؤثر في النظام المالي الصيني[1].

المطلب الأول: تطور النظام المالي الصيني

عرف النظام المالي الصيني تطورا منذ نهاية القرن 19م مع تحول اقتصاد جزيرة شنغهاي من اقتصاد زراعي إلى صناعي[2]، وسنتناول التطورات التي طرأت على النظام المالي الصيني ابتداء من إعلان قيام جمهورية الصين الشعبية عام 1949م.

الفرع الأول: الفترة الممتدة من 1950 إلى 1978م

في سنة 1950م، قامت الحكومة الصينية بتأميم كافة الشركات والمؤسسات، وخلال هذه الفترة كان النظام المالي يتكون من بنك واحد هو بنك الصين الشعبي PBOC، حيث تقوم الحكومة المركزية بامتلاك وإدارة البنك عن طريق وزارة المالية، ويقوم البنك بتمويل خطط الإنتاج.

الفرع الثاني: الفترة الممتدة من 1978الى 1994م

تعتبر هذه المرحلة البداية الفعلية للإصلاحات، حيث أصبح مع نهاية 1979م بنك الصين مستقلا عن وزارة المالية[3]، حيث بدأ يقوم بأنشطة هامة كقيادة السياسة النقدية وسياسات المبادلات إدارة الاحتياطات الخارجية، الودائع، القروض التجارية وتمويل مشاريع التنمية. في هذه المرحلة

---

1 – Vincent fleuriet، faiblelesses des marchés financiers chinois : des reformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie، bulletin de la banque de France N 140، Aout 2005، p 56.

2 – Franklin allen and Jun qian and Meijune qian، china's financial system : past , present and future، 2005، p 6.

3 – Franklin allen and Jun qian and Chenying zang and Mengxim zhao، china's financial system : opportunities and challenges، 2010، p 5.

تم إنشاء بنوك عديدة تشكل حاليا ثلثي النظام البنكي، كما تم إنشاء بنوك متخصصة تمول قطاعات معينة.

في 1984م، أصبح البنك الصيني الشعبي له هيئة وهيكل كباقي البنوك المركزية، وفي 1992م تم نقل مسؤولية الإشراف على الأوراق المالية والسندات من بنك الصين إلى لجنة تنظيم الأوراق المالية التي تتولى الإشراف على الأسهم القائمة ونشاطات التبادل[1].

يبقى أهم حدث يميز هذه المرحلة هو قيام الصين بإنشاء سوقين ماليين في سنة 1990م؛ هما سوق شنغهاي للأوراق الماليةSHSE وسوق شنزن للأوراق المالية SZSE ، حيث عرفا نموا سريعا بتسهيل رفع رأسمال الشركات وتوفير الجو المناسب لتداول أسهمها وأوراقها المالية، حيث كانت الصين في 1984م تقوم بتحويل بعض الشركات العامة المملوكة لها إلى شركات ذات أسهم، إلا أن هذه الأسهم لم تكن قابلة للتداول بحرية[2].

الفرع الثالث: الفترة الممتدة من 1994الى 1998م

في هذه المرحلة تم تأسيس ثلاثة بنوك كبيرة وذلك في سنة 1994م[3] من طرف البنك الصيني الشعبي، بحيث يتمكن بواسطتهم من إدارة ووضع سياسات التنمية الاقتصادية[4].

خلال هذه الفترة ظهرت الأزمة المالية لشرق آسيا 1997م، حيث تركزت جهود الصين على إيجاد حل لمشكلة القروض المتعثرة، كذلك عجلت هذه الأزمة بالمفاوضات التي كانت بين الصين والمنظمة العالمية للتجارة من أجل انضمام الصين، حيث وصلت إلى مراحلها الأخيرة[5].

---

1 - Narendra jadhav and Jenak raj، financial system in India and china :a comparative study, 2005, p 5.

2 - Vincent fleuriet، OP ، p 56.

3- بنك التنمية الزراعية الصيني وبنك الصادرات والواردات الصيني وبنك التنمية الصيني

4 - Narendra jadhav and Jenak raj، OP، P 5.

5 - Yasheng huang and Tony saich and Edward steinfeld، financial sector reform in china، harvard university، asia center، 2005، p 97.

الفرع الرابع: الفترة الممتدة من 1998م

شهد النظام المالي الصيني في هذه المرحلة إصلاحات جذرية وكبيرة، كما شهد محيطه تغيرات، حيث انضمت الصين إلى منظمة التجارة العالمية، وبناء عليه التزمت الصين بفتح القطاع البنكي لمؤسسات أجنبية. بحلول ديسمبر 2006م، فتحت 13 مدينة مجالها لبنوك أجنبية، وقد سمح ل 100 بنك أجنبي بالعمل في الصين وتقديم خدماتها للشركات الصينية، كما سمح لمؤسسات مالية أخرى بالعمل في الصين.

في سنة 1998م، تم إنشاء اللجنة التنظيمية للتأمين، تقوم بالإشراف على أعمال مؤسسات التأمين. في 1999م، تم البدء في تطبيق قوانين الأوراق المالية والسندات وذلك لحماية المستثمرين وترقية وتطوير الاقتصاد الاشتراكي الصيني. خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2000م، تم إنشاء ثلاث شركات لإدارة الأصول تتكفل ب 40% من الديون المتعثرة لأربع بنوك كبيرة بناء على قرار الحكومة المركزية بالتكفل وتحمل مسؤولية خسائر البنوك الناجمة عن القروض الممنوحة قبل 1996م فقط.

في 2003م، اتخذت الحكومة خطوة هامة على طريق الإصلاحات بإنشاء اللجنة التنظيمية للبنوك CBRC، حيث تتحمل مسؤولية الإشراف على كافة البنوك، كما قامت الحكومة باستثمار 45 مليار دولار في بنكي CCB وBOC [1] من احتياطاتها الخارجية لرفع رأسمالها، وكذلك لمحاولة وضع هذين البنكين ضمن أفضل 100 بنك في العالم بحلول عام 2007م. كما قامت الحكومة المركزية بإصلاحات نقدية بغية الانتقال من الأدوات المباشرة للرقابة النقدية إلى نظام غير مباشر لإدارتها[2].

بغرض دفع وتنشيط الأسواق المالية الصينية، أنشأ في أوت 2002م الصندوق الوطني الصيني للضمان الاجتماعي، والذي يتولى استثمار صناديق التقاعد في السندات، حيث وصلت أصوله مع نهاية 2008م إلى 89.2 مليار دولار، كما عرفت شركات الأموال تطورا هاما وصل

1- CCB هو China Construction Bank و BOC هو Bank Of China.

2 - Narenda jadhav and Jenak raj، Op.، p 6.

عددها إلى 65 شركة في نوفمبر 2009م تدير 551 صندوق، ارتفع مجموع أصولها من 1.3 مليار دولار بنهاية 1998م إلى 328 مليار دولار بنهاية 2009م[1].

المطلب الثاني: بورصة شنغهاي Shanghai Stock Exchange SHSE

الفرع الأول: تأسيسها

تأسست بورصة شنغهاي في 26 نوفمبر 1990م، وبدأت نشاطها الفعلي في19 ديسمبر 1990م[2] وتقع مباشرة تحت رقابة وسلطة لجنة تنظيم الأوراق المالية الصينية CSRC .

اعتمدت بورصة شنغهاي في تطورها على التشريعات، الإشراف والتنظيم بشكل ذاتي. وقد سعى مسيرو البورصة إلى تحقيق مجموعة متنوعة من الوظائف، كتزويد السوق بمرافق حديثة لتداول الأوراق المالية وتسهيلات ووضع قواعد عملها كقبول وترتيب القوائم، تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية، ضبط وترتيب الأعضاء والشركات المدرجة، إدارة ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق. وبعد عملها لعدة سنوات، أصبحت أبرز بورصة في الصين[3] من حيث عدد الشركات المدرجة وعدد الأسهم والقيمة السوقية المتداولة.

مع نهاية 2010م، أي بعد 20 سنة من إنشائها أصبحت بورصة شنغهاي تفتخر بكونها تضم 1500 ورقة مالية وسند و894 شركة مدرجة مع قيمة سوقية تقدر ب 18 مليارRMB و مجموع 98.51 مليون حساب تداولات. إن أكبر نسبة من الشركات المدرجة هي شركات صناعية بنية تحتية وتكنولوجيا متقدمة، وهي لا تمتلك فقط رأسمال كبير ومتزايد، بل وبفضل إدراجها في بورصة شنغهاي قامت بتحسين آلية عملها.

1 – Franklin allen and Jun qian and Chenying zhang and Mengxim zhao ، OP، p7.

2 – Minna martikainen، testing weak–form efficiency of the Chinese stock market، lappeenranta university ; 2006, p 14.

3– باستثناء الجزر التابعة للصين.

بدخول القرن الجديد، تواجه بورصة شنغهاي تحديات كبيرة كمواصلة بناء السوق وتنظيمه أكثر، وذلك للتأقلم والاندماج والتوافق مع أهداف الحكومة من الإصلاحات المالية والاقتصادية التي تهدف إلى تطوير المؤسسات خصوصا منها الصناعية[1].

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي

يتكون هيكل بورصة شنغهاي التنظيمي من مجموعة مصالح، تسهر على السير الحسن للبورصة ومراقبة أدائها. ولبورصة شنغهاي 22 مصلحة وإدارة وشركتين:

1- **المكتب التنفيذي:** وهو المسئول عن تنسيق التنظيمات الداخلية للبورصة.

2- **مصلحة الموارد البشرية:** يناط بها مسؤولية إدارة شؤون الموظفين و تدريبهم.

3- **مكتب لجنة الحزب الشيوعي الصيني CPC ومكتب التفتيش التأديبي:** وهو المسئول عن الشؤون الخارجية ذات الصلة بالحزب الشيوعي، الدعاية، التفتيش التأديبي وأيضا شؤون الاتحاد العمالي للبورصة.

4- **مصلحة أدارة التداول:** تضع تحت مسؤولية هذه المصلحة تنظيم أنشطة التداول اليومية وضمان العمل الطبيعي للنظام التداول الآلي وأنظمة الاتصال، كما يقدم الخدمات ذات الصلة للمنظمات والشركات الأعضاء.

5- **مصلحة التسجيل والتقديم:** تتمثل وظائفها في القيام بالتسويق للشركات ما قبل الإدراج وتقديم الخدمات لها لإعادة تنظيم الأصول، مراجعة مواد التطبيق لمصدري الأوراق المالية واتخاذ التدابير اللازمة للإدراج، حقوق الإصدار بالإضافة إلى عرض أو التقديم التكميلي للشركات المدرجة فيها وغيرها.

6- **مصلحة العضوية:** يقوم بالإشراف اليومي على الأعضاء.

7- **مصلحة السندات والصناديق:** تنظم الإصدارات والإدراج للسندات والصناديق ووضع القوانين الخاصة بها، وكذلك تعزيز وتوسيع أسواقها.

1 - Brief introduction, Shanghai stock exchange SHSE, www.see.com.cn.

8- **مصلحة تطوير إجمالي الأعمال:** تقع تحت مسئوليتها المبادلات الدولية والتعاون وصياغة الخطة الاستراتيجية للبورصة، البحث عن الأسواق الخارجية وتنفيذ خطط تعزيز مكانة السوق في الخارج.

9- **مصلحة تطوير المنتجات.**

10- **مصلحة مراقبة السوق.**

11- **مصلحة الشؤون القانونية.**

12- **مصلحة تعليم المستثمر.**

13- **مصلحة نظام التشغيل.**

14- **مصلحة تطوير التكنولوجيا.**

15- **مصلحة تخطيط التكنولوجيا والخدمات:** تقوم بتخطيط إطار العمل ونشر واجهة أنظمة تكنولوجيا التبادلات والبنية التحتية، كما تقوم بتخطيط سياسات بيانات السلامة، كم تقوم باستمرار بتعزيز خدمات التكنولوجيا.

16- **مركز المعلومات:** يقوم بإحصاءات السوق وتوحيد تحليل المعلومة والإشراف على نشر المعلومات عن السوق.

17- **مركز البحث.**

18- **مركز بكين:** يشرف على الاتصال بالمنظمات ذات الصلة في بكين، كما يرتب لسفريات المسئولين من البورصة إلى بكين.

19- **مصلحة المالية.**

20- **مصلحة الالتزام:** تقوم بتنسيق الأعمال الداخلية لتنفيذ المشروعات وإجراء مراجعة الالتزام على الوضع المالي لفئات الأصول لبورصة شنغهاي.

21- **مركز الخدمات الإدارية (مصلحة الأمن).**

22- شركة الاتصالات السلكية واللاسلكية المحدودة: ويقع على عاتقها إدارة الاتصالات عبر الأقمار الصناعية المخصصة للبورصة وتوفير قنوات البث عالية السرعة لتسويق الخدمات.

23- شركة شبكة المعلومات Info net لبورصة شنغهاي: تقوم بتخطيط وتنفيذ استراتيجية البورصة في مجال الإنترنيت وغيرها.

24- مصلحة إدارة الشركة: وهي المسئولة عن تقارير المراجعة الفصلية، التقارير المرحلية، السنوية، الكشف المؤقت عن معلومات الشركات المدرجة والإشراف على الشركات المدرجة[1].

الفرع الثالث: مؤشراتها

تقوم بورصة شنغهاي بنشر 8 أنواع من المؤشرات؛ تضم مؤشرات تأسيسية، مركبة، قطاعية نمطية، موضوعية، صناديق، سندات ومؤشرات أخرى. وتم نشر المؤشرات لأول مرة في 15 جويلية 1991م[2].

أ- المؤشرات التأسيسية

1- مؤشر SSE 180: تم إنشاء المؤشر من خلال إعادة هيكلة وتسمية مؤشر SSE30وذلك في جوان 2002م، حيث تم اختيار 180 سهم الأكثر تمثيلا للبورصة في حسابه بالاعتماد على القطاع، الحجم والسيولة، وبذلك فهو يعكس الوضع العام وأداء سوق شنغهاي للأوراق المالية، أطلق في 01 جويلية 2002م بتاريخ أساس 2002/06/28 و 3299 قيمة أساس.

2- مؤشر SSE 50: يضم 50 من الأسهم الأكبر والأكثر تمثيلا وذات السيولة العالية في البورصة، ويعكس المؤشر أداء عدد من الشركات الرائدة والأكثر تأثيرا في البورصة. أطلق في 2004/01/02 بتاريخ أساس 2003/12/31 و 1000 كقيمة أساس.

1 - the organizational structure، SHSE ; www.see.com.cn.

2 - introduction of SSE indices، shanghai stoch exchange SSE، www.see.com.cn.

ب- المؤشرات المركبة

1- مؤشر المركب: يضم كل الأسهم المدرجة من الأسهم A والأسهم B في البورصة، أطلق في 15 جويلية 1991م بتاريخ أساس 1990/12/19 و 100 قيمة أساس.

2- مؤشر المركب الجديد: يضم كل الأسهم المدرجة التي أتمت إصلاح تقييم السهم أو الحصص، أطلق المؤشر في 4 جانفي 2006م ب 2005/12/30 و 1000 كتاريخ وقيمة أساس على التوالي.

3- مؤشر السهم A: صمم المؤشر ليعكس أداء الأسهم A ، حيث يضم كل هذه الأسهم، أطلق المؤشر في 21 فيفري 1992م ب 1990/12/19 و 100 كتاريخ وقيمة أساس على التوالي.

4- مؤشر السهم B: يضم كل الأسهم B، أطلق في 17 أوت 1992 بـــ 1992/02/21
و 100 كتاريخ وقيمة أساس على التوالي.

5- المؤشر الصناعي: يضم المؤشر كل الأسهم بنوعيها التي تنتمي إلى القطاع الصناعي، أطلق المؤشر في 3 ماي 1993م ب 1993/04/30 و 1358.78 كتاريخ وقيمة أساس على التوالي.

6- المؤشر التجاري: يضم المؤشر كل الأسهم التي تنتمي للقطاع التجاري، حيث أطلق في 3 ماي 1993م ب 1993/04/30 و 1358.78 كتاريخ وقيمة أساس على التوالي.

7- المؤشر العقاري: أطلق في 3 ماي 1993م ب 1993/04/30 و 1358.78 كتاريخ وقيمة أساس على التوالي. ويتكون المؤشر من الأسهم التي تنتمي للقطاع العقاري.

8- مؤشر المرافق العامة: أطلق المؤشر في 3 جوان 1993م ب1993/04/30 و1358.78 كتاريخ وقيمة أساس على التوالي. يتكون المؤشر من الأسهم التي تنتمي إلى قطاع المرافق العامة.

ت- المؤشرات القطاعية: أطلقت المؤشرات القطاعية في 9 جانفي 2009م بـــ 2003/12/31 و 1000 كتاريخ وقيمة أساس على التوالي.

1- مؤشر قطاع الطاقة.

2- مؤشر قطاع المواد.

3- مؤشر قطاع الاستهلاك الكمالي.

4- مؤشر قطاع العناية الصحية.

5- مؤشر القطاع المالي.

6- مؤشر قطاع تكنولوجيا المعلومات.

7- مؤشر خدمات الاتصالات.

8- مؤشر قطاع المرافق العامة.

ث- المؤشرات النمطية: أطلقت هذه المؤشرات في 9 جانفي 2009م ب 2002/06/28 و1000 كتاريخ وقيمة أساس على التوالي. وتعتبر كل المؤشرات النمطية هي المكون للمؤشر SEE 180، و تتمثل هذه المؤشرات في:

1- مؤشر نمو SEE 180

2- مؤشر قيمة SEE 180

3- مؤشر النمو النسبي ل SEE 180

4- مؤشر القيمة النسبية ل SEE 180

تمكن المؤشرات النمطية المستثمرين من استخدام مؤشر SEE 180 من عدة زوايا وتقدم لهم مزيدا من الخيارات.

ج- المؤشرات الموضوعية: للمؤشرات الموضوعية قيمة أساس تتمثل في 1000، وهذه المؤشرات هي:

1- مؤشر الأرباح: يعكس المؤشر الصورة العامة للشركات ذات الأرباح العالية والثابتة في البورصة، و أطلق في 4 جانفي 2005م ب 2004/12/31 كتاريخ أساس.

2- مؤشر المالية SEE 180: يضم المؤشر البنوك، شركات التأمين، شركات الأوراق المالية وغيرها الداخلة في المؤشر SEE 180، أطلق في 10 ديسمبر 2007م ب 2002/06/28 كتاريخ أساس.

3- مؤشر حكومة الشركات: أطلق في 02 جانفي 2008م بتاريخ أساس 2007/06/29. الغرض منه هو تحفيز الشركات على مواصلة تحسين خدماتها، وكذلك تحسين نوعية الشركات المدرجة.

4- مؤشر SEE 180 للبنية التحتية: يضم شركات البنية التحتية الداخلة في المؤشر SEE 180، حيث أطلق في 15 ديسمبر 2008م ب 2002/06/28 كتاريخ أساس.

5- مؤشر SEE 180 لحكومة الشركات: يضم المؤشر 100 سهم الأكبر والأكثر سيولة الداخلة في تكون مؤشر SEE 180 ومؤشر حكومة الشركات. أطلق في 10 سبتمبر 2008م ب 2007/06/29 كتاريخ أساس.

6- مؤشر SEE 180 للموارد الطبيعية: أطلق في 15 ديسمبر 2008م بـــ 2002/06/28 كتاريخ أساس. ويضم شركات الموارد الطبيعية الداخلة في مؤشر SEE180.

7- مؤشر SEE 180 للنقل: أطلق في 15 ديسمبر 2008 بتاريخ أساس 2002/06/28 ويضم شركات النقل الداخلة في هذا المؤشر.

8- مؤشر central state-owned entreprises 50: أطلق المؤشر في 30 مارس 2009م ب 2008/12/31 كتاريخ أساس. ويضم المؤشر 50 من أكبر الأسهم لشركات مملوكة للدولة والأكثر سيولة المدرجة في البورصة.

بالإضافة إلى هذه المؤشرات، يوجد مؤشر الصناديق و4 مؤشرات سندات ومؤشرين آخرين[1]. وتجدر الإشارة إلى أن الأسهم A موجهة للمستثمرين المحليين والأسهم B للمستثمرين الأجانب[2].

حساب المؤشرات

بخصوص المؤشرات SEE 180 و SEE 50 و غيرها فإنها تحسب وفق المعادلة :

المؤشر الحالي = (القيمة السوقية الحالية المعدلة ÷ فترة الأساس) × 1000

القيمة السوقية الحالية المعدلة = مجموع السعر × الرقم المعدل للأسهم.

وبخصوص مؤشر SEE 180 للبنية التحتية و النقل و الموارد، فإنها تحسب وفق المعادلة السابقة لكن:

القيمة السوقية الحالية المعدلة = مجموع (السعر× الرقم المعدل للأسهم × رسملة عامل الوزن)

وبخصوص المؤشرات القطاعية والمركبة فتحسب وفق المعادلة التالية:

المؤشر الحالي = (القيمة السوقية الحالية المعدلة ÷ فترة الأساس)× قيمة الأساس

القيمة السوقية الحالية المعدلة = مجموع (السعر × الأسهم المصدرة)

وبخصوص مؤشرات السندات فتحسب وفق المعادلة التالية:

المؤشر الحالي = (إجمالي القيمة السوقية الحالية لجميع المكونات + الفائدة والدخل المعاد استثماره) ÷ فترة الأساس.

القيمة السوقية = مجموع (السعر + الفائدة المستحقة)

أما مؤشر الصناديق فيحسب وفق المعادلة التالية:

---

1 – SEE indices. www.see.com.cn.

2 – Minna martikainen، OP، p 14.

المؤشر الحالي = (إجمالي لقيمة السوقية للصناديق ÷ فترة الأساس) × 1000 [1].

المطلب الثالث: بورصة شنزن Shenzhen Stock Exchange SZSE

الفرع الأول: تأسيسها

تأسست بورصة شنزن في 01 ديسمبر 1990م، وهي كيان مالي واقتصادي ذاتي تحت إشراف وسلطة لجنة تنظيم الأسواق المالية الصينية (CSRC) [2] ، وتم الاعتراف بها في 3 جويلية 1991م[3].

تقوم البورصة بتوفير المكان وكافة التسهيلات الممكنة لتداول الأوراق المالية، ووضع القواعد التنظيمية وترتيب الأوراق المالية المدرجة، تنظيم والإشراف على تداول الأوراق المالية والإشراف على الأعضاء ومراقبة الشركات المدرجة، إدارة ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق وغيرها من الإجراءات والسلطات التي تسمح بها لجنة تنظيم الأوراق المالية.

منذ تأسيسها، قدمت البورصة كل الدعم للشركات خاصة الصغيرة والمتوسطة، وكذلك تنفيذ الاستراتيجيات الوطنية والابتكار المستقل، حيث أطلق في 2004م مجلس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. في أكتوبر 2009م تم افتتاح سوق CHI Next، وفي 2006م بدأ نشاط البورصة الغير رسمية Over the counter في حديقة زهونغستان، وبذلك تكون شنزن قد انتهت من وضع الإطار الأساسي لنظام سوق رأسمال المتعدد المستويات.

تتمسك بورصة شنزن بمبدأ الرقابة الصارمة، تطبيق وتنفيذ سياسات التنظيم، الابتكار والخدمة حيث لم تدخر جهدا في توفير جو مفتوح منصف للسوق. قبل 30 جوان 2010، كانت البورصة تضم 1012 شركة مدرجة، قدرت القيمة السوقية بحوالي 5.6 تريليون يوان، أي ما يعادل 828.7 مليار دولار أمريكي، وكانت 69 شركة قد أدرجت في السوق الغير رسمي، وفي النصف الأول من 2010م سجلت البورصة 22.7 مليار دولار تداولات.

---

1 - SEE indices calculation and Maintenance، P 1.

2 - SZSE introduction ,www.szse.com.cn.

3 - Minna martikainen، OP، p 15.

حققت بورصة شنزن تطورات وارتفاعات وتقدما مستمرا للوصول إلى درجة الإتقان والكفاءة العالية، وهذا ما يؤكد دورها في دعم الاقتصاد الحقيقي والتحول إلى نموذج للنمو المستمر للاقتصاد[1].

الفرع الثاني: مؤشراتها

تقوم بورصة شنزن بنشر 10 مؤشرات مختلفة ب 1000 كقيمة أساس.

1- **مؤشر المكون:** أطلق في 1995/01/23 بتاريخ أساس 1994/07/20.

2- **مؤشر المكون A:** أطلق في 1995/01/23 بتاريخ أساس 1994/07/20.

3- **مؤشر المكون B:** أطلق في 1995/01/23 بتاريخ أساس 1994/07/20.

4- **مؤشر SZSE 100:** أطلق في 2003/1/02 بتاريخ أساس 2002/12/31.

5- **مؤشر أسعار المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:** أطلق في 2006/1/24 بتاريخ أساس 2005/06/7.

6- **مؤشر أسعار CHINEXT:** أطلق في 2010/06/01 بتاريخ أساس 2010/10/31.

7- **مؤشر أسعار SZSE 300:** أطلق في 2009/11/04 بتاريخ أساس 2004/12/31.

8- **مؤشر SZSE SME 300:** أطلق في 2010/03/22 بتاريخ أساس 2010/03/19.

9- **مؤشرSZSE 200:** أطلق في 2011/09/01 بتاريخ أساس 2004/12/31.

10- **مؤشر SZSE 700:** أطلق في 2011/09/01 بتاريخ أساس 2004/12/31[2].

1 - SZSE introduction، www.szse.com.cn.

2 - indices، www.szse.com.cn.

خلاصة الفصل الثاني

بعد اخذ نظرة عن قرب على الأسواق المالية للدول المتقدمة (الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا) والدول الناشئة (الهند والصين)، يمكننا الاستنتاج أن هذه الأسواق تلتقي في نقاط تشابه وتختلف في نقاط أو أوجه أخرى؛ حيث تلتقي في أنها كلها أسواق مالية متطورة وذات قيمة سوقية كبيرة وتمتلك عدد كبير ومتنوع من المؤشرات وكذلك تتداول فيها تقريبا نفس الأنواع من الأدوات المالية بحكم أنها تتميز بانفتاحها على الأجانب وكذلك تترابط فيما بينها بشبكة مصالح واتصالات وتختلف هذه الأسواق في طريقة عملها؛ حيث لكل سوق طريقة عمل، حيث تعتمد بعض الأسواق على مصالحها وإداراتها ونجد أسواق أخرى تعتمد على شركات تابعة لها وأيضا درجة الرقابة الحكومية على عملها؛ فهناك أسواق تكون فيها الرقابة الحكومية ضعيفة(النموذج الأمريكي) وهناك أسواق تكون فيها السلطات الحكومية شديدة الرقابة على ما يجري فيها من تعاملات(النموذج الهندي والصيني) وهناك أسواق تكون فيها الرقابة الحكومية معتدلة (النموذج الفرنسي).

رغم ذلك، لا يمكننا القول إن الرقابة الحكومية كفيلة بحماية السوق من التقلبات، ذلك أن الدول في الوقت الحالي (العولمة) لا تعترف بالحدود الجغرافية ولا بالرقابة الحكومية، بل إن التنسيق الدولي وخاصة بين الدول المتقدمة والناشئة هو الكفيل بمراقبة الأسواق المالية وحمايتها من التقلبات العنيفة والآثار السلبية العميقة والطويلة الأجل على النظام المالي وبالتالي على النظام الاقتصادي والاجتماعي ككل، وهذا ما نسجله من تبعات الأزمة المالية العالمية 2008م التي لعبت الأسواق المالية لتلك الدول دورا جوهريا في ظهورها.

الفصل الثالث:

تطورات الأسواق المالية في فرنسا والصين قبل الازمة المالية العالمية 2008م وانعكاساتها على النظام المالي والمؤشرات الاقتصادية فيها

بعد سنوات طويلة من الازدهار والتوسع الذي شهدته الاقتصادات المتقدمة والناشئة وما صاحبها من ارتفاع في حجم الكتلة النقدية، نتيجة النشاط الكبير الذي عرفه القطاع المالي وخاصة الأسواق المالية والبنوك بصفة خاصة، ظهرت في سبتمبر 2007م أزمة الرهن العقاري أو ما يطلق عليه الفقاعة العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تطورت بسرعة إلى أزمة مالية أصابت القطاع المالي، ثم إلى أزمة اقتصادية بانخفاض المؤشرات الاقتصاديات بحدة. ويحمل كثير من الاقتصاديين الأسواق المالية المسؤولية في المساهمة في خلق الأزمة وفي تسريع وتيرة انتشارها

بغرض التأكد من ذلك، سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

- المبحث الأول، سنتطرق فيه إلى الأسواق المالية قبل الأزمة (2002-2007م)

- في المبحث الثاني، سيتم الطرق فيه إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على القطاع المالي.

- أما المبحث الثالث، فنتناول فيه القمم العالمية التي انعقدت لمواجهة الأزمة.

قبل الشروع في ذلك، نود أن نشير بالذكر إلى الأدوات المالية المبتكرة والتي كانت موضع نقد واتهام من كثير من الجهات حتى قبل اندلاع الأزمة المالية، ولهذه الأدوات المبتكرة مزايا وعيوب يمكن ذكرها فيما يلي:

أ-مزايا التعامل بالمشتقات المالية

1-التغطية من المخاطر: وهي الدور الأساسي للمشتقات، حيث تقدم لمختلف الأعوان في البورصات وسيلة للتغطية من تغييرات مستقبلية غير مرغوب فيها وبصفة أساسية الأسعار. كذلك تعتبر وسيلة أو أداة لتحويل مخاطر تغيير الأسعار إلى أعوان راغبون في تحمل هذه المخاطر (المضاربون).

2-أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضر: حيث تزود المتعاملون بمعلومات عن ما سيكون عليه سعر الأصل في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

3-التمكن من تخطيط التدفقات النقدية: وذلك على أساس أن كلا طرفي العقد على علم مسبق بالسعر الذي يتم عنده التنفيذ في تاريخ العقد، وبالتالي تمكنهم من تخطيط تدفقاتهم النقدية.

4-إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين: حيث أن المضارب هدفه الربح وليس امتلاك الأصل محل التعاقد، حيث وبقيامه بالمضاربة أو دخوله طرف في عقد مشتق يكون قد انتقل إليه المخاطر التي لا يرغب فيها الأطراف الأخرى المالكة للأصل أو الراغبة في امتلاكه، وبالتالي يساهم في تقديم خدمة اقتصادية.

4-تنشيط التعامل على الأصول محل العقد: يتميز التعامل في سوق المشتقات المالية بانخفاض تكاليف المعاملات مما يساهم في توفير السيولة في السوق ويجعله أكثر كفاءة، وبالتالي يتيح فرصة لإبرام صفقات بسعر قريب من السعر العادل، كما يساهم في تنشيط التعامل على الأصل المتعاقد عليه.

5-سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: تتميز المشتقات المالية عن العمليات الحاضرة بسرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية نظرا لمرونتها وسيولتها المتميزة. إن الاستثمار في شراء وبيع أدوات مالية تقليدية يتطلب وقتا مقارنة بشراء عقد مشتق الذي يضم هذه الأدوات دفعة واحدة وبأقل تكلفة بدفع مبلغ المكافأة في عقد الخيار وباقي المبلغ يمكن استعماله في شراء سندات مضمونة والتي تغطي خسائر انخفاض أسعار أصول العقد.

4-درجة أداء وكمال عالية: توفر المشتقات المالية بالإضافة إلى الأوراق المالية المتداولة في السوق الحاضر للمتعاملين الفرصة لتحقيق العائد مع درجة تغطية للمخاطر، وبالتالي الوصول بالسوق على درجة قريبة من الكمال.

ب-عيوب التعامل بالمشتقات المالية:

1-خطر الاحتكار والمضاربة المفرطة: حيث تتيح المشتقات المالية المجال للاحتكار والمضاربة المفرطة، واللذان يؤديا إلى إحداث تقلبات غير متوقعة في أسعار عقود المشتقات، حيث

يؤدي الاحتكار وقيام بعض صناع السوق بعمليات شراء وبيع كبيرة على نطاق واسع للأوراق المالية مما يؤدي إلى تأثير كبير على أسعار الأوراق المالية وعقود المشتقات التي تدخل هذه الأوراق المالية في تكوينها، وبالتالي التأثير على توقعات المتعاملين بخصوص التغيرات في أسعارها في المستقبل، ويزيد المشكل عمقا ترابط الأسواق فيما بينها وانتقال المخاطر من سوق لأخر[1].

وأما بخصوص المضاربة، فالمضارب لا يهتم بالقيمة الحقيقية للأصل المالي في الأجل الطويل مما يؤدي إلى توجيه السوق في اتجاه مستقل عن سوق السلع والعمل وتضخم الأصول الرديئة على حساب الجيدة، مما يؤدي إلى زعزعة الاستقرار الاقتصادي وعلى عملية تخصيص الموارد.

2-ضخامة حجم الالتزامات في العقود المشتقة: حيث تمثل المبالغ المالية المستثمرة في العقود المشتقة نسبة ضئيلة من حجم الصفقة، وهي بذلك تعتبر مخاطرة؛ حيث تتفوق الأصول المستثمرة في عقود المشتقات على الأموال الخاصة للمؤسسات المالية المتعاقدة، وعادة ما تصنف خارج ميزانيتها وبما أنها التزامات فالمؤسسات المالية تزيد من مخاطر وقوعها في أزمة سيولة وعلى عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها[2].

3-**مخاطر قانونية:** لازالت كثير من الدول تفتقد إلى قوانين تحضر على المنشآت الاستثمار في المشتقات، إضافة إلى عدم توخي الحذر والحيطة عند توثيق عقود المشتقات، وكذلك عدم تنفيذ أحكام القضاء في حالات الإفلاس أو التعثر وصعوبة إدخال تغيرات فورية على قوانين الضرائب والقوانين العامة.

4-مخاطر رقابية: كضعف نظام الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في الأسواق المالية والمؤسسات المالية المتعاملة في سوق المشتقات وعدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة أحيانا، حيث غالبا ما يقوم مسئول واحد من البنك بدور السمسار وتسوية المعاملات في نفس الوقت، أي

1- سماري ابتسام، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي : دراسة حالة السوق المالي الفرنسي، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2006 ، ص 139.

2- أمين طاهر عبد الحق الحميري، التطورات الحديثة في سوق الأوراق المالية ومتطلبات وجدوى إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن، رسالة ماجستير، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر، 2004 ، ص 91

ممارسته لدورين في وقت واحد وهو ما يزيد من نسبة التلاعب وإخفاء الخسائر الممكن التعرض لها.

5-مخاطر ائتمانية: وتتمثل في عجز طرف عن الوفاء بالتزاماته، وتنتشر عادة في الأسواق الغير منظمة أو الموازية، وقد بدأت بعض البنوك المركزية مطالبتها البنوك بتقديم تقارير عن أنشطتها في سوق المشتقات.

6-ارتباط الأسواق الحاضرة بالأسواق الآجلة: إن ارتباط أسواق المشتقات بالأسواق الفورية بفعل ربط أسعار عقود المشتقات بالأسعار الفورية أثر على الأسعار بصفة عامة وعلى حجم التداول وانتقال المخاطر من سوق إلى آخر،[1] ولذلك فقد وصف "وارن بوفيه BUFFET" المشتقات المالية بأسلحة الدمار المالي الشامل.[2]

1- سماري ابتسام، مرجع سابق، ص 139.

2- الأزمة المالية العالمية: التداعيات والآثار على اقتصاد الدول العربية، مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وآثارها على اقتصاديات الدول العربية، شرم الشيخ، مصر أفريل 2009، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2010 ص 8.

المبحث الأول: تطور الأسواق المالية في فرنسا والصين قبل الأزمة المالية العالمية 2008م

المطلب الأول: تطور السوق المالي الفرنسي

الفرع الأول: سوق الأسهم

أ-**عدد الشركات المدرجة:** عرف عدد المؤسسات والشركات المدرجة في السوق المنظم انخفاضا في سنة 2003م إلى 817 شركة مقارنة مع سنة 2002م التي بلغ فيها عدد الشركات المدرجة 873 شركة، أما في السوق الحر أو السوق الغير منظم فقد بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 254 شركة مقابل 258 شركة في سنة 2002 م[1]، حيث عرفت هذه السنة خروج عدد من الشركات من السوق المنظم واندماج شركات في كيانات أخرى، بسبب انخفاض التعاملات مع بداية السنة مما ساهم في تردد الشركات في الدخول إلى البورصة والإدراج فيها.

في سنة 2004م، انخفض عدد الشركات المدرجة في السوق المنظم إلى 787 شركة نتيجة للظروف التي مر بها الاقتصاد العالمي والاقتصاد الفرنسي، حيث تأثر السوق المالي الفرنسي، كأغلب الأسواق المالية في العالم، بالاضطرابات التي حصلت في الشرق الأوسط والتخوف من انقطاع إمدادات الطاقة وحصول انخفاض في حركة التجارة العالميةــ الأمر الذي ساهم في انتشار الاضطرابات في الأسواق المالية العالمية وانخفاض حاد لأسعار أسهم بعض الشركات وخروجها من السوق المالي الفرنسي مقابل تسجيل دخول ضعيف لشركات جديدة إلى السوق المالي وتفضيلها التمويل عن طريق البنوك عوض المجازفة والتوجه إلى الأسواق المالية.[2]

سجلت سنة 2005م إنشاء سوق جديد ALTERNEXT، وهو سوق مخصص للشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يمكن لها الإدراج في السوق الثانوي (السوق المنظم) وترغب في الاستفادة من الوصول إلى السوق المالي، حيث تم تبسيط متطلبات القبول في هذا

1 – Rapport annuel de l'autorité des marchés financiers AMF ,2003, P 20.

2 – Rapport annuel de AMF ,2004, P 29.

السوق بما يتلاءم مع حجمها وإمكانياتها من قواعد المفاوضات والتبادل، حيث يمنح سوق ALTERNEXT مزايا عديدة يمكن ذكرها فيما يلي:

- إجراءات خاصة للقبول في القائمة.
- نموذج السوق مصمم لتحقيق أقصى قدر من فرص التبادل.
- دعم وجود الشركات في جميع أنحاء العالم.

استهدفت السلطات من إنشاء هذا السوق أن يصبح مرجعية للشركات الصغيرة والمتوسطة في منطقة اليورو وتحسين هيكلها وطريقة التسيير فيها بما يتلاءم مع المعايير الدولية نظرا لأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الفرنسي ودورها في التشغيل، وكذلك لان هذه المؤسسات هي الأقدر على التوسع بسرعة والعمل تحت ظروف اقتصادية صعبة. إن سوقALTERNEXT هو سوق منظم جاء لتخفيف المتطلبات التنظيمية المطبقة في الأسواق الأخرى، ويخضع لتنظيم وإشراف NYSE Euronext .

في سنة 2005م، سجل عدد الشركات المدرجة في السوق المنظم انخفاضا لصالح الأسواق الغير منظمة، حيث يلاحظ توجه الشركات للتعامل مع الأسواق الغير منظمة التي تفتقد إلى الهياكل القاعدية التي توجد في الأسواق المنظمة، حيث تفضل الشركات هذه الأسواق نظرا لضعف الرقابة الحكومية عليها مما يسمح للشركات بالقيام بإخفاء خسائرها، حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق الحر من 246 شركة في سنة 2004م إلى 250 شركة في سنة 2005م، وذلك بالرغم من مخاطر السوق الغير منظم. سجلت سنة 2005م قيام السلطات الفرنسية بإنشاء سوق ALTERNEXT الذي جاء في سياق إعادة هيكلة السوق المالي للتأقلم مع اندماج البورصة الأوروبية الموحدة مع بورصة نيويورك، وذلك بدمج السوق الأول والثاني في سوق واحد هو EUROLIST الذي بلغ عدد الشركات المدرجة فيه 749 شركة وإنشاء سوق ALTERNEXT ليحل محل السوق الثالث الذي بلغ عدد الشركات المدرجة 20 شركة، حيث استجابت بعض الشركات للخطوة بالرغم من حداثتها وطلبت الإدراج.[1]

1 – Rapport annuel de AMF, 2005, P 24.

شهدت سنة 2006م اندماج البورصة الأوروبية الموحدة EUROLIST مع بورصة نيويورك NYSE، وأطلق على البورصة الجديدة اسم NYSE EURONEXT بالرغم من الفرق الكبير بين البورصتين من حيث القيمة السوقية الكبيرة وحجم المعاملات والتي تميل الكفة إلى البورصة الأمريكية كما تسارعت في هذه السنة عمليات الاندماج والاستحواذ بين الشركات المدرجة، حيث سجل انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق المنظم إلى 730 شركة فيما زاد إقبال الشركات الصغيرة والمتوسطة على الإدراج في سوق ALTERNEXT والاستفادة من المميزات التي يتيحها السوق من حيث التمويل الذي يسمح للشركات المدرجة فيه بالتوسع، حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة إلى 69 شركة، أما السوق الغير منظم فقد ارتفع عدد الشركات المدرجة فيه إلى 259 شركة[1].

في سنة 2007م، شهد النصف الثاني منها ظهور أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية و تبعه انهيار القطاع العقاري وأسعار أسهم الشركات الناشطة فيه بسبب الخسائر الكبيرة التي أعلنت عنها، فبعد عشرين سنة من أزمة 1987م التي شهدت انهيارات كبيرة لأسواق المال جاءت أزمة سبتمبر 2007م التي تسببت في انقطاع أنشطة السوق المالي في فرنسا وانحراف في وجهة السوق من ارتفاع في النصف الأول من السنة إلى انخفاض حاد في النصف الثاني، حيث انخفض عدد الشركات المدرجة في سوق EUROLIST إلى 673 شركة فيما ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق ALTERNEXT إلى 111 شركة، أما السوق الحر فقد صنع الفارق، فبعد ارتفاع خلال السنوات السابقة انخفض عدد الشركات المدرجة فيه مع نهاية السنة إلى 270 شركة،[2] حيث أدى إفلاس أكبر الشركات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، مما ساهم في انتشار الشكوك وانخفاض الثقة في الأسواق الغير المنظمة نظرا للتقلبات الكبيرة التي عرفتها أسعار الأسهم، الأمر الذي أدى إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة، نظرا للتأثر الكبير والسريع للأسواق الغير منظمة بما يحدث من تقلبات خارجية أو في قطاع معين خاصة إذا تعلق بالقطاع العقاري الذي شهد ارتفاعات قياسية في أسهمه طيلة سنوات ماضية والذي اعتبر القطاع المفضل للاستثمار فيه.

1 – Rapport annuel de AMF, 2006, p 31.

2 – Rapport annuel de AMF, 2007, P 20.

الجدول رقم(10): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
السوق المنظم (Eurolist)	873	817	787	749	730	707
Alternext	-	-	-	20	69	111
السوق الحر	258	254	246	250	259	270

Source : Rapports Annuels de AMF, 2003, 2005, 2006, 2007.

ب-الإصدارات: عرفت سنة 2003م استقرارا على مستوى الأسواق المالية بعد ثلاث سنوات من الانخفاضات بسبب التقلبات التي عرفتها العلاقات السياسية الدولية بسبب أحداث 11 سبتمبر 2001م وما صاحبها من اضطرابات وتقلبات في الأسواق المالية، حيث انتعشت الأسواق المالية. رغم انخفاض عدد المؤسسات والشركات المدرجة في سنة 2003م إلا أن الإصدارات من الأسهم في السوق المنظم عرفت ارتفاعا بنسبة 52% لتصل القيمة إلى 22.8 مليار يورو، أما إصدارات الشركات من الأسهم في السوق الحر فقد بلغت 14.8 مليون يورو،[1] حيث أدى الإقبال على الأسواق المالية إلى ارتفاع التعاملات في بداية السنة مما حفز الشركات المدرجة إلى رفع إصداراتها من الأسهم بغرض تمويل توسعاتها، خاصة بعد الانتعاش الذي عرفه الاقتصاد الفرنسي وارتفاع الناتج المحلي الإجمالي وزيادة الطلب المحلي.

في عام 2004م، شهد السوق المالي تقلبات ولكنها أقل شدة من السنوات الماضية، حيث أدى انخفاض الدولار وارتفاع سعر البترول (نتيجة التوقعات بانخفاض الإمدادات من الشرق الأوسط) وتسجيل الاقتصاد العالمي لمعدل نمو اقل من المتوقع، إلى تدني ثقة المستثمرين والشركات والذي ادى إلى انخفاض الإصدارات من الأسهم في السوق المنظم بنسبة 54% لتصل القيمة الكلية إلى

1 - Rapport Annuel de AMF, 2003, P20.

10.5 مليار يورو. أما في السوق الحر، فقد بلغت إصدارات الشركات 88.8 مليون يورو أي بارتفاع نسبته 500 %،[1] حيث فضلت الشركات التعامل مع هذا السوق وتمويل توسعاتها منه والاستفادة من الارتفاع الذي شهدته أسعاره بسبب نشاطه الكبير.

في سنة 2005م، عرف السوق المالي انتعاشا وازدهارا، فرغم ارتفاع أسعار النفط والتوترات التي عرفتها منطقة الشرق الأوسط إلا أن الاقتصاد العالمي سجل نموا متسارعا بالإضافة إلى انخفاض معدلات التضخم وأسعار الفائدة، كل هذا انعكس على استعادة ثقة المستثمرين والمؤسسات وزيادة رغبتهم في التعامل مع السوق، حيث شهدت السنة ارتفاعا في عدد عمليات الاندماج والاستحواذ بين الشركات، كما ارتفعت أرباح الشركات البترولية المدرجة، كل هذا دفع الشركات إلى الرفع من إصداراتها في السوق المنظم إلى 14.07 مليار يورو في سوق Eurolist كما بلغت الإصدارات في سوق Alternext ما مجموعه 53.9 مليون يورو، أما السوق الحر فقد بلغت الإصدارات فيه 132.6 مليون يورو مدفوعا حيث بارتفاع التعاملات والقيمة السوقية فيه، كما أدى تحسن أداء الاقتصاد الكلي وزيادة الطلب إلى رفع الشركات لإصداراتها من الأسهم لتمويل توسعاتها.[2]

في 2006م، وفي ظل البيئة الاقتصادية والمالية التي تميزت بانخفاض النمو الاقتصادي إلى 1.5 %، إلا أن ارتفاع ربحية الشركات الجديدة وأسعار الفائدة المنخفضة وانتعاش الاستهلاك الداخلي وارتفاع أسعار البترول وارتفاع أرباح الشركات النفطية وارتفاع معدل التضخم حفز الشركات على الاستمرار في رفع إصداراتها من الأسهم، حيث بلغت بنهاية السنة 27 مليار يورو في سوق Eurolist و91.18 و137.3 مليون يورو في سوق Alternext والسوق الحر، حيث يلاحظ انقطاع العلاقة بين ما يحدث في الاقتصاد الكلي وحركة الأسواق المالية وأصبح الدافع الرئيسي لرفع الإصدارات من الأسهم حركة الأسواق المالية الذي أصبحت المضاربات فيه لها تأثير كبير في تحديد مساره وحركة الأسعار فيه مستفيدة من ضعف الرقابة الحكومية وخاصة في

1 – Rapport Annuel de AMF, 2004, P 30.

2 – Rapport Annuel de AMF, 2005, P 25.

الأسواق الغير منظمة التي أصبحت تستقطب الشركات والمستثمرين وتشهد نموا يفوق الأسواق المنظمة.[1]

في سنة 2007م، ورغم التباطؤ الكبير المسجل في النمو الاقتصادي وارتفاع معدلات التضخم وأسعار الطاقة والمواد الغذائية، إلا أن السوق شهد نشاطا كبيرا، حيث رفعت الشركات من إصداراتها من الأسهم في هذه السنة إلى 30.6 مليار يورو في السوق المنظم Eurolist أي بارتفاع بنسبة 13.08%[2] الأمر الذي يؤكد الارتباط الضعيف بين الأسواق المالية والاقتصاد الكلي، حيث استغلت الشركات ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة لارتفاع الطلب والتعاملات خاصة مع اندماج البورصة الأوروبية الموحدة مع بورصة نيويورك وتدفق رؤوس أموال واستثمارات كبيرة من الولايات المتحدة الأمريكية مما ساهم في تنشيط المضاربات ورفع أسعار الأسهم.

الجدول رقم (11): تطور الإصدارات في سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليون يورو).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
السوق المنظم (Eurolist)	15032.3	22840.7	10591.3	14071.5	27071.4	30612.3
Alternext	-	-	-	53.9	41.18	-
السوق الحر	41.7	14.8	88.8	132.6	137.38	-

Source: Rapports Annuels de AMF, 2003, 2005, 2006, 2007.

ت- التعاملات: أدت الظروف السياسية والاقتصادية الدولية -المذكورة سابقا- وأداء الاقتصاد الفرنسي الذي تميز بتباطؤ نموه والعجز الكبير في ميزان المدفوعات والميزانية العامة وارتفاع معدل التضخم إلى التأثير على الإقبال على التعامل في الأسهم المتداولة في السوق المالي، حيث انخفض حجم التعاملات في سنة 2003م إلى 970.8 مليار يورو، أي انخفاض بنسبة

1 - Rapport Annuel de AMF, 2006, P 25.

2 - Rapport Annuel de AMF, 2007, P 32.

16.29% عن سنة 2002م وذلك في الأسواق المنظمة، أما في السوق الحر فقد انخفضت التعاملات بنسبة 17.07% ليصل إلى 96 مليار يورو[1].

في 2004م، شهد السوق المالي تطورا وانتعاشا من حيث حجم التعاملات، حيث ساهمت السياسات الاقتصادية فيما يخص خفض معدل التضخم وارتفاع سعر صرف اليورو إلى استرجاع السوق المالي لثقة المستثمرين، حيث سجل ارتفاع في عدد صفقات بيع وشراء الأسهم وارتفاع التعاملات في السوق المنظم إلى 1 تريليون يورو، أي بارتفاع متواضع بنسبة 3.6%، مدفوعا بارتفاع التعاملات على أسهم شركات الاتصالات والبترول التي أعلنت عن تحقيق أرباحا فصلية جد مشجعة[2]. على الرغم من الظروف الدولية التي ميزت سنة 2004م. استمر ارتفاع التعاملات في سنة 2005م إلى 1.11 تريليون يورو[3]، والملاحظ أن الأسواق المالية لم تعد مرتبطة بالتطور الحاصل في الناتج المحلي الإجمالي[4].

في سنة 2006م، تواصل الإقبال على السوق المالي حيث ارتفعت التعاملات فيه متأثرة بالأداء الجيد الذي سجله الاقتصاد الفرنسي والأمريكي وتحسن مؤشراتهما، ما حفز المتعاملين والمستثمرين على رفع معاملاتهم ونشاطهم في السوق، حيث ارتفعت التعاملات بنهاية السنة إلى 1.56 تريليون يورو أي بارتفاع نسبته 39% عن السنة الماضية. ساهم اندماج البورصة الأوروبية الموحدة مع بورصة نيويورك في تدفق الاستثمارات ورؤوس الأموال الأمريكية إلى السوق المالي الفرنسي وخاصة في القطاعات التي تعرف نموا كقطاع الاتصالات والبنوك والقطاع العقاري والطاقة[5]، والملاحظ تسجيل اختلال توازن وعدم تكافؤ بين البورصتين المندمجتين، حيث أن القيمة السوقية لبورصة نيويورك تفوق القيمة السوقية الكلية للبورصة الأوروبية الموحدة الأمر الذي يجعل الأسواق المالية الأوروبية تتأثر كثيرا بما يجري في الولايات المتحدة الأمريكية.

في سنة 2007م، واصلت التعاملات ارتفاعها لتصل إلى 1.9 تريليون يورو مدفوعة بارتفاع التفاؤل لدى المستثمرين من أداء الاقتصاد الفرنسي والعالمي وارتفاع الطلب الداخلي والاستثمار

1 – Rapport Annuel de AMF, 2003, P 23.

2 – Rapport Annuel de AMF, 2004, P 37.

3 – Rapport Annuel de AMF, 2005, P 37.

4– التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2005، ص 11.

5 – Rapport Annuel de AMF, 2006, P 46.

وانخفاض معدل التضخم في فرنسا[1] بالرغم من انخفاض أسهم القطاع العقاري بعد النصف الثاني من السنة الذي عوضه الإقبال على أسهم قطاعات أخرى كالبنوك والطاقة والتي عرفت ارتفاعا في أسعارها.

الجدول رقم (12): تطور التعاملات في سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002-2007 (بمليار يورو).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
السوق المنظم (Eurolist)	1159.756	970.8	1005.889	1119.581	1563.468	1991.8
السوق الحر	116	96	-	-	-	-

Source: Rapports Annuels de AMF, 2003 , 2004, 2005, 2006, 2007.

ث- إيرادات المؤسسات من السوق المالي: يشير مؤشر إيرادات المؤسسات من السوق المالي إلى مساهمة السوق المالي في رفع رأسمال هذه المؤسسات وتمويل أنشطتها وتوسعاتها (الوظيفة الأساسية للسوق المالي)، ففي سنة 2004م عرفت السوق المالية دخول 24 شركة جديدة، حيث استطاعت هذه الشركات تجميع 5.4 مليار يورو في سوق Euronext-paris. ومرد ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية للسوق والطلب المتزايد على أسهم بعض الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة كقطاع الاتصال، الطاقة والبنوك.[2]

في سنة 2005م، أدرجت 42 شركة جديدة في السوق المالي حيث استطاعت رفع رأسمالها إلى 13.6 مليار يورو، حيث عرف السوق المالي في هذه السنة نشاطا وتوسعا[3]. خلال سنة 2006م ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق Euronext-paris إلى 84 شركة، وبفضل هذه العملية استطاعت الشركات رفع رأسمالها ب 9.8 مليار يورو، حيث شهد السوق في هذه السنة

1 - Rapport annuel de AMF, 2007, P 33.

2 - Rapport Annuel de AMF, 2004, P 33.

3 - Rapport Annuel de AMF, 2005, P 27.

ارتفاع التعاملات به وارتفاع أسعار الأسهم مما شجع الشركات على طلب الإدراج بالبورصة، كما أدى اندماج البورصة الأوروبية الموحدة مع بورصة نيويورك ذات السيولة العالية إلى تدفق استثمارات أمريكية كبيرة على السوق الفرنسي[1].

في 2007م، سجل السوق الأولي أو سوق الاكتتابات الأولية تباطؤا متأثرا بأزمة الرهن العقاري الأمريكية في النصف الثاني من السنة، حيث أدى انخفاض مؤشرات السوق والارتفاع الضعيف لأسعار الأوراق المالية والقيمة السوقية للسوق إلى انخفاض عدد الشركات الجديدة المدرجة بنسبة 22%، كما سجل الرأسمال المرفوع انخفاضا حاد وصل إلى 3.5 مليار يورو نتيجة انخفاض السيولة في السوق وبداية توجه المستثمرين وخاصة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى الاحتياط وعدم المجازفة بالاستثمار في شراء أسهم الشركات حديثة الإدراج إلى حين توضح الأمور واستقرار الأسواق المالية.[2]

الجدول رقم (13): تطور إيرادات الشركات من سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2003-2007م (بمليار يورو).

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007
عدد الشركات الجديدة المدرجة	7	24	42	84	65
زيادة رأسمال	-	5.4	13.6	9.8	3.3

Source: Rapport Annuel de AMF, 2004, 2005, 2006, 2007.

ج- القيمة السوقية: سجلت القيمة السوقية لبورصة Euronext-paris ارتفاعا في سنة 2003م بعد 3 سنوات من الانخفاضات، حيث ارتفعت القيمة بنهاية السنة لتصل إلى 1075 مليار يورو أي بارتفاع بنسبة 15.9%، وذلك على الرغم من انخفاض عدد الشركات المدرجة وقيمة التعاملات فيها، ومرد ذلك إلى بعض القطاعات التي شهدت ارتفاعا في أسهم شركاتها نظرا نتيجة

1 - Rapport Annuel de AMF, 2006, P 37.

2 - Rapport Annuel de AMF, 2007, P 25.

لتحقيقها أرباحا جد كشركات الاتصالات والبنوك والطاقة بالإضافة إلى ارتفاع المضاربات على أسهمها[1]. في هذه السنة بلغت نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي 67%.

في سنة 2004م، أدى الاستقرار في وضع بعض الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة بالإضافة إلى النشاط الذي تعرفه بعض القطاعات إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات الناشطة فيها بنسبة 6.7% لتصل القيمة إلى 1146.9 مليار يورو، حيث أدت الاضطرابات الدولية واجتياح العراق إلى تأثر الأسواق المالية إضافة إلى ارتفاع معدل التضخم وتباطؤ النمو الاقتصادي والانخفاض الذي سجله السوق المالي في السنة الماضية من حيث التعاملات والمؤشرات. عرفت نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا إلى 69% بسبب التباطؤ الذي سجله نمو الناتج المحلي الإجمالي[2].

في سنة 2005م، دفع ارتفاع أسعار البترول وارتفاع الطلب على الطاقة من الولايات المتحدة الأمريكية والدول الناشئة التي عرفت معدلات نمو عالية وتحقيق شركات الطاقة أرباحا كبيرة إلى ارتفاع الطلب على أسهمها وتنشيط السوق، حيث سجلت القيمة السوقية لسوق الأسهم ارتفاعا بنسبة 30% بقيمة وصلت إلى 1491مليار يورو. عرفت نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا إلى 86.3% نتيجة الارتفاعات القياسية في أسعار الأسهم التي تفوق ذلك المسجل في الناتج المحلي الإجمالي[3].

عرف الطلب على اسهم الشركات الكبيرة في سنة 2006م ارتفاعا مقارنة مع ذلك المسجل في الشركات الصغيرة والمتوسطة، مما انعكس على القيمة الكلية لسوق الأسهم التي ارتفعت بنسبة 23.5% لتصل القيمة الكلية إلى 1841 مليار يورو، حيث ساهم اندماج البورصة الأوروبية الموحدة مع بورصة نيويورك في جذب رؤوس أموال كبيرة إلى السوق المالي الفرنسي وكذلك في ارتفاع نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي إلى 101.9% من الناتج المحلي الإجمالي الفرنسي[4].

---

1 – Rapport Annuel de AMF, 2003, P 23.

2 – Rapport Annuel de AMF, 2004, P 31.

3 – Rapport Annuel de AMF, 2005, P 27.

4 – Rapport Annuel de AMF, 2006, P 33.

في سنة 2007م، سجلت القيمة السوقية ارتفاعا متواضعا بنسبة 1.8% بقيمة تصل إلى 1874 مليار يورو، كما انخفضت نسبة مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي إلى 98.9 %، حيث أدى انخفاض أسعار شركات القطاع العقاري في بورصة نيويورك إلى انتشار المخاوف في السوق المالي الفرنسي وانخفاض حاد في أسهم شركات القطاع العقاري المدرجة في السوق المالي الفرنسي التي كانت لها مساهمة كبيرة في رفع القيمة السوقية له خلال السنوات السابقة.[1]

الجدول رقم (14): تطور القيمة السوقية لسوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يورو).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
السوق المنظم (Eurolist)	1532.2	1075.7	1146.9	1491	1841	1874
النسبة من الناتج القومي	67	67	69	86.3	101.9	98.9

Source: Rapports Annuels de AMF, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

ح- مؤشر CAC 40: سجل مؤشر CAC 40 ارتفاعا في سنة 2003م ب 16.1% بعد موجة انخفاضات وتقلبات في السنوات السابقة، مدفوعا بارتفاع أسهم الشركات الكبيرة والمجموعات البنكية والتي تدخل في تركيبه التي شهدت إقبالا واسعا على تداول أسهمها نظرا لتحقيقها اربحا مشجعة[2].

في سنة 2004م، ارتفع المؤشر بنسبة 7.40% نتيجة التذبذب الذي حصل في أسعار بعض الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة والداخلة في حساب المؤشر، وخاصة تلك التي لها استثمارات

1 - Rapport Annuel de AMF, 2007, P 30.

2 - Rapport Annuel de AMF, 2003, P 25.

في منطقة الشرق الأوسط كشركات النفط والطاقة والنقل البحري، حيث ازدادت المخاوف من تضرر استثماراتها[1].

انعكس الأداء المتميز للاقتصاد العالمي وانتعاش النشاط الاقتصادي في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية في سنة 2005م على أرباح الشركات المدرجة في السوق المالي الفرنسي وعلى أداء مؤشر CAC 40، حيث سجلت أسعار البترول ارتفاعا إضافة إلى السيطرة على معدلات التضخم حيث ارتفع المؤشر بنهاية السنة بنسبة 23.4% مدفوعا بارتفاع التعاملات في أول السنة والأرباح السنوية المشجعة التي أعلنت عنها الشركات المدرجة وخاصة الكبيرة والتي تدخل في حساب المؤشر.[2]

في سنة 2006م، انعكس انتعاش سوق الأسهم والأرباح القوية التي أعلنت عنها الشركات الكبيرة المدرجة على أداء مؤشر40 CAC الذي ارتفع بنسبة 17.5%[3]. انعكست أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في سبتمبر 2007م جليا على مؤشر CAC 40 حيث ختم المؤشر سنة 2007م بارتفاع متواضع للغاية ب 1.3%. عرف النصف الثاني من السنة انتشار موجة من عمليات البيع لاسهم الشركات العقارية وبعض البنوك بالإضافة إلى انخفاض حاد في الطلب عليها م تسبب في انخفاض حاد في أسعار الأسهم لم تشهده منذ سنوات عديدة.[4]

الجدول رقم (15): تطور مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2002-2007م.

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
تطور المؤشر%	33.7	16.1	7.4	23.4	17.5	1.3

Source: Rapports Annuels de AMF, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

1 - Rapport Annuel de AMF, 2004, P 39.

2 - Rapport Annuel de AMF, 2005, P 34.

3 - Rapport Annuel de AMF, 2006, P 47.

4 - Rapport Annuel de AMF, 2007, P 34.

خ- **السيولة:** بالنسبة لسوق الأسهم انخفض معدلا الدوران والتداول في سوق االاسهم الفرنسي فيه في سنة 2003م أي انخفاض السيولة، بسبب أزمة أسواق الأسهم العالمية وأزمة الثقة وتزايد المخاوف من تباطؤ الاقتصاد العالمي وفضائح كبريات مكاتب المحاسبة وتزايد أهمية المنتجات المالية الجديدة ذات عائد الخطر الكبير وصعوبة التعامل معها والتي أثرت على التعامل في الأسهم والطلب عليها[1].

خلال الفترة الممتدة من سنة 2003م إلى 2005م، عرف معدل الدوران ارتفاعا فيما سجل معدل الدوران انخفاضا والذي يشير إلى تقلبات في سيولة سوق الأسهم. بعد سنة 2005م، فقد ارتفعت السيولة في السوق نتيجة تدفق السيولة والاستثمارات إلى السوق المالي الفرنسي وخاصة من بورصة نيويورك ذات السيولة العالية. ازدادت حدة التقلبات في السيولة في 2007م ابتداء من النصف الثاني منها نتيجة لأزمة الرهن العقاري الأمريكية وانعكاساتها على أسواق المال والقطاع المالي ككل، حيث ارتفعت عمليات بيع الأسهم في بعض القطاعات الهامة مقابل تردد في الشراء متأثرة بالاضطرابات التي تعرفها بورصة نيويورك.

1- وليد عبد مولاه، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 91، مارس 2010، ص 9.

الجدول رقم (16): تطور السيولة في سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002 – 2007م

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
القيمة السوقية (بمليار يورو)	928	1075	1146	1490	1841.6	1874.4
الناتج الإجمالي المحلي (بمليار يورو)	1548.6	1594.6	1660.2	1726.1	1806.4	1894.6
حجم المعاملات (بمليار يورو)	1159.7	970.8	1005.8	1119.5	1563.4	1991.8
معدل التداول%	74	60.8	60.5	64	86	105
معدل الدوران%	124	90	87	75	84	106

Source: Rapports Annuels de AMF, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 & INSEE.

الفرع الثاني: سوق السندات

تتداول في السوق المالي الفرنسي عدة أنواع من السندات؛ يمكن ذكرها فيما يلي:

- سندات قابلة للتسديد بأسهم الاكتتاب OBSAREM.
- سندات قابلة للتحويل أو التبديل بأسهم جديدة أو موجودة OCEANE.
- سندات تسدد بأسهم ORA.
- سندات قابلة للاسترداد بأسهم أو نقدية ORAN.
- سندات تبدل بأسهم OCA.

- أدوات دين تسترد بأسهم أو نقدية TCRAE .
- سندات غير محددة الفترة تسترد بأسهم TDIRA.
- سندات مرتبطة محددة الفترة تسترد بأسهم TSDDRA .
- سندات مرتبطة تسترد بأسهم OSRA.
- سندات مرتبطة تسترد TSR.
- سندات مرتبطة ذات فترة زمنية غير محددة TSR .[1]
- سندات حكومية [2]

أ-الإصدارات: عرف نشاط سوق السندات في سنة 2003م استقرارا نسبيا بعد تحسن المناخ الاقتصادي العالمي، حيث لعبت السندات دور الملاذ الآمن خلال سنتي 2001 و2002م في سياق يتسم بتقلبات حادة لأسعار الأسهم وتذبذبها وتباطؤ النمو الاقتصادي والليونة التي تميزت بها السياسة النقدية، حيث رفعت الشركات من إصداراتها من السندات في سنة 2003م بنسبة 46% لتعويض الركود الذي عرفه سوق الأسهم، حيث ارتفعت الإصدارات من السندات القابلة للزيادة في الرأسمال التي كانت أكثر جاذبية بنسبة 62.9% لتصل إلى 14 مليار يورو، أما السندات بغرض الاقتراض فقد ارتفعت بنسبة 81.8% لتصل قيمتها إلى 22 مليار يورو، أما السندات القابلة للسداد والمرتبطة بالمؤشرات والأسهم وبعض المعدلات (الفائدة أو التضخم) فقد ارتفعت لتصل إلى حوالي 3 مليار يورو بارتفاع بنسبة 37.6%. أما سندات الملكية فقد عرفت ارتفاعا بنسبة 9.1% بقيمة تصل إلى 11 مليار يورو في 2003م إضافة إلى السندات الأخرى التي وصلت قيمتها إلى 4.6 مليار يورو، أما السندات الحكومية فقد تجاوزت قيمة السندات الخاصة ببلوغها 67.2 مليار يورو. أي بارتفاع بنسبة 58.4% عن سنة 2002م [3]

1 - Rapport Annuel de AMF, 2004, P 237.

2- سماري ابتسام، مرجع سابق، ص 162.

3 - Rapport Annuel de AMF, 2003, P 28.

استمر سوق السندات في سنة 2004م في لعبه لدور الملجأ الآمن للقيمة في بيئة سوق الأسهم الغير أكيد، حيث واصلت السندات الحكومية ارتفاعها حيث سجلت ارتفاعا بنسبة 13.9% لتصل القيمة الإجمالية للإصدارات الحكومية إلى 76.5 مليار يورو مستفيدة من الانخفاض المسجل في سوق الأسهم، أما الشركات فقد خفضت إصداراتها من السندات إلى 26.8 مليار يورو، حيث كانت مساهمتها في سوق السندات الكلي 25.7% بعدما كان 45.2% في سنة 2003م مما يدل على إحجام الشركات عن رفع إصداراتها من السندات متأثرة بالجو الاقتصادي العالمي المتميز بعدم التأكد[1].

في 2005م، أدى التخوف في بداية العام من التباطؤ في النشاط الاقتصادي وارتفاع معدل التضخم والتوقعات بتشديد السياسة النقدية إلى ارتفاع معدلات الفائدة طويلة الأجل، وبمرور الوقت وزيادة التأكد من تحسن الاقتصاد العالمي رفعت الشركات من إصداراتها من سندات الاقتراض لتمويل توسعاتها، حيث وصلت قيمة إصدارات السندات الخاصة إلى 33.3 مليار يورو، أما الإصدارات من السندات الحكومية فقد عرفت ارتفاعا إلى 81.54 مليار يورو، كما ارتفعت نسبة مساهمة الشركات في سوق السندات الفرنسي إلى 29%.[2]

في سنة 2006م، أدى التضخم ورفع سعر الفائدة وانتعاش سوق الأسهم إلى انخفاض أداء سوق السندات، حيث خفضت الشركات من إصداراتها بنسبة 57% إلى 17 مليار يورو، حيث عرفت سنة 2006م توجه الشركات إلى خفض عبئ ديونها والاستعانة بمصادر خارجية للتمويل من البورصات الأخرى[3].

في سنة 2007م، تم اعتماد منهجية أوروبية موحدة بخصوص السندات تتيح لمصدري السندات الخاصة بتقديم طلب أو عرض القبول على أساس واحد في جميع منطقة اليورو دون الحصول على ترخيص جديد من البلد المضيف، لذلك فالأرقام الظاهرة في تقارير الهيئة لا تغطيها فقط تلك المؤشرة من هيئة الأوراق المالية الفرنسية بل تشمل أيضا الإصدارات من الدول الأخرى. عرف سوق السندات خلال سنة 2007م نشاطا على مستوى الإصدارات، حيث انعكس معدل التضخم والنمو الاقتصادي وارتفاع أسعار الفائدة القصيرة وطويلة الأجل ولجوء العديد من

1 – Rapport Annuel de AMF, 2004, P 41.

2 – Rapport Annuel de AMF, 2005, P 35.

3 – Rapport Annuel de AMF, 2006, P 49.

الشركات الفرنسية لسوق لكسمبورغ للحصول على التمويل على ارتفاع حجم الإصدارات، تجدر الإشارة إلى أن سوق لكسمبورغ المالي يتميز بسوق أولية نشطة وضعف السوق الثانوية، حيث بلغت إصدارات الشركات من السندات 57.2 مليار يورو فيما بلغت إصدارات الحكومة من السندات 57 مليار يورو.[1]

الجدول رقم (17): تطور الإصدارات في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليون يورو)

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
- سندات اقتراض	12240.3	22258.8	11262.9	28112.1	8955.3	
- سندات قابلة للزيادة في الرأسمال	8544.1	13921.1	2677.7	1939.9	3230.9	
- سندات قابلة للسداد مرتبطة بأسعار	2454.5	3376.6	675.3	542.9	793.99	
- سندات ملكية	10428.9	11374.2	8098.4	2162.27	1314.85	
- سندات أخرى	4398	4600.8	2664.1	5160.4	2756.9	
سندات خاصة	38065.7	55531.4	26488.4	33375.38	17052	57200
سندات حكومية	53439	67207	76572	81549	60346.3	57000

Source: Rapports Annuels de AMF, 2003, 2004,2005, 2006, 2007.

ب- التعاملات: سجلت التعاملات في سوق السندات انخفاضا في سنة 2003م، حيث بلغت 6.3 مليار يورو، وذلك على الرغم من ارتفاع الإصدارات في سنة 2003م، حيث عرفت السنة

1 - Rapport Annuel de AMF, 2007, P 34.

إقبالا ضعيفا على تداول السندات كما الأسهم نظر للتقلبات التي عرفتها الأسواق المالية في هذه السنة.

في سنة 2004م، عرفت سوق السندات انتعاشا، حيث شهدت السنة عودة الإقبال على تداول الأسهم والذي اثر إيجابا على سوق السندات بالرغم من انخفاض الإصدارات الخاصة من السندات حيث ارتفعت التعاملات على السندات الحكومية مدفوعة بارتفاع الناتج المحلي الإجمالي، وصلت قيمة التعاملات بنهاية السنة إلى 7.3 مليار يورو.

أدى الارتفاع في نشاط سوق الأسهم في سنة 2005م و2006م إلى الإحجام عن الإقبال على سوق السندات، حيث فضل الكثير من المتعاملين التوجه والاستثمار في شراء وبيع الأسهم قصد تحقيق مكاسب سريعة وكبيرة عوض التوجه إلى سوق السندات ذو المردود المضمون، حيث سجلت التعاملات في سوق السندات انخفاضا حادا في سنتي 2005م و2006م بنسبة 26% و24.%، بقيمة بلغت 5.4 و4.1 مليار يورو على التوالي.

في سنة 2007م، استمر الانخفاض في التعاملات على السندات، حيث وصلت القيمة بنهاية السنة إلى 3.9 مليار يورو. أدت أزمة الرهن العقاري وإعلان الشركات العقارية عن تعرضها لمشاكل متعلقة بشح السيولة التي سبقت وان طرحت سندات إلى ارتفاع المخاوف من انخفاض قد يصيب باقي الشركات التي طرحت سندات بالإضافة إلى انخفاض أسعار الفائدة مما أدى إلى انخفاض مردود السندات وانخفاض الإقبال عل تداول السندات.

الجدول رقم (18): تطور التعاملات في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يورو).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
حجم التعاملات	7	6.3	7.3	5.4	4.1	3.9

Source: Rapports Annuels de AMF, 2003. 2004, 2005, 2006, 2007.

ت-القيمة السوقية: عرفت القيمة السوقية لسوق السندات انخفاضا في سنة 2003م، حيث وصلت القيمة إلى 809 مليار يورو منها 557 مليار رسملة سندات حكومية[1] نظرا لما ساد السوق

1 - Rapport Annuel de AMF, 2003, P 27.

المالي الفرنسي من تقلبات والتي أدت إلى انخفاض الإقبال على السوق المالي عموما، كما عمق ارتفاع التضخم وانخفاض التعاملات من انخفاض قيمة السندات المتبادلة في هذه السنة.

في 2004م، عرفت القيمة السوقية ارتفاعا إلى 814 مليار يورو منها 595 مليار يورو سندات حكومية، حيث انعكس ارتفاع الإصدارات الحكومية وحجم التعامل عليها على ارتفاع القيمة السوقية لسوق السندات، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض معدلات التضخم وأسعار أسهم الشركات المصدرة للسندات[1].

بنهاية سنة 2005م ارتفعت القيمة السوقية لسوق السندات إلى 859 مليار يورو متأثرة بتحسن الوضع الاقتصادي العام والنشاط الكبير على مستوى سوق الإصدارات وانخفاض معدل التضخم وارتفاع أسعار الفائدة، الأمر الذي أدى إلى زيادة الإقبال على السندات الحكومية وارتفاع القيمة السوقية، حيث يلاحظ أن السندات الحكومية هي المحرك والمنشط لسوق السندات نتيجة تفضيل الشركات التوسع والتعامل في سوق الأسهم عوض السندات.[2]

في سنة 2006م، سجلت القيمة السوقية لسوق السندات انخفاضا لتبلغ 830 مليار يورو منها 639 مليار يورو سندات حكومية، حيث ساهم انخفاض الإصدارات من جانب الشركات الخاصة وكذا الإقبال المتواضع على التعامل في سوق السندات بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الأسهم في انخفاض القيمة السوقية لسوق السندات[3].

في 2007م، انعكست الظروف الجديدة لسوق السندات وإلغاء الحدود بين الدول الأوروبية على إصدارات السندات الخاصة على سوق السندات الفرنسي، حيث عرف انخفاضا في قيمته السوقية إلى 816 مليار يورو فقط نتيجة انخفاض الإقبال عليه والتوجه الى سوق الأسهم الذي عرف نشاطا.[4]

1 – Rapport Annuel de AMF, 2004, P 39.

2 – Rapport Annuel de AMF, 2005, P 36.

3 – Rapport Annuel de AMF, 2006, P 50.

4 – Rapport Annuel de AMF, 2007, P 42.

الجدول رقم (19): تطور القيمة السوقية لسوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يورو).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
القيمة السوقية	818.2	809	814	859	830	816
رسملة السندات الحكومية	-	557	595	651	639	-

Source: Rapports Annuels de AMF, 2003. 2004, 2005, 2006, 2007.

ث- السيولة: يشير معدلا الدوران والتداول إلى انخفاض السيولة في سوق السندات، حيث انعكس نشاط سوق الأسهم والمستقبليات سلبيا على سوق السندات، كما أن قيمة الإصدارات والمعاملات في سوق السندات لا تمثل إلى نسبة ضئيلة من تلك المسجلة في سوق الأسهم، حيث مازالت الشركات الفرنسية تعتمد وتفضل الحصول على التمويل من سوق الأسهم بالإضافة إلى تفضيل المتعاملين الاستثمار في سوق الأسهم لتحقيق مكاسب كبيرة وسريعة عوض شراء سندات والمجازفة بالتعرض لتغيرات أسعار الفائدة والتضخم والمؤشرات لحين حلول آجال استحقاق السندات.

الجدول رقم (20): تطور السيولة في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م.

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
القيمة السوقية (بمليار يورو)	818	809	814	859	830	816
الناتج المحلي الإجمالي (بمليار يورو)	1548.6	1594.6	1660.2	1726.1	1806.4	1894.6
حجم التعاملات (بمليار يورو)	7	6.3	7.3	5.4	4.1	3.9
معدل التداول %	0.4	0.3	0.4	0.3	0.22	0.2
معدل الدوران %	0.8	0.7	0.8	0.6	0.49	0.47

Source: Rapport Annuel de AMF, 2003. 2004,2005, 2006, 2007 & INSEE

الفرع الثالث: سوق المشتقات المالية

يتداول في سوق المشتقات المالية الفرنسي صنفان من المشتقات:

-الخيارات على مختلف المؤشرات والأسعار

-العقود المغلقة أو المشتقات على مختلف المؤشرات والأسعار والأسهم.

سجل سوق المشتقات المالية في سنة 2003م انخفاضا في عدد العقود المتداولة بنسبة 22.3% نتيجة الانخفاض المسجل في سوق الأسهم والسندات،[1] حيث ساد جو من التردد على الإقبال على السوق المالي نتيجة التخوف من عدم استقرار أسعار الفائدة والمؤشرات وزيادة تقلب سوق الأسهم الأمر الذي أدى إلى ارتفاع قليل لعدد العقود المستقبلية بغرض التحوط من تقلبات السوق المالي. لكن ما لبث أن عاود سوق المشتقات الانتعاش في سنة 2004م بتسجيله ارتفاعا في عدد العقود المشتقة المتداولة بنسبة 14.6% متأثرة بزيادة عقود الخيارات المتداولة على الأسهم الأوروبية والأمريكية بالرغم من انخفاض تداول عدد العقود المغلقة ، حيث سجل في هذه السنة سوق المال الأمريكي والأسواق المالية الأوروبية نشاطا واستقرار ما دفع إلى زيادة الطلب على عقود المشتقات المالية بغرض الاستفادة من الفرق بين أسعار الأسهم والمؤشرات المتعاقد عليها والأسعار الفعلية السائدة مدفوعة بارتفاع التفاؤل باستقرار الأسواق المالية ومؤشراتها بل والتنبؤ بتوسعها ونشاطها بناء على تقارير تتوقع ارتفاع النمو الاقتصادي.[2]

خلال سنة 2005م، انخفض نشاط سوق المشتقات المالية الفرنسي وذلك بتسجيله انخفاضا في عدد العقود المتداولة بنسبة 23% وانخفاض في عدد عقود الخيارات المتداولة بنسبة 26% على الرغم من ارتفاع عدد العقود المغلقة بنسبة متواضعة جدا، ومرد هذا الانخفاض هو الانتعاش الذي شهده سوق الأسهم وللسنة الثانية على التوالي وزيادة التوقعات بان السوق المالي سيواصل نشاطه وسيعرف ارتفاعات في الأسهم والمؤشرات مما زاد من درجة التفاؤل والثقة عند المتعاملين والمستثمرين في الأسهم المتداولة، وبذلك يكون سوق المشتقات المالية قد سلك اتجاها مخالفا لاتجاه سوق السندات والأسهم والناتج القومي الإجمالي مدفوعا بحالة التفاؤل والتوقعات بارتفاع معدل النمو[3]،.

---

1 – Rapport Annuel de AMF, 2003, P 28.

2 – Rapport Annuel de AMF, 2004, P 41.

3 – Rapport Annuel de AMF, 2005, P 38.

انعكس اندماج البورصة الأوروبية الموحدة Euronext مع بورصة نيويورك NYSE في سنة 2006م على سوق المشتقات المالية الأوروبي، حيث ارتفعت عدد العقود المشتقة على المؤشرات (خاصة الأمريكية) بنسبة 24.5% يليها العقود على الأسهم التي ارتفعت بنسبة 22.3% ثم العقود المشتقة على أسعار الفائدة التي ارتفعت بنسبة 18.7%، وعموما فالعقود المشتقة سجلت ارتفاعا في 2006م بنسبة 329.5%.[1]

أدت التقلبات الكبيرة التي أصابت سوق السندات والأسهم بعد النصف الثاني من سنة 2007م إلا تنشيط سوق المشتقات المالية الذي واصل نموه، حيث ازداد الطلب على هذا النوع من الأدوات المالية المبتكرة في سنة 2007م بتسجيل عدد العقود المالية المتداولة ارتفاعا في سوق المشتقات المالية الأوروبي NYSE Euronext LIFFE بنسبة 41.3%، أما عقود المشتقات على المؤشرات فسجلت ارتفاعا بنسبة 27.8% نظرا لارتفاع حالة التشاؤم لدى المتعاملين والمستثمرين من انهيار أسعار الأسهم أكثر وتقلب المؤشرات وازدياد المخاوف من ركود اقتصادي، أما المشتقات على أسعار الفائدة فقد ارتفعت بنسبة 25.6% وتركزت معظم التبادلات على أسعار الفائدة القصيرة الأجل التي ارتفعت بنسبة 25.7% نظرا لارتفاع التوقعات بتغير أسعار الفائدة بانهيار القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، كل هذا دفع إلى الإقبال على سوق المشتقات المالية بغرض التحوط من انخفاض قد يصيب الأسواق المالية. والملاحظ في هذه السنة أن سوق المشتقات المالية قد استمر في سلك اتجاه معاكس لذلك الاتجاه الذي سار فيه سوق الأسهم والسندات والنظام المالي عموما الذي تميز بانخفاض أداءه وخصوصا ابتداء من النصف الثاني من سنة 2007م بفعل ظهور أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.[2]

1 – Rapport Annuel de AMF, 2006, P 45.

2 – Rapport Annuel de AMF, 2007, P 46.

الجدول رقم (21): تطور المعاملات على المشتقات المالية في السوق الفرنسي خلال الفترة 2002-2005م (بمليون عقد).

السنوات	2002	2003	2004	2005
الخيارات	330.51	248.15	294.01	217.4
- على الأسهم	246.16	174.48	230.86	183.56
- على المؤشرات	84.34	73.66	63.15	33.871
	0.017			
- على معدلات الفائدة	0.0059	51	-	-
	0.011			
. قصيرة ومتوسطة الأجل		51	-	-
. طويلة الأجل		-	-	-
العقود المغلقة	26.617	29.331	24.058	25.011
على المؤشرات	26.600	29.33	24.058	25.011
على معدلات الفائدة	0.0170	51	-	-
- قصيرة ومتوسطة الأجل	0.0059	51	-	-
- طويلة الأجل	0.011	0		
مجموع المشتقات المالية	357.12	277.48	318.07	242.44
التطور %		22.3-	14.6	23.7-

Source: Rapports Annuels de AMF, 2003. 2004,2005.

الجدول رقم (22): تطور المعاملات على المشتقات في سوق NYSE Euronext LIFFE خلال الفترة 2006-2007م (بمليون عقد).

السنوات	2006	2007
الخيارات	298.9	384.8
- **على الأسهم**	155.6	186.2
- **على المؤشرات**	50.3	63.1
- **على سعر الفائدة**	93	135.5
المستقبليات	420.8	551
- **على الأسهم**	29.5	75.3
- **على المؤشرات**	72.1	93.3
- **على سعر الفائدة**	319.2	382.4
مجموع العقود المالية	719.7	935.8
التطور %	-	30

Source: Rapports Annuels de AMF, 2006, 2007.

المطلب الثاني: تطور الأسواق المالية الصينية

الفرع الأول: سوق الأسهم

يتداول في سوق الأسهم نوعين من الأسهم؛ وهي:

-الأسهم A، وهي أسهم عادية مقومة بالعملة المحلية RMB.

-الأسهم B، وهي أسهم محلية عادية مقومة بالدولار الأمريكي ودولار هونغ كونغ والموجهة للأجانب خصوصا.

أ-عدد الشركات المدرجة: عرفت الأسواق المالية الصينية تطورا مستمرا، فبنهاية سنة 2003م وصل عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الصينية إلى 1146 شركة أغلبها مصدرة للأسهم A مدفوعة بالنمو الاقتصادي المرتفع للصين وتوسع الشركات الصينية لتلبية الطلب المحلي والخارجي الكبير مما حفز الشركات على طلب الإدراج بالأسواق المالية للحصول على التمويل، وتنتمي تلك الشركات إلى مختلف القطاعات الاقتصادية، ولكن مع تسجيل أن أغلبيتها تنشط في قطاع الصناعة والبنية التحتية الذي يشهد نشاطا كبيرا في الصين.[1]

في سنة 2004م، ارتفع عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الصينية إلى 1377 شركة أغلبها مصدرة للأسهم A، نظرا للاستقرار الذي عرفه "اليوان" الصيني فيما سجلت باقي العملات تقلبا مستمرا، وكذلك للأداء العالي للاقتصاد الصيني واستمرار نمو الطلب المحلي والخارجي على السلع الصينية واستقرار معدل التضخم، وتجدر الإشارة إلى انه ووفقا لقانون الأوراق المالية والمتطلبات الأخرى للجنة تنظيم الأوراق المالية CSRC على الشركات المدرجة أن تفصح عن المعلومات المالية (تقارير تفصيلية وسنوية، نشرات الإصدار، إعلان القوائم وغيرها) بغرض تزويد المتعاملين والمستثمرين في الأسواق المالية الصينية بمعلومات مستمرة عن الوضعية المالية للشركات المدرجة بهدف تعزيز شفافية الأسواق. في ماي 2004م وبغرض ضمان العدالة، الكفاءة وشفافية الشركات المدرجة قامت لجنة تنظيم الأوراق المالية بإصدار قوانين تشدد على ضرورة تعزيز مراجعة الشركات المدرجة، وفي ديسمبر 2004 أصدرت اللجنة تدابير تهدف إلى تعزيز مراقبة المساهمين للشركات الذين يحملون أسهمها كالتصويت على الأنترنت وغيرها[2].

في سنة 2005م، استمر عدد الشركات المدرجة بالارتفاع ولكن بعدد قليل ب 4 شركات فقط ليصل العدد الإجمالي للشركات المدرجة إلى 1381 شركة، نتيجة الجو المالي للبورصات الصينية الذي تميز بتقلبات وعدم الاستقرار، حيث عرفت الأسواق المالية انخفاضا في التعاملات وقيمتها السوقية مما أدى بالشركات إلى التردد في الدخول والإدراج بالبورصات الصينية لحين استقرار الأوضاع بغرض تفادي انخفاض أسهمها.[3]

1 - Annual report of china securities regulatory commission CSRC, 2003, P24.

2 - Annual report of CSRC, 2004, P 19.

3 - Annual report of CSRC, 2005, P 17.

في سنة 2006م، استعادت الأسواق المالية الصينية نشاطها مدفوعة بالنمو الاقتصادي الصيني الذي سجل معدل نمو 11.6% بسبب انتعاش اقتصادات أهم شركائها الاقتصاديين (أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية)، والجدير بالذكر أن الصين في 2006م ارتفعت إلى المرتبة الرابعة عالميا في ترتيب القوى الاقتصادية كما سجلت السنة زيادة حجم الاستثمارات بشكل مفرط في الصين خاصة الأجنبية منها[1]، كما أن ارتفاع التعاملات في بداية السنة وبداية انتعاش أسعار الأسهم حفز الشركات على الإدراج بالبورصة والاستفادة من ارتفاع الطلب على الأسهم، حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصات الصينية إلى 1434 شركة منها 1293 شركة مصدرة للأسهم A التي تعرف طلبا كبيرا عليها لارتباطها الكبير مع تطورات الطلب المحلي الكبير (اكبر كثافة سكانية في العالم) ونمو الاقتصاد الصيني الذي سجل اكبر وأسرع معدل نمو في العالم[2].

تعد سنة 2007م سنة ممتازة وغير عادية للأسواق المالية الصينية على كل المستويات، وككل سنة تأثرت الأسواق المالية الصينية بالنمو الحاصل في الاقتصاد الصيني، فبالرغم من أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في سبتمبر 2007م والخسائر التي حققتها المؤسسات المالية الأمريكية وارتفاع أسعار النفط والغذاء والتقلبات التي عرفتها أسواق المال العالمية إلا أن البورصات الصينية أنهت السنة بارتفاعات على كل المستويات[3] ذلك أن الأسواق المالية الصينية استفادت من التجارب السابقة حيث سعت لجنة تنظيم الأوراق المالية منذ سنوات عديدة سابقة إلى تطوير الأسواق المالية وتعزيز شفافيتها وتنافسيتها وكذلك تعزيز الرقابة على الشركات المدرجة كما أن الإصدار الكبير والإقبال على الأسهم A المرتبطة بالظروف الاقتصادية الصينية جعلت الأسواق المالية الصينية لا تتأثر كثيرا بما يحدث في أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث وصل عدد الشركات المدرجة في نهاية 2007م إلى 1550 شركة أي بزيادة 116 شركة، وهو أكبر ارتفاع حققته البورصات الصينية منذ سنة 1992م[4].

1-التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2006، ص 14.

2 - Annual report of CSRC, 2006, P 18.

3- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2007، ص 15.

4 - Annual report of CSRC, 2007, P 1.

الجدول رقم (23): تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الصينية خلال الفترة 2002-2007م.

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
عدد الشركات المصدرة للأسهم A	1085	1146	1237	1240	1293	-
عدد الشركات المصدرة للأسهم B	24	24	24	23	23	-
عدد الشركات المصدرة للأسهم A وB	115	117	116	118	118	-
عدد الشركات المدرجة	1224	1287	1377	1381	1434	1550

Source: Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

ب-الإصدارات: يستوجب على الشركات التي تنوي إصدار أسهم جديدة للاكتتاب العام في الأسواق المالية الصينية أن تخضع لبعض الشروط التي تحددها اللجنة والتي لها مكاتب في كل بورصة صينية، فعلى الشركات أن تراعي أولوية المساهمين الحاليين في شراء الأسهم الجديدة، فإذا اكتفى المساهمين الحاليين تباع باقي الأسهم للجمهور العام وذلك لعزيز ثقة حملة الأسهم والجمهور في الشركات المدرجة والذي ينعكس على الأسواق المالية إيجابا.

خلال سنة 2003م، ارتفع عدد الأسهم المصدرة من الشركات المدرجة ب 9.4% منها 25 و110 شركة مصدرة للأسهم A وB على التوالي، وذلك بغرض استغلال النشاط الذي تعرفه

الأسواق المالية من ارتفاع التعاملات وأسعار الأسهم للحصول على تمويل أفضل لتوسعاتها قصد تلبية الطلب المحلي والخارجي الذي عرف ارتفاعا لتحقيق أرباح أفضل[1]. في سنة 2004م، واصلت الشركات والمؤسسات إصداراتها للأسهم، حيث ارتفعت الإصدارات بنسبة 11.4% ووصل إجمالي الإصدارات إلى 714 مليار سهم، وذلك بسبب الانتعاش الذي عرفه الاقتصاد الصيني في هذه السنة بتسجيل الناتج المحلي الإجمالي نموا بنسبة 17.06% مقارنة ب 14.1% و3.4% في سنتي 2003 و2002م، حيث عادت الثقة في الشركات المدرجة، كما أدى ارتفاع أسعار الأسهم والإقبال الكبير على التعامل في الأسواق المالية إلى تحفيز الشركات على طرح اكبر لأسهم جديدة لتمويل توسعاتها[2].

في سنة 2005م، ورغم الظروف الدولية التي تميزت بارتفاع أسعار النفط[3] والظروف الداخلية التي تميزت بارتفاع نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي بأقل من السنة الماضية، واصلت الشركات إصداراتها من الأسهم ولكن بنسبة ضعيفة ب6.71% ليصل مجموع الإصدارات إلى 7629 مليون سهم، حيث تأثر سوق الإصدارات كثيرا بأداء الاقتصاد الصيني مما يثبت قوة الارتباط بين الأسواق المالية والاقتصاد الكلي، حيث سجل تردد الشركات المدرجة في رفع إصداراتها من الأسهم نظرا لانخفاض الناتج المحلي الإجمالي[4]. عرفت سنة 2006م ارتفاع سريع في حجم الإصدارات من الأسهم نتيجة عودة الثقة إلى الأسواق المالية في العالم عموما والصين خصوصا، حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي ارتفاع، حيث رفعت الشركات من إصداراتها من الأسهم بنسبة 66.24% مدفوعة بارتفاع إصدارات الأسهم A المقيمة بالعملة المحلية[5] نتيجة انخفاض قيمة الدولار الأمريكي وارتفاع قيمة "اليوان".[6]

خلال سنة 2007م، واصلت الشركات المدرجة إصداراتها من الأسهم، حيث ارتفعت قيمة الإصدارات بنسبة 76.33% بإجمالي عدد 2241 مليار سهم مدفوعة بزيادة الطلب المحلي[7]

---

1 – Annual report of CSRC, 2003, P 11.

2 – Annual report of CSRC, 2004, P 7.

3– التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2005، ص 11.

4 – Annual report of CSRC, 2005, P 6.

5 – Annual report of CSRC, 2006, P 14.

6 – التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2006، ص 14.

7 – Annual report of CSRC, 2007, P 9.

وتشجيع الحكومة والبنك المركزي الصيني للمؤسسات على التمويل من السوق المحلي وتحسين هيكلها وكفاءتها عن طريقه وخفض الضغط عن البنوك[1].

الجدول رقم (24): تطور الإصدارات في أسواق الأسهم الصيني خلال الفترة 2002-2007م (ب100 مليون سهم).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
إجمالي الإصدارات	5875.45	6428.46	7149.43	7629.51	12683.99	22416.85
التطور %	12.6	9.4	11.21	6.71	66.24	76.73

Source: Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

ت-التعاملات: استرجعت الأسواق المالية الصينية في سنة 2003م نشاطها كباقي الأسواق المالية العالمية بعد تسجيلها انخفاضا في سنة 2002م[2]. فبعد سنة 2002م التي تميزت بانخفاضات حادة في حجم التعامل في الأسواق المالية الصينية، ازداد حجم التعاملات في سنة 2003م بنسبة 38% و14.7% بالنسبة لقيمة التعاملات التي وصلت إلى 3211 مليار يوان صيني مدفوعة بالتفاؤل في الأسواق المالية بعد نشر بيانات جد مشجعة عن الاقتصاد الصيني بالإضافة إلى نشر الشركات المدرجة لتقارير فصلية وسنوية تؤكد تحقيقها لأرباح كبيرة، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الثقة في الأسواق المالية الصينية وعودة الإقبال على التعامل باسهم الشركات[3].

خلال سنة 2004م ارتفع حجم التعاملات على الأسهم ب 39.3% أما قيمة التعاملات فقد ارتفعت بنسبة 31.8% لتصل إلى 4233 مليار يوان[4] مدفوعة بالنتائج الجيدة والإيجابية التي حققها حققها الاقتصاد الصيني بنمو الصادرات وكذلك إعلان الشركات وخاصة الصناعية والبنية التحتية

1 - Annual report of people's bank of china, 2007.

2- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2003، ص4.

3 - Annual report of CSRC, 2003, P 11.

4 - Annual report of CSRC, 2004, P 8.

عن تحقيقها لأرباح جد مشجعة من ناحية الأرباح نظرا للنشاط الكبير الذي عرفه الاقتصاد الصيني وارتفاع الطلب المحلي.[1]

انعكست ظروف سنة 2005م على التعاملات الجارية في الأسواق المالية الصينية، حيث ارتفع حجم التعامل ب 13.6% قابله انخفاض في قيمة التعاملات بنسبة 25.2% إلى 31663 مليون يوان، حيث عرفت إقبالا على بعض الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة كشركات الطاقة والبتروكيماويات والشركات الصناعية، السيارات، الإلكترونيات وشركات الحديد والصلب التي شهدت طلبا كبيرا ومتزايدا على منتجاتها خصوصا من الداخل نظرا لأهميتها الكبيرة في الاقتصاد الصيني والتي حققت أرباحا كبيرة وذلك على حساب شركات أخرى التي عرفت إقبالا متوسطا على تداول أسهمها[2].

بنهاية سنة 2006م، ارتفعت التعاملات إلى مستوى قياسي، حيث ارتفع حجم التعاملات ب 143.7% فيما سجلت قيمة التعاملات ارتفاعا بنسبة 185.7% إلى 9046 مليار يوان متأثرة بجو الثقة والتفاؤل الذي ساد الأسواق المالية الصينية والعالمية والنتائج المالية الجد إيجابية التي أعلنت عنها الشركات المدرجة وانخفاض معدل التضخم وارتفاع الاستهلاك الداخلي وارتفاع الناتج المحلي الإجمالي المحلي[3].

في سنة 2007م، ونتيجة لارتفاع حجم الاستثمارات الأجنبية والاستهلاك الداخلي وانعكاسه على زيادة نشاط الشركات في الصين وعلى زيادة ثقة للمستثمرين في السوق المالية، ارتفع حجم التعاملات بنسبة 125.45% أما قيمة التعاملات فقد وصلت إلى 460 تريليون يوان أي بارتفاع بنسبة 409% وهي أعلى قيمة وصلت إليها الأسواق المالية الصينية على الإطلاق[4].

1 – التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2004، ص15

2 – Annual report of CSRC, 2005, P 13.

3 – Annual report of CSRC, 2006, P 15.

4 – Annual report of CSRC, 2007, P 10.

الجدول رقم(25): تطور التعاملات في سوق الأسهم الصيني خلال الفترة 2002-2007م

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
حجم التعاملات (100مليون سهم)	3016.19	4163.08	5827.74	6623.54	16145.05	36403.76
التطور%	-4.3	38	39.9	13.6	143.7	125.47
قيمة التعاملات (100مليون يوان)	27990.46	32115.27	42333.97	31663.16	90468.92	460556.22
التطور%	26.9-	14.7	31.8	-25.2	185.7	409

Source: Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

ث- إيراد المؤسسات من الأسواق المالية: سنتطرق إلى إيرادات المؤسسات من سوق شنغهاي للأوراق المالية باعتباره أنشط وأكبر سوق مالي في الصين ومن بين اكبر خمس بورصات في العالم من ناحية القيمة السوقية. بلغ الرأسمال المرفوع للمؤسسات من التعامل والإدراج في سوق شنغهاي في سنة 2003م ما مجموعه 557.4 مليار يوان مقابل 614.3 مليار يوان في سنة 2002م ويرجع ذلك إلى الإقبال على أسهم الشركات الكبيرة المتداولة بغرض تحقيق مكاسب من ارتفاع أسعارها وعدم المجازفة في شراء وتداول أسهم الشركات المدرجة حديثا والانخفاض في حجم الإصدارات[1] .

في سنة 2004م، انخفض الرأسمال المرفوع للمؤسسات من الإدراج بالبورصة إلى 456.9 مليار يوان صيني، حيث عرفت أسهم الشركات الكبيرة المدرجة إقبالا كبيرا على تداولها سواء الجديدة أو الموجودة في السوق على حساب الشركات الحديثة الإدراج.[2] بلغ الانخفاض حدودا دنيا في سنة 2005م بتجميع الشركات ل 29.97 مليار يوان صيني فقط كانت كلها من إصدار للأسهم

1 - SSE Fact book, 2003, P 15.

2 - SSE Fact book, 2004, P 16.

A حيث ساهم هذه المرة ركود السوق المالي وانخفاض التداولات وقيمة الأسهم ومعه الإصدارات في انخفاض إيرادات الشركات من السوق المالي [1]. أما في سنة 2006م، فقد ارتفعت رأسمال المؤسسات من السوق المالي إلى 2115.6 مليار يوان[2] واستمر الارتفاع في سنة 2007م بتجميع 6701.33 مليار يوان، ويرجع ذلك إلى حالة التفاؤل التي سادت السوق ونشر تقارير جد محفزة بشان الوضعية المالية للشركات وكذا ارتفاع التنبؤات بارتفاع النمو الاقتصادي وزيادة السيولة في السوق المالي مما أدى إلى استقطاب استثمارات أجنبية مدفوعة بالنمو الاقتصادي للصين وتباطؤ الاقتصادات الغربية وتوظيفها في شراء الأسهم وخاصة الشركات الجديدة التي تعرف نشاطا ونموا مع تسجيل الاقتصاد الصيني لأعلى نسبة نمو في العالم [3].

الجدول رقم (26): تطور الرأسمال المرفوع في سوق شنغهاي للأوراق المالية خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يوان).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الرأسمال المرفوع	614.3	557.412	456.901	29.97	2115.62	6701.33

Source: SSE Fact books, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

ج-الرسملة السوقية: عرفت الرسملة السوقية لأسواق الأسهم الصينية ارتفاعا في سنة 2003م بنسبة 10.7% لتصل قيمتها الكلية إلى 4245 مليار يوان بعد انخفاض حاد في سنة 2002م بنسبة 11.9%، حيث عرفت السنة ارتفاع التعاملات والإقبال على شراء أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة وذات الأهمية الاستراتيجية في الاقتصاد الصيني مما ساهم في ارتفاع أسعارها وارتفاع القيمة السوقية للأسواق المالية الصينية[4]. في سنة 2004م، انخفضت القيمة السوقية بنسبة 12.7% إلى 3705 مليار يوان صيني، بسبب انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة من الصنف B والارتفاع البطيء في قيمة الأسهم A نتيجة للتباطؤ الذي تعرفه الاقتصادات الغربية

1 - SSE Fact book, 2005, P 15.

2 - SSE Fact book, 2006, P 13.

3 - SSE Fact book, 2007, P 15.

4 - Annual report of CSRC, 2003, P 5.

وانخفاض الدولار الأمريكي مقابل العملات الأخرى، ومن جهة أخرى شهدت أسهم الشركات الكبرى انخفاضا في أسعارها والتي لها علاقة قوية بالتطورات الحاصلة في سوق البترول كشركات الطاقة والمشتقات البترولية وشركات الحديد والصلب بسبب الاضطرابات الحاصلة في منطقة الشرق الأوسط.[1]

في سنة 2005م، استمرت القيمة السوقية بالانخفاض، حيث بلغت 3243 مليار يوان صيني[2]. وانعكست الظروف الدولية والمحلية في سنة 2006م على الرسملة السوقية للأسواق المالية الصينية حيث سجلت ارتفاعا بنسبة 175% بوصول القيمة إلى 8940 مليار يوان صيني، حيث عرفت الاقتصاديات الكبرى على غرار الولايات المتحدة الأمريكية ودول منطقة اليورو انتعاشا كما أدى إعلان الصين عن احتياطات كبيرة من النفط وتلاشي المخاوف من انقطاع أو تذبذبات في إمدادات الطاقة بالإضافة إلى انتعاش الاقتصاد الصيني مما انعكس على القيمة السوقية للأسواق المالية الصينية التي سجلت ارتفاعات[3].

في سنة 2007م، سجلت الرسملة السوقية لأسواق الأسهم الصينية ارتفاعا قياسيا وتاريخيا حيث وصلت إلى 32.7 تريليون يوان أي بارتفاع بنسبة 256%، مدفوعة بارتفاع الطلب على الأسهم المتداولة ومنها أسهم الشركات الجديدة، حيث عرفت السوق سيولة عالية نتيجة تدفق رؤوس أموال جديدة وتوظيف استثمارات في الأسواق المالية الصينية[4].

وبخصوص نسبة القيمة السوقية لأسواق الأسهم الصينية من الناتج المحلي الإجمالي، فقد عرفت تطورات متفاعلة مع ذلك مع الناتج المحلي الإجمالي والتطورات الحاصلة في الاقتصاد الصيني، حيث عرفت استقرارا في سنة 2003م عند 36% نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للأسواق المالية بنفس الارتفاع المسجل في الناتج المحلي الإجمالي، ولكن النسبة سجلت انخفاضا في سنة 2004م إلى 23% حيث عرفت أسعار الأسهم انخفاضا في نفس الوقت الذي شهد فيه الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا ضعيفا مقارنة مع سنوات ماضية. وفي سنة 2005م انخفضت النسبة إلى 18%

1 – Annual report of CSRC, 2004, P 15.
2 – Annual report of CSRC, 2005, P 14.
3 – Annual report of CSRC, 2006, P 14
4 – Annual report of CSRC, 2007, P 10.

بانخفاض أسعار الأسهم في الأسواق المالية الصينية مقابل انتعاش كبير للناتج المحلي الإجمالي. في سنة 2006م ارتفعت النسبة إلى 43%، حيث سجلت السنة ارتفاع كبير في الناتج المحلي الإجمالي مدفوعة بارتفاع الطلب الاستهلاكي الداخلي والذي اثر على الأسواق المالية التي شهدت ارتفاعا كبير في أسعار الأسهم وارتفاع القيمة السوقية للأسواق المالية الصينية. تعد سنة 2007م استثناء، حيث شهدت الأسواق المالية انتعاشا مما أدى إلى ارتفاع نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي إلى 133%، وتدفقت في هذه السنة رؤوس أموال كبيرة على الأسواق المالية قصد الاستفادة من ارتفاع أسعار الأسهم وتحقيق مكاسب.

الجدول رقم(27): تطور القيمة السوقية لأسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2007م (100 مليون يوان).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
القيمة السوقية	3832912	4245772	3705557	3243028	8940389	32714089
التطور %	-11.9	10.7	-12.7	-12.48	175.5	265.9
القيمة السوقية / الناتج المحلي الإجمالي (%)	37	36	23	18	43	133

Source: Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

ح- المؤشرات: شهدت أسواق الأسهم في سنة 2003م نشاطا على كل المستويات من إصدارات وتعاملات وقيمة سوقية مدفوعة بارتفاع النشاط الاقتصادي في الصين، حيث عرف مؤشر بورصة شنزن (Shenzhen component index) ارتفاعا في سنة 2003م بنسبة 26.11%، فيما سجل مؤشر بورصة شنغهاي (Shanghai composite index) ارتفاعا بنسبة 10.27%.[1]

1 - Annual report of CSRC, 2003, P 5.

في سنة 2004م، عرف المؤشرين انخفاضا، فانخفض مؤشر بورصة شنزن بنسبة 11.85% [1] فيما انخفض مؤشر بورصة شنغهاي بنسبة 15.39%[2]. أما في سنة 2005م، واصل المؤشرين انخفاضهما بنسبة 6.65% لمؤشر شنزن[3] و8.32%[4] لمؤشر شنغهاي نتيجة انخفاض الطلب على أسهم الشركات الداخلة في حساب المؤشر والتي تعد من اكبر واهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية والتي لها قيمة سوقية كبيرة.

انعكست أحداث السوق المالية في سنة 2006م جليا على المؤشرين، حيث ارتفع مؤشر بورصة شنغهاي بنسبة 130.34% [5] فيما سجل مؤشر بورصة شنزن ارتفاعا بنسبة 132.12%[6]، حيث شهدت السوق في هذه السنة ارتفاع القيمة السوقية بارتفاع أسعار الأسهم المتداولة وخاصة أسهم الشركات الكبيرة التي عرفت ارتفاعا في الطلب عليها. وواصل المؤشرين ارتفاعهما في سنة 2007م حيث ارتفع مؤشر شنغهاي بنسبة 96.65% [7] فيما سجل مؤشر شنزن ارتفاعا بنسبة 166.29% [8] وذلك على عكس المؤشرات العالمية التي سجلت انخفاضات وتذبذبا حادا خلال السنة وبالخصوص في النصف الثاني من السنة متأثرة بالنشاط الذي عرفته الأسواق المالية وارتفاع قيمة الأسهم المتداولة مدفوعة بالنمو الاقتصادي الذي يعرفه الاقتصاد الصيني والذي بلغ معدلات قياسية وارتفاع الاستهلاك الداخلي وانخفاض معدل التضخم.[9]

---

1 – SHZE Fact book, 2004, P 3.
2 – SSE Fact book, 2004, P 19.
3 – SHZE Fact book, 2005, P 3.
4 – SSE Fact book, 2005, P 15.
5 – SHZE Fact book, 2006, P 3.
6 – SSE Fact book, 2006, P 16.
7 – SSE Fact book, 2007, P 18.
8 – SHZE Fact book, 2007, P 3.
9- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2004، ص15

الجدول رقم(28): تطور مؤشري بورصتي شنغهاي وشنزن خلال الفترة 2002- 2007م.

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Shenzhen component index %	17.03-	26.11	-11.85	6.65-	132.12	166.29
Shanghai composite index %	-17.51	10.27	-15.39	8.32-	130.43	96.65

Source: SSE and SHZE fact books, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

خ- السيولة: يشير معدلا التداول والدوران إلى تقلبات في سيولة سوق الأسهم الصيني، ففي خلال الفترة الممتدة من سنة 2002م إلى سنة 2004م عرفت السيولة ارتفاعا مستمرا بفضل ارتفاع القيمة السوقية وارتفاع التعاملات، حيث زادت صفقات بيع وشراء الأسهم نتيجة وجود إقبال على الأسواق المالية الصينية. أما في سنة 2005م فقد انخفضت السيولة في سوق الأسهم، نتيجة انخفاض الأسهم وضعف الإقبال على الأسهم وانخفاض القيمة السوقية. ابتداء من سنة 2006م وإلى سنة 2007م، ارتفعت السيولة في سوق الأسهم حيث عرفت القيمة السوقية ارتفاعا مع ارتفاع التعاملات بتدفق استثمارات كبيرة على الأسواق المالية مدفوعة بالنشاط الكبير الذي يعرفه الاقتصاد الصيني وتوسع الشركات الكبيرة الصينية والمدرجة في الأسواق المالية.

الجدول رقم(29): تطور سيولة أسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2007م.

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الرسملة السوقية (ب100 مليون يوان)	38329.12	42457.72	37055.57	32430.28	89403.89	327148.9
الناتج المحلي الإجمالي (ب100 مليون يوان)	102398.0	116894	136845	183868	211923	249530
حجم التعاملات ب100 مليون يوان	27990.46	32115.27	42333.97	31663.16	90468.92	460556.22
معدل التداول %	27.33	27.47	30.93	17.22	42.68	184.56
معدل الدوران %	73.02	75.64	114.24	97.63	101.19	140.78

Source: Annual reports of people's bank of china 2006, 2007 & Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

الفرع الثاني: سوق السندات

يتداول في أسواق السندات في الصين أربعة أصناف من السندات؛ هي سندات الخزينة، سندات خزينة قابلة لإعادة شراء، سندات شركات وسندات قابلة للتحويل.

أ-الإصدارات: سجلت الإصدارات من السندات في سنة 2003م تباطؤا بعد فترة نشاط عرفه سوق الإصدارات في سنة 2002م، ويرجع تباطؤ سوق الإصدارات من السندات إلى انخفاض إصدارات سندات الخزينة ب 5.8% حيث وصلت قيمتها إلى 59.3 مليار يوان فيما سجلت إصدارات السندات الخاصة ارتفاعا ب 10.1% لتصل القيمة إلى 3.58 مليار يوان، حيث أدى

الانتعاش الكبير لسوق الأسهم في هذه السنة إلى إحجام الشركات عن طرح عدد كبير من السندات وتوجهها إلى سوق الأسهم للحصول على التمويل اللازم خاصة مع ارتفاع أسعار الأسهم [1].

في سنة 2004م، عرف سوق إصدارات السندات نشاطا، حيث ارتفعت إصدارات سندات الخزينة بنسبة 10.2% لتصل القيمة إلى 69.2 مليار يوان، فيما سجلت إصدارات السندات الخاصة انخفاضا بنسبة 8.6% لتصل إلى 3.27 مليار يوان، ويشار بالذكر أن القانون لا يسمح للبنوك بإصدار سندات بما فيها توريق ديون عملائها في شكل سندات، قامت الحكومة في سنة 2004م بطرح كبير من السندات بغرض تمويل مشاريعها اللازمة لمواكبة ارتفاع النشاط الاقتصادي من جهة وكذلك لتدعيم جهودها الرامية إلى كبح التضخم والسيطرة على معدله من جهة أخرى، فيما خفضت الشركات من إصداراتها من السندات نظرا لانخفاض الإقبال على تداول الأسهم وتأثيره على انخفاض التعاملات في سوق السندات مما دفع بالشركات إلى عدم المجازفة بطرح سندات إضافية[2]. في سنة 2005م، عرف سوق إصدار سندات الخزينة انخفاضا في نشاطه، نشاطه، حيث سجل انخفاض في إصدار سندات الخزينة إلى 50.4 مليار يوان وذلك في إطار سعيها لتخفيض العجز الكبير في الميزانية العامة خاصة مع ارتفاع أسعار الطاقة، فيما عرفت هذه السنة قيام الشركات بالرفع من إصداراتها من السندات إلى 6.54 مليار يوان صيني لتعويض انخفاض أسعار أسهمها وتوفير التمويل اللازم لمواكبة ارتفاع الطلب المحلي وارتفاع النمو الاقتصادي.[3]

في سنة 2006م، وبانتعاش الاقتصاد الصيني ولنشيط سوق السندات، قامت الحكومة بالرفع من إصداراتها من سندات الخزينة إلى 69.3 مليار يوان لتمويل مشاريع البنية التحتية وزيادة النمو الاقتصادي وجذب الاستثمارات الخارجية، أما الشركات فقد رفعت هي الأخرى من إصداراتها من السندات إلى 9.95 مليار يوان مدفوعة بانتعاش أسعار الأسهم والتعاملات وارتفاع المؤشرات، حيث لم تكتفي الشركات بالحصول على التمويل اللازم من سوق الأسهم بل طرحت مزيد من

1 – Annual report of CSRC, 2003, P 34.

2 – Annual report of CSRC, 2004, P 29.

3 – Annual report of CSRC, 2005, P 11.

السندات للحصول على مداخيل مالية أكثر لمواكبة الارتفاع العالي للنشاط الاقتصادي والطلب الاستهلاكي الداخلي الذي عرف طفرة كبيرة في هذه السنة[1].

في عام 2007م، عرف سوق السندات إدراج أصناف جديدة من السندات كسندات البنك المركزي، أوراق تجارية قصيرة الأجل، سندات مالية، كما قامت الحكومة بالرفع من إصدار سندات الخزينة إلى 219.9 مليار يوان وهو رقم قياسي، أما السندات الخاصة فقد ارتفع إصدارها إلى رقم قياسي ببلوغها 171 مليار يوان صيني مدفوعة بارتفاع النمو الاقتصادي للصين الذي بلغ معدل قياسي والإقبال على سوق السندات وارتفاع التعاملات نظرا لارتفاع السيولة في الأسواق المالية الصينية وتوجه مستثمرين إلى سوق السندات.[2]

الجدول رقم (30): تطور إصدارات السندات في الصين خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يوان).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
سندات الخزينة	59.343	62.801	69.239	50.42	69.333	219.95
التطور %	21.5	5.8	10.2	27.17-	37.51	217.23
سندات خاصة	3.25	3.58	3.27	6.54	9.95	171.98
التطور %	121	10.1	8.6-	100	52.14	628.3

Source: Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

ب- التعاملات: بلغ حجم التعامل في سنة 2003م على السندات 3292 مليون سند بقيمة تقدر ب 62.3 مليار يوان أي بارتفاع بنسبة 86.8% متأثرة بانتعاش سوق الأسهم وارتفاع السيولة

1 - Annual report of CSRC, 2006, P 12.

2 - Annual report of CSRC, 2007, P 10.

والنتائج الإيجابية التي حققتها الشركات المدرجة وانخفاض معدل التضخم في الصين، مما ساهم في الإقبال على التعامل بالسندات خاصة وان الاقتصاد الصيني عرف نشاطا كبيرا[1].

في سنة 2004م، انخفض حجم التعامل على السندات إلى 5032 مليار يوان متأثرا في ذلك بالتقلبات التي عرفتها أسواق الأسهم وانخفاض الإقبال على التعامل بالسندات[2]. وأدى استمرار التقلب في أسواق الأسهم في سنة 2005م وانخفاض أسعار الأسهم بالإضافة إلى خفض الحكومة لإصداراتها من السندات إلى التردد على التعامل على السندات وانخفاض التعاملات إلى 2800 مليار يوان[3]. في

استمر الانخفاض في التعامل على السندات خلال سنة 2006م إلى مستويات دنيا ببلوغه 1800 مليار يوان متأثرا بالعجز الكبير في الميزانية الحكومية وتوقعات بقيام الحكومة بخفض أسعار الفائدة، وبالتالي انخفاض المكاسب التي قد تتحقق من شراء الأسهم[4].

في سنة 2007م، أدت عودة الثقة إلى المستثمرين وارتفعت معها السيولة في الأسواق المالية في الصين، كما أثر إدراج أصناف جديدة للتداول ورفع المصدرين من حجم السندات إلى ارتفاع التعامل في السندات إلى 11.51 تريليون يوان صيني.[5]

الجدول رقم (31): تطور التعاملات في سوق السندات الصيني خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يوان).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
حجم التعامل في السندات	3324	6213	5032	2800	1800	11510

Source: Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

1 - Annual report of CSRC, 2003, P 34.
2 - Annual report of CSRC, 2004, P 29.
3 - Annual report of CSRC, 2005, P 31.
4 - Annual report of CSRC, 2006, P 36.
5 - Annual report of CSRC, 2007, P 28.

ت- السيولة: يشير معدل التداول إلى أن سوق السندات عرف تذبذبا في سيولته خلال سنتي 2002م و2005م، حيث عرفت السيولة ارتفاعا في سنتي 2002 و2003م نظرا لارتفاع التعاملات وارتفاع أسعار الأسهم، مما ساهم في زيادة الإقبال على شراء وتداول السندات، فيما سجلت سنتي 2004 و2005م انخفاض السيولة في سوق السندات متأثرة بانخفاض أسعار الأسهم وانخفاض التعاملات في سوق السندات، مما أدى إلى انخفاض الإقبال على تداول السندات. فيما يشير معدل التداول في سنة 2006م إلى انخفاض سيولة السوق، حيث شهدت السنة تخفيض الحكومة لإصداراتها من السندات وانخفاض حاد للتعاملات. في سنة 2007م، زادت سيولة السوق بسبب زيادة حجم التعاملات بنسبة تفوق نسبة الزيادة الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي، مدفوعة بذلك بالانتعاش الكبير لأسواق الأسهم وارتفاع التعاملات والاستثمارات في سوق الأسهم وإقدام الحكومة على رفع سعر الفائدة مما ساهم في رفع جاذبية السندات للاستثمار.

الجدول رقم (32): تطور السيولة في سوق السندات الصيني خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يوان).

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الناتج المحلي الإجمالي	102398	116894	136845	183868	211923	249530
حجم التعاملات	3324	6213	5032	2800	1800	11510
معدل التداول %	3.24	5.31	3.67	1.52	0.84	4.61

Source: Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

الفرع الثالث: سوق المستقبليات

لم يكن يوجد في الصين، قبل سنة 1994م، إطار قانوني وتنظيمي يتحكم أو يشرف على سوق العقود المستقبلية، وكباقي الدول الناشئة عرف سوق المستقبليات حينها رواجا وتوسعا كبيرا وإقبالا واسعا عليه، ولكن بقي نفس المنتج يتداول في كل الأسواق الناشئة وبشروط غير معقولة، وكان التبادل يتم في غياب أنظمة إدارة مناسبة وبعدم الانضباط.

في سنة 1994م، كلفت لجنة تنظيم الأوراق المالية بتنظيم والإشراف على سوق المستقبليات وإصلاحه، ويضم سوق العقود المستقبلية في سنة 2011م ثلاث بورصات؛ هي بورصة شنغهاي للعقود المستقبلية (SHFE) وبورصة زهانغ لسوق السلع (ZCE) وبورصة داليان للسلع (DCE)، كما يضم سوق المستقبليات 180 وسيطا.

وضعت الدولة رقابة صارمة على العمليات المستقبلية في الخارج، ويسمح بها فقط في حالة تدخل أطراف صينية فيها وتحت موافقة مجلس الدولة وترخيص من لجنة تنظيم الأوراق المالية ولأغراض التحوط فقط، أما العقود المستقبلية داخل الصين فيجب أن تكون تحت ترخيص لجنة تنظيم الأوراق المالية ولأغراض التحوط دون أغراض أخرى، فسوق المستقبليات يخضع لتنظيم محكم ورقابة صارمة.

أ- **التعاملات:** سجلت التعاملات في سوق المستقبليات ارتفاعا مستمرا، حيث ارتفع عدد العقود المستقبلية المتداولة في سنة 2003م ليصل إلى 279.92 مليون عقد ، فيما بلغ قيمتها 1083.9 مليار يوان صيني[1]. في سنة 2004م، ارتفع عدد العقود المستقبلية المتداولة ب 31.29 مليون عقد بمبلغ تعامل بلغ 1469.2 مليار يوان صيني[2]، وقد جاءت هذه الزيادة في التعاملات بغرض الحيطة والاحتراز من أي تقلب يصيب أسعار الأسهم والسندات وأسعار السلع، خاصة بعد أن شهدت الأسواق المالية تقلبات في مؤشراتها، فيما جاءت قيمة التعاملات في المشتقات اقل من قيمة الناتج المحلي الإجمالي نظرا للرقابة الحكومية الصارمة على أسواق المشتقات والتي تسمح بعدم المبالغة في قيمة العقد بما لا يتيح مجال للمضاربة، كما تجدر الإشارة إلى أن سوق المشتقات قد سلك نفس الاتجاه الصعودي الذي عرفة الاقتصاد الصيني. بنهاية سنة 2005م، ارتفع عدد العقود المستقبلية بنسبة 5.62% فيما سجلت قيمة العقود المستقبلية المتداولة انخفاضا بنسبة 8.48% بمبلغ إجمالي بلغ 13446 مليار يوان[3] نتيجة انخفاض النشاط في سوق الأسهم والسندات، ذلك أن الرقابة المشددة على سوق المستقبليات سمح بان يسلك السوق نفس اتجاه سوق

1 – Annual report of CSRC, 2003, P 36.

2 – Annual report of CSRC, 2004, P 31.

3 – Annual report of CSRC, 2005, P 38.

الأسهم، فسوق المشتقات في هذه السنة سلك نفس الاتجاه النزولي للسوق المالي الصيني والاقتصاد الصيني ككل.

في 8 سبتمبر 2006م، تم إنشاء بورصة المستقبليات الصينية CFFE في شنغهاي بالاشتراك مع البورصات الثلاثة التي تتداول فيها العقود المستقبلية، وقد جاءت كخطوة أخرى في طريق الإصلاحات العميقة التي تقوم بها الحكومة الصينية في مجال إصلاح سوق رأس المال وتحسين هياكل السوق وتعزيز تنافسيته وشفافيته وذلك بتوحيد أسواق المستقبليات وربطها بعضها ببعض بما يمكن السلطات الصينية من إحكام الرقابة أكثر على هذه الأسواق.

عرفت العقود المستقبلية ارتفاعا في سنة 2006م، حيث بلغت قيمة العقود المتداولة 21004 مليار يوان[1]. في سنة 2007م، تواصلت إصلاحات سوق المال في الصين وذلك بإضافة 4 مواد أولية جديدة لسوق المستقبليات، حيث عرف عدد العقود المستقبلية المتداولة بنهاية سنة 2007م ارتفاعا بنسبة 61.96% فيما سجلت قيمة العقود المتداولة ارتفاعا بنسبة 58.02% بقيمة وصلت إلى 41 تريليون يوان صيني[2]، مدفوعة بارتفاع النشاط الاقتصادي في هذه السنة وانتعاش الأسواق المالية.

الجدول رقم (33): تطور التعاملات في سوق المستقبليات الصيني خلال الفترة 2002-2007م.

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
عدد العقود المستقبلية (بمليون عقد)	139.43	279.92	305.67	322.874	449.474	728
التطور %	141.16	29.10	31.29	5.62	39.21	61.96
حجم التعامل	394.9	1083.96	14692.5	13446.2	21004.6	41000

1 - Annual report of CSRC, 2006, P 39.

2 - Annual report of CSRC, 2007, P 13.

(بمليار يوان)						
التطور %	101.46	127.46	181.54	-8.48	56.21	58.02

Source: Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007

ب- السيولة: يشير معدل التداول إلى ارتفاع السيولة في سوق المستقبليات الصيني خلال الفترة 2002-2004م نتيجة ارتفاع التعاملات بنسبة تفوق تلك المسجلة في الناتج المحلي الإجمالي فيما انخفضت السيولة في السوق في سنة 2005م، ولكن عاودت الارتفاع في الأسواق ابتداء من سنة 2006م و2007م، والجدير بالملاحظة أن السيولة في سوق المستقبليات قد سلك نفس الاتجاه الذي سلكته السيولة في سوق الأسهم واتجاه الناتج المحلي الإجمالي مما يعكس حجم الارتباط الكبير بين سوق المستقبليات وسوق الأسهم والناتج المحلي الإجمالي.

الجدول رقم (34): تطور السيولة في سوق المستقبليات الصيني خلال الفترة 2002-2007م.

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007
الناتج المحلي الإجمالي	102398	116894	136845	183868	211923	249530
حجم التعامل (بمليار يوان)	394.9028	1083.96	14692.5	13446.2	21004.6	41000
معدل التداول %	0.38	0.92	10.93	7.31	9.91	16.43

Source: Annual reports of CSRC, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007

المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام المالي والمؤشرات الاقتصادية في فرنسا والصين

المطلب الأول: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام المالي الفرنسي

أثرت الأزمة المالية العالمية 2008م التي نشأت من القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية في سبتمبر 2007م على أداء القطاع المالي وأداء الاقتصاد الفرنسي ككل.

الفرع الأول: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على السوق المالي

تحركت سلطة الأوراق المالية الفرنسية في سنة 2008م وكثفت من عملها و نشاطها، كما كثفت من تعاونها مع السلطات النقدية الفرنسية والدولية؛ وذلك لسببين:

-أن الأزمة المالية 2007م هي أزمة دولية بامتياز، فقد شملت كافة الدول خاصة منها الدول الغربية.

-السوق المالي الأوروبي الموحد والذي ينتمي إليه السوق المالي الفرنسي هو سوق مندمج مع بورصة نيويورك.

لذلك فسلطة الأسواق المالية اعتمدت في برنامج عملها لسنة 2008م على التعاون وتبادل المعلومات مع باقي الأسواق المالية الأوروبية والأمريكية واعتمدت على معايير جديدة للرقابة والشفافية كما كثفت من أنشطتها الرقابية، التأديبية والعقابية وكذلك اعتمدت معايير جديدة للمحاسبة.

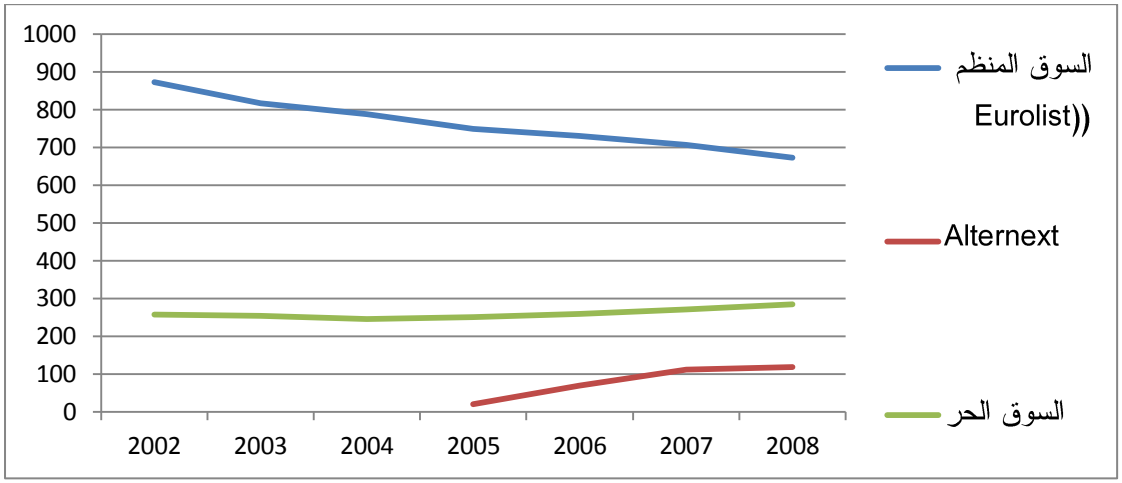
أ- **سوق الأسهم:** كان لأزمة الرهن العقاري في سبتمبر 2007م تأثيرا كبيرا على سوق الأسهم حيث سجلت التعاملات والمؤشرات في عام 2008م انخفاضات تاريخية وتقلبات وصلت إلى معدلات قياسية، فضلا عن تراجع عمليات الاندماج والاستحواذ.

1-عدد الشركات المدرجة: انخفض عدد الشركات المدرجة في السوق المنظم Eurolist خلال سنة 2008م، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة إلى 673 شركة، أما سوق Alternext فقد ارتفع فيه عدد الشركات المدرجة إلى 119 شركة، وبخصوص السوق الحر فقد ارتفع عدد الشركات المدرجة فيه إلى 285 شركة، حيث كانت الأسواق الغير المنظمة أكبر المستفيدين من

الأزمة المالية العالمية نتيجة أزمة الثقة والمخاوف لدى الشركات من الأسواق المنظمة التي شهدت تقلبات حادة بفعل الصدمة المالية لأزمة الرهن العقاري وتراجع البنوك في منح القروض بفعل انخفاض السيولة لديها وتحقيقها خسائر، فلجات الشركات إلى السوق الغير المنظم للحصول منه على الأموال ، أما الشركات الصغيرة والمتوسطة فقد لجأت إلى السوق المالي من اجل الحصول على التمويل اللازم نظرا لشح المصادر التمويلية من البنوك والتي ترددت في إقراضها نظرا لشح السيولة لديها[1].

الشكل رقم (17): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الفرنسي

خلال الفترة 2002-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (10) و(35).

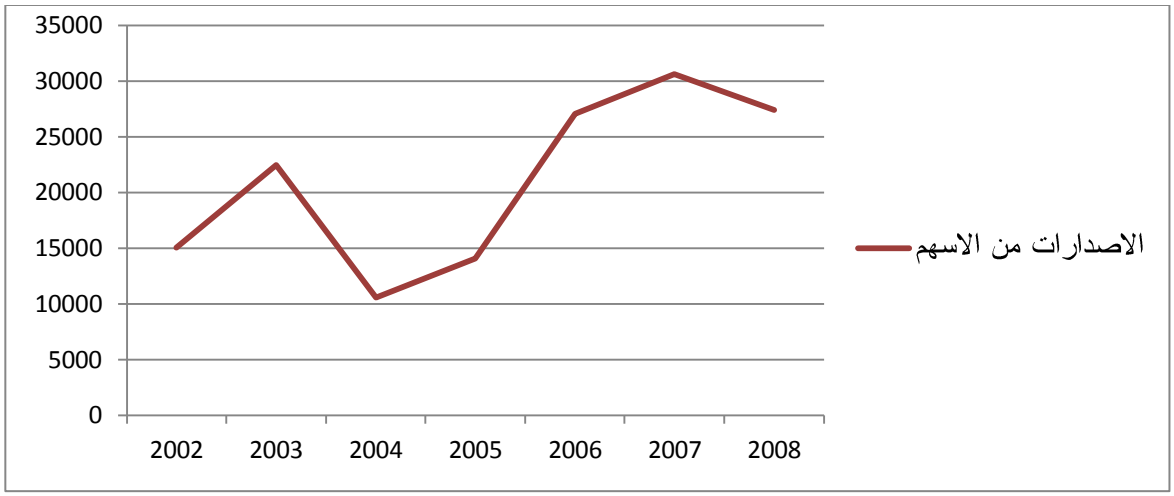
2-الإصدارات: أدى تسارع وتيرة الأزمة المالية العالمية في سنة 2008م وما أفرزته من خسائر هامة في القطاع المالي وتراجع النشاط الاقتصادي وتزايد مخاوف المستثمرين من تحول الأزمة إلى أزمة نظامية للقطاع المالي والنتائج المخيبة للآمال الشركات المالية، التي كانت إلى وقت قريب من أهم الشركات في السوق المالي، وانهيار أكبر البنوك الأمريكية والمتاعب المالية التي عانت منها البنوك الفرنسية ،نظرا للأرباح الكبيرة والمتواصلة وفروعها الكبيرة المنتشرة حول العالم وعدد عمالها الكبير، كل هذه الأنباء إلى فقدان الثقة في السوق المالي.[2] مع انتشار الأزمة إلى

1 - Rapport Annuel de AMF, 2008, P 46.

2-التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2008، ص 21.

القطاع البنكي وشركات اقتصادية كثيرة وانخفاض حاد في التعاملات وأسعار الأسهم، سارعت الشركات والمؤسسات إلى خفض إصداراتها من الأسهم إلى 27.4 مليار يورو أي بانخفاض نسبته 10% عن سنة 2007م خوفا من انخفاض في أسعار الأسهم التي قد تصدرها في السوق الأولي وكذلك الشروع في إعادة رسملة المؤسسات المالية الجارية وانخفاض عمليات الاندماج والاستحواذ[1].

الشكل رقم (18): تطور إصدارات الشركات من الأسهم في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (11) و(35).

3- التعاملات: ازدادت الصعوبات المالية التي تواجهها البنوك والمؤسسات المالية في سنة 2008م والناتجة عن انهيار سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، ما أدى إلى أزمة مالية غير مسبوقة أصبحت تهدد النظام المالي الدولي. وبإفلاس بنك "ليمان بروذرز" اكتسح جو عام من الريبة والحذر وانهيار الثقة لدى المتعاملين والمستثمرين في الأسواق المالية نتج عنه تقلبات حادة في الأسواق المالية[2]، فقد أدت الأخطاء الجسيمة للإداريين في البنوك والمجازفة الخطيرة الغير مدروسة منهم إلى خسائر هامة للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى بالإضافة إلى عدم إفصاح البنوك والمؤسسات المالية عن خسائرها الناتجة عن الأصول المتعثرة ، وترددها في تبادل السيولة

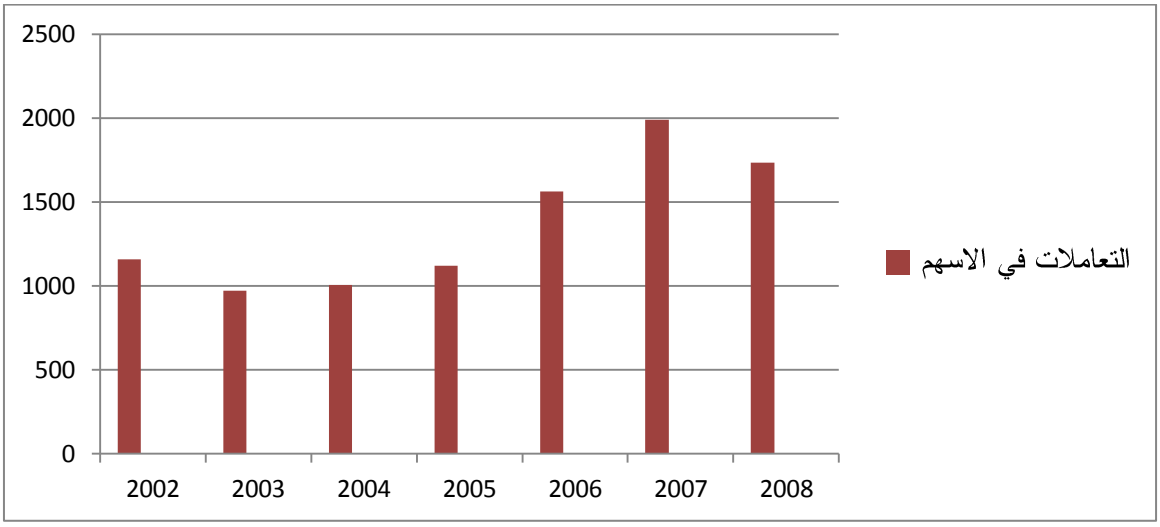
1 - Rapport Annuel de A M F, 2008, P 47.

2- التقرير السنوي لبنك المغرب، 2008، ص 25.

بينها بالرغم من تدخل الحكومات ومنها الحكومة الفرنسية، إلى طمئنت الأسواق المالية بضخ سيولة كبيرة في البنوك وشراء الأصول المتعثرة مقابل امتلاك جزء من رأسمالها،[1] إلى انخفاض التعاملات في سنة 2008م بنسبة 12.9% لتصل قيمة التعاملات إلى 1.7 تريليون يورو[2].

الشكل رقم (19): تطور التعاملات في الأسهم في السوق المالي الفرنسي

خلال الفترة 2002-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (12) و(35).

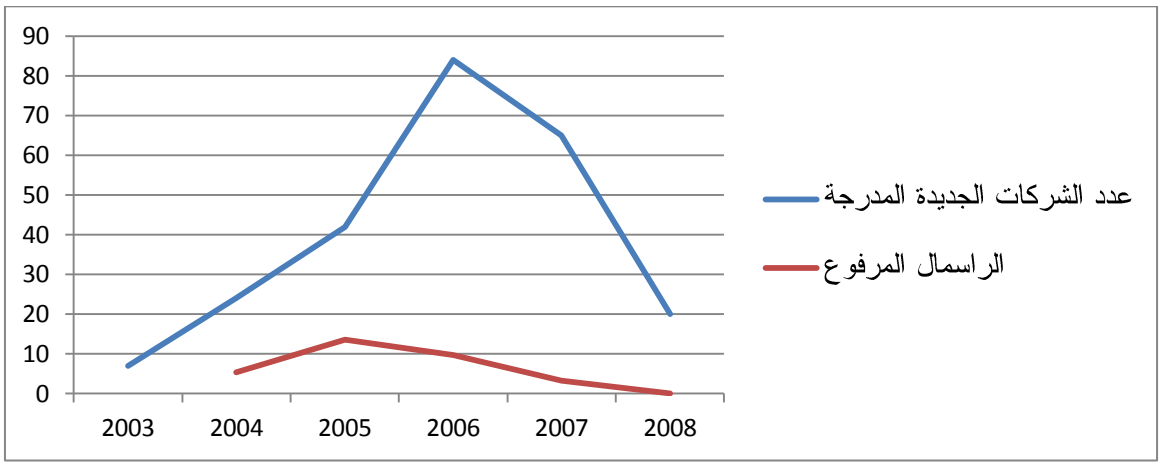
4- **إيرادات المؤسسات من السوق المالي:** انخفض عدد الشركات الجديدة المدرجة في سنة 2008م إلى 20 شركة فقط، أما الرأسمال المتأتي من هذه العملية فلم يتجاوز 62 مليون يورو، حيث تصاعدت المخاوف لدى المؤسسات والشركات الناجمة عن فقدان الثقة في السوق المالي إضافة إلى تباطؤ الاقتصاد الفرنسي وانخفاض التعاملات وأسعار الأسهم، مما أدى بالشركات إلى التردد في الإدراج وانخفاض قيمة الأموال التي قد تتحصل عليها من طرح أسهم جديدة.

1- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2008، ص 16.

2 - Rapport Annuel de AMF, 2005, P 50.

الشكل رقم (20): تطور إيرادات الشركات من السوق المالي الفرنسي

خلال الفترة 2003-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (13) و(35)..

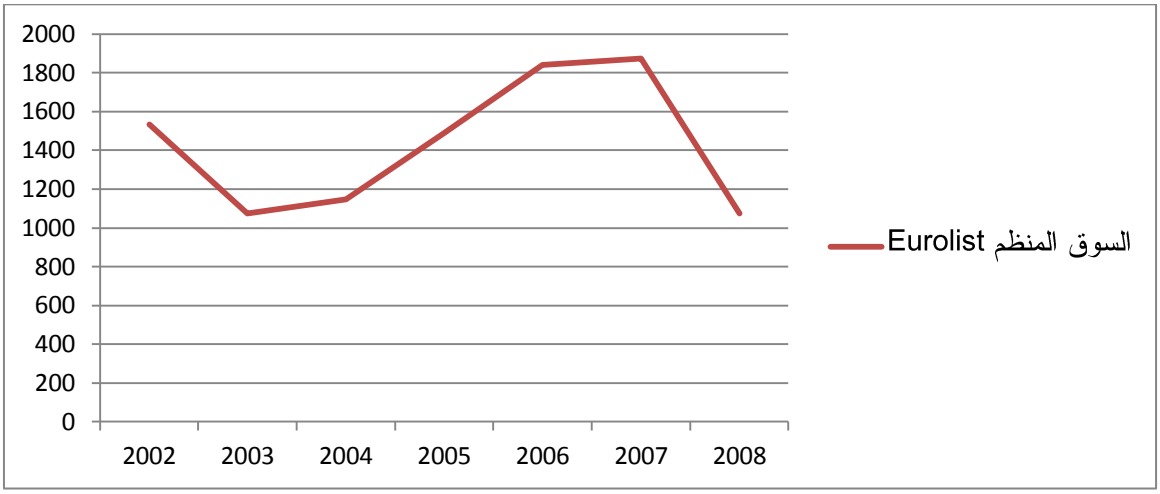
5- **الرسملة السوقية:** انخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم الفرنسي في سنة 2008م، كباقي الأسواق المالية العالمية، بنسبة 42.7% لتصل 1073.6 مليار يورو، كما انخفضت نسبة القيمة السوقية لسوق الأسهم من الناتج المحلي الإجمالي إلى 55% متأثرة بانخفاض قيمة الأسهم وانخفاض عدد الشركات المدرجة والناتج المحلي الإجمالي[1]، حيث ساهم ارتفاع مكافأة الخطر وفوارق أسعار الفائدة لمستويات قياسية إلى خلق صعوبات في الحصول على التمويل وانهيار أسعار أصول المؤسسات خاصة منها المؤسسات المالية وانخفاض الإقبال على الأسواق المالية والتي أصبحت في نظر الكثير ومصدر أزمة وخسارة في حال توظيف استثمارات فيها[2].

1 - Rapport Annuel de AMF, 2008, P 52.

2- التقرير السنوي لبنك المغرب، المغرب، 2008، ص 25.

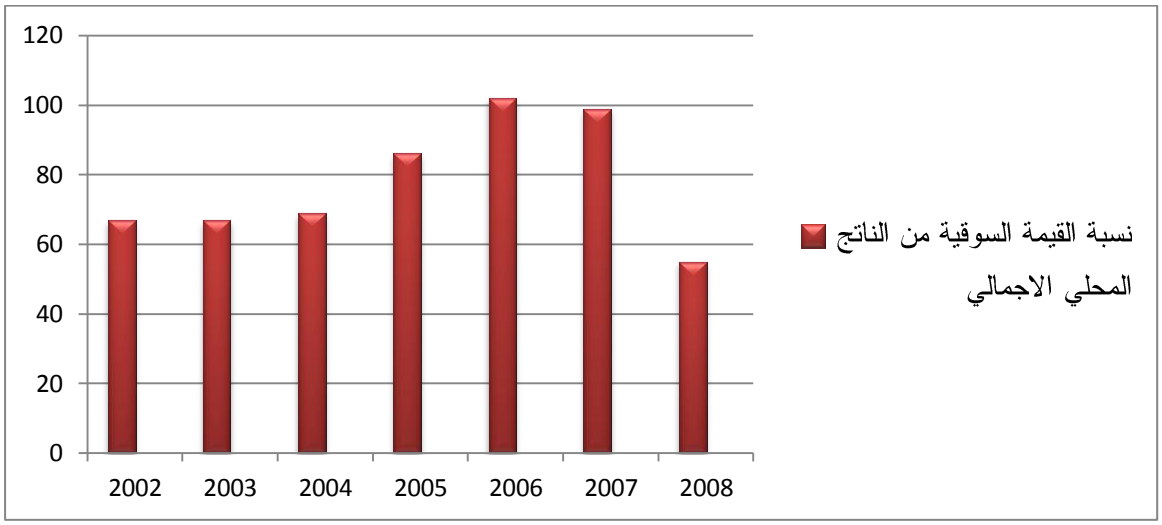
الشكل رقم (21): تطور قيمة الرسملة السوقية للسوق المنظم Eurolist

خلال الفترة 2002-2008م



الشكل رقم (22): تطور نسبة القيمة السوقية للسوق المنظم Eurolist

من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2002-2008م

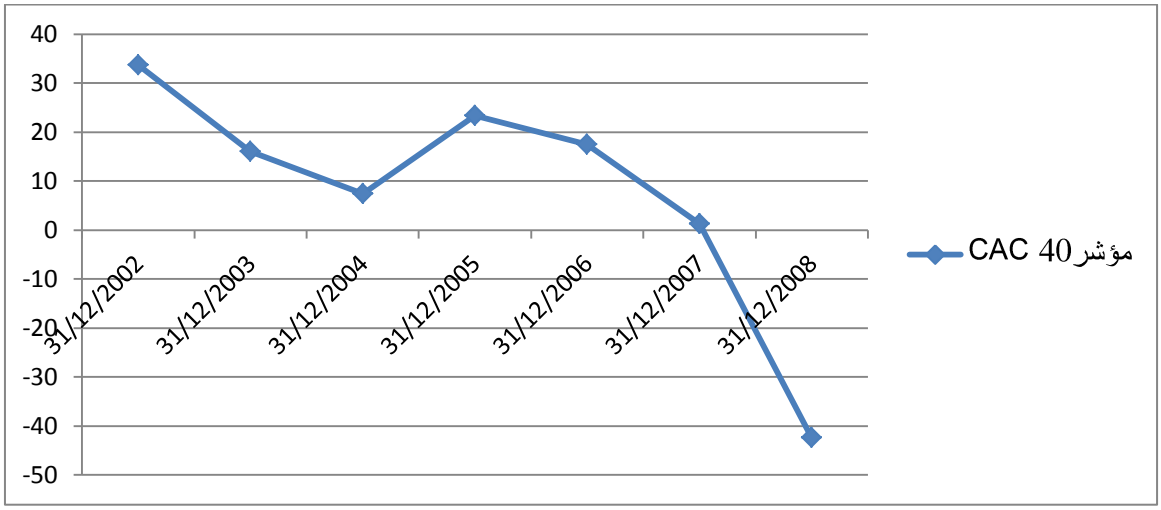


المصدر: تم إعدادهما بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (14) و(35).

6- مؤشر CAC 40: انعكست الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الأسهم الفرنسي، ويظهر ذلك جليا في مؤشر السوق CAC 40، حيث سجل في سنة 2008م انخفاضا حادا بنسبة 42.4% وتسجيله تقلبات حادة على مدار السنة، نظرا لان اكبر المجموعات البنكية في فرنسا تدخل في حساب المؤشر والتي عرفت الطلب على أسهمها انخفاضا حادا. ويجدر بالذكر أن انخفاض

الطلب على أسهم المؤسسات المالية قد أدى إلى خفض البنوك لنشاطها الإقراضي مما أدى إلى انتشار توقعات بانهيار مؤسسات اقتصادية أخرى، وهو ما تم فعلا حيث أعلنت شركات اقتصادية عن تسريحها أعداد كبيرة من عمالها نتيجة انخفاض النشاط الاقتصادي[1].

الشكل رقم (23): تطور مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2002-2008م

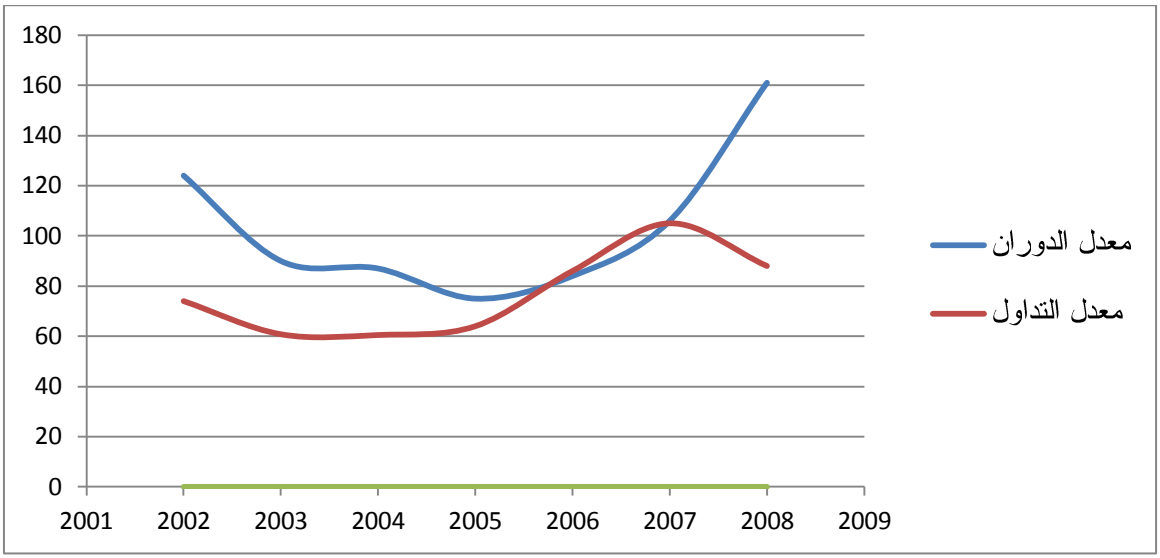


المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (15) و(35).

7- السيولة: يشير معدلا التداول والدوران في سنة 2008م إلى تفاقم أزمة السيولة داخل سوق الأسهم، إذ أصبح من الصعب تسييل الأسهم بسبب الإحجام عن التعامل في الأوراق المالية وانهيار ثقة المتعاملين والمستثمرين في السوق المالي وتدافع نحو بيع الأسهم خوفا من انهيار أسعارها بالرغم من تطمينات الحكومة الفرنسية والخطوات التي بذلتها في سبيل إعادة الثقة إلى السوق المالي مجددا.

1 - Rapport Annuel de A M F, 2008, P 58.

الشكل رقم (24): تطور سيولة سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (16) و(35)..

الجدول رقم (35): تطور سوق الأسهم الفرنسي خلال سنة 2008م.

السنة	2008
عدد الشركات المدرجة في Eurolist	673
عدد الشركات المدرجة في Alternext	119
عدد الشركات المدرجة في السوق الحر	285
الإصدارات من الأسهم (بمليون يورو).	27400
التعاملات في الأسهم (بمليار يورو)	1733.800
إيرادات المؤسسات (بمليون يورو)	62
الرسملة السوقية (بمليار يورو)	1073.6
مؤشر CAC 40 %	42.4-
الناتج المحلي الإجمالي (بمليار يورو)	1950.1
معدل الدوران %	161
معدل التداول %	88

Source: Rapport annuel de AMF 2008 & Rapport annuel de la banque de France 2008 & INSEE

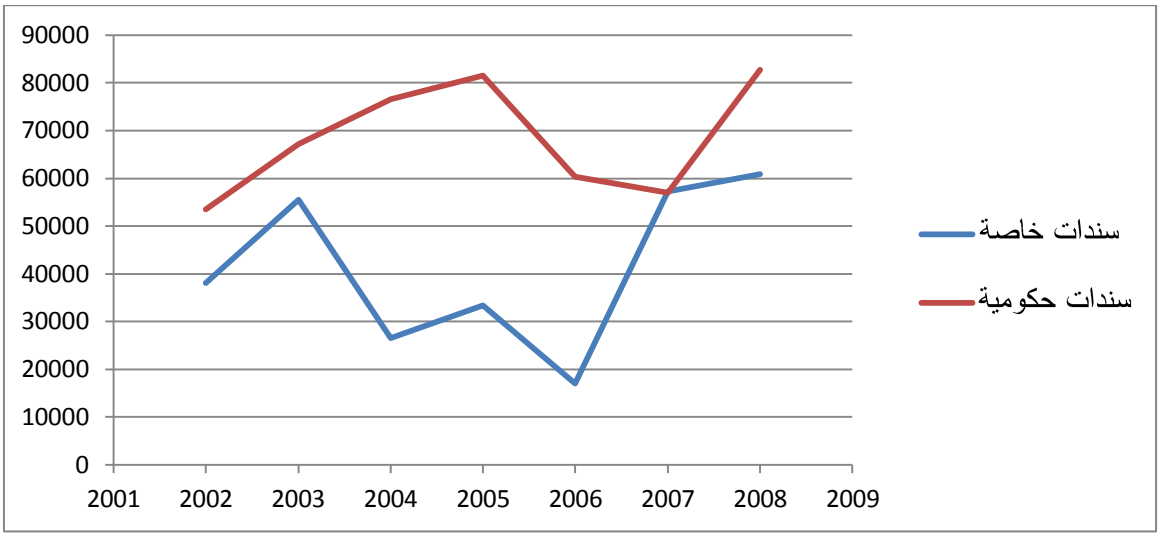
ب- سوق السندات

1- الإصدارات: عرف سوق السندات خلال سنة 2008م تقلبات حادة، حيث تأثرت كثيرا بالوضع المالي للمؤسسات المالية في أوروبا وفي الولايات المتحدة الأمريكية التي اقتربت من حافة الإفلاس، وكذلك التوقعات بانخفاض النمو الاقتصادي العالمي والأمريكي وانخفاض الإقبال على الأسواق المالية وتخفيض الحكومة لأسعار الفائدة إلى مستويات متدنية، حيث تراجعت الحركة والنشاط في سوق السندات الفرنسية[1]، فبعد فترة تذبذب وانخفاض في نشاط السوق في الثلاثي الأول من السنة عرف السوق في شهر مارس وجوان تحسن وتطور خاص في تداول السندات الحكومية ذات أجل 10 سنوات بعد عودة التفاؤل إلى المستثمرين بتحسن الأوضاع الاقتصادية، وفي الفترة الممتدة من شهر أوت وديسمبر ساد الاضطراب، حيث انخفض حجم التعاملات متأثرا بالانخفاض المسجل في سوق السندات الأمريكي وذلك على خلفية نشر بيانات اقتصادية تشير إلى تراجع النمو الاقتصادي ومتاعب القطاع المالي والتي تسربت إلى منطقة اليورو[2]، ولمواجهة الوضعية قام البنك المركزي الفرنسي بضخ مبالغ مالية ضخمة على شكل سندات لتنشيط السوق وللحصول على التمويل اللازم لتغطية التزاماتها المتزايدة من إعانات البطالة وتمويل خططها المالية الضخمة التي تستهدف ضخ سيولة كبيرة في القطاع البنكي من جهة ومحاربة التضخم من جهة أخرى، حيث بلغت الإصدارات الحكومية من السندات 82.7 مليار يورو وتبعها القطاع الخاص برفع إصداراته من السندات بنسبة 6.5% كمحاولة للحصول على السيولة مع ركود سوق الأسهم، ولكن أغلب الإصدارات جاءت من البنوك التي لجأت إلى رفع إصداراتها للحصول على السيولة التي تعاني من ندرتها ابتداء من أكتوبر 2007م.

1 - Rapport Annuel de AMF, 2008, P 26

2- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2008، ص 26.

الشكل رقم (25): تطور الإصدارات في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (17) و(36).

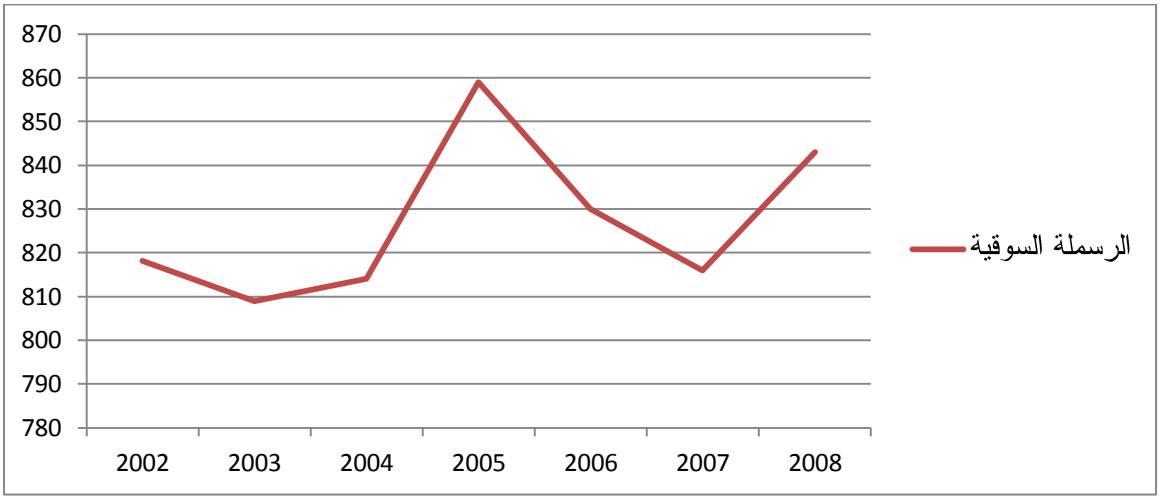
2- التعاملات: بالرغم من قيام الحكومة والشركات بالرفع من إصداراتهم من السندات بغرض الحصول على السيولة، إلا أن الإقبال على تداول السندات لم يكن في مستوى التوقعات حيث سجلت التعاملات في سنة 2008م انخفاضا بنسبة 25.64% لتصل القيمة إلى 2.9 مليار يورو متأثرا بحالة الشك من قدرة الشركات على الوفاء بالتزاماتها ورد قيمة السندات ومعها الفوائد، حيث ساد حالة من عدم الثقة في كل الشركات المصدرة للسندات، خاصة وان أسهمها تشهد انخفاضا في أسعارها، أما بخصوص السندات الحكومية فقد انخفض التعامل عليها مدفوعا بارتفاع معدل التضخم وإقدام الحكومة على خفض أسعار الفائدة بما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للسندات.

3- القيمة السوقية: بالرغم من الأموال الضخمة التي ضخها البنك المركزي الفرنسي ورفع الإصدارات من السندات الحكومية والخاصة، إلا أن القيمة السوقية لسوق السندات ارتفعت بنسبة 3.4% فقط، ويرجع ذلك إلى خفض سعر الفائدة قصيرة وطويلة الأجل وارتفاع معدل التضخم التي أفقدت المستثمرين الرغبة في التعامل في السندات، وزادت المخاوف من إفلاس المؤسسات المالية

وتباطؤ الاقتصاد المالي العالمي، ما أدى إلى انخفاض قيمة السندات، حيث بلغت القيمة السوقية لسوق السندات الفرنسي بنهاية سنة 2008م .843.8 مليار يورو[1].

الشكل رقم (26): تطور قيمة الرسملة السوقية لسوق السندات الفرنسي

خلال الفترة 2002-2008م

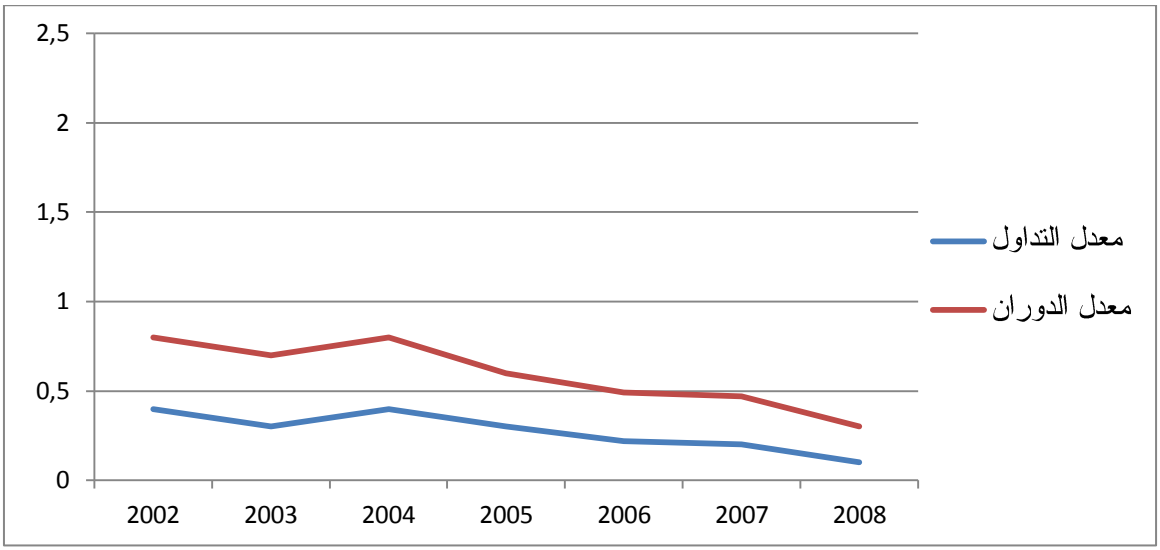


المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (19) و(36).

3-السيولة: زادت الأزمة المالية العالمية من أزمة السيولة في سوق السندات، حيث يشير معدلا التداول والدوران إلى انخفاض السيولة بسبب انخفاض التعاملات في السوق بنسبة تفوق الارتفاع المسجل في القيمة السوقية، فسجلت القيمة السوقية انخفاضا نتيجة انخفاض الطلب بانخفاض الإقبال على السوق المالي عامة وارتفاع عروض البيع خوفا من انخفاض اكبر للقيمة الحقيقية للسندات وتزايد الشكوك من إفلاس مزيد من الشركات المصدرة للسندات.

1 – Rapport Annuel de AMF, 2008, P 40

الشكل رقم (27): تطور السيولة في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (20) و(36).

الجدول رقم (36): تطور سوق السندات الفرنسي في سنة 2008م.

السنة	2008
إصدارات السندات الحكومية (بمليون يورو)	82700
إصدارات السندات الخاصة (بمليون يورو)	60900
حجم التعامل (بمليار يورو)	2.9
الرسملة السوقية (بمليار يورو)	843
الناتج المحلي الإجمالي (بمليار يورو)	1950
معدل التداول %	0.1
معدل الدوران %	0.3

Source: Rapport annuel de AMF, 2008 & INSEE.

ت- سوق المشتقات المالية: أدى تطور السيولة الكبير المتأتية من ارتفاع أسعار البترول والمواد الأولية والفائض التجاري لميزان المدفوعات للبلدان الصاعدة والدول المصدرة للبترول خلال السنوات التي سبقت أزمة الرهن العقاري في سبتمبر 2007م، إلى قيام متدخلون في الأسواق المالية بمضاربات وعمليات مالية لتحقيق مكاسب مالية كبيرة بغض النظر عن قيمة الأصول الحقيقية التي يتعاملون فيها وقبولهم لحجم المخاطرة الكبير والتقييم الغير الصحيح لتلك المخاطر، حيث سبق ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م فترة تميزت بنمو اقتصادي معتبر وتحقيق القطاع المالي لمردودية مرتفعة وارتفاع أسعار أصولها، وفي ظل هذه الظروف تم إطلاق منتجات مالية مبتكرة والتوسع في تداولها والإقبال عليها نظرا لأنها تقوم بتقسيم المخاطر على قاعدة أوسع بما في ذلك خارج القطاع المالي.

بظهور الأزمة المالية العالمية 2008م في سبتمبر 2007م، ثبت التقييم الخاطئ للمخاطر المتأتية من المشتقات وما نتج عنه من انخفاض في قيمة الأصول التي تدخل في عقود المشتقات كما تبين أن الضمانات التي منحتها شركات التأمين لم تكن كافية لتغطية المخاطر الحقيقية.[1] أدى انخفاض قيمة الأسهم والمؤشرات وكذا التباطؤ الكبير في النمو الاقتصادي إلى الإقبال أكثر على المشتقات المالية لأغراض التحوط والمضاربة، حيث ازداد الطلب على هذه العقود بغرض الاستفادة من الفرق بين قيمة الأصول التي تدخل في تكوين العقود والقيمة الحقيقية لها حين حلول آجال العقود أي المضاربة على عقود آجلة في ظل الانقلابات التي تشهدها الأسواق المالية وعدم وضوح الرؤيا حيث ارتفع عدد عقود الخيارات في سنة 2008م في منطقة اليورو إلى 438.2 مليون عقد، فيما سجل عدد عقود المستقبليات المالية ارتفاعا إلى 598.2 مليون عقد، وجاء هذا الارتفاع بعيدا عن الانخفاض الذي سجله الاقتصاد الفرنسي والأوروبي.[2]

1- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2008، ص 15.

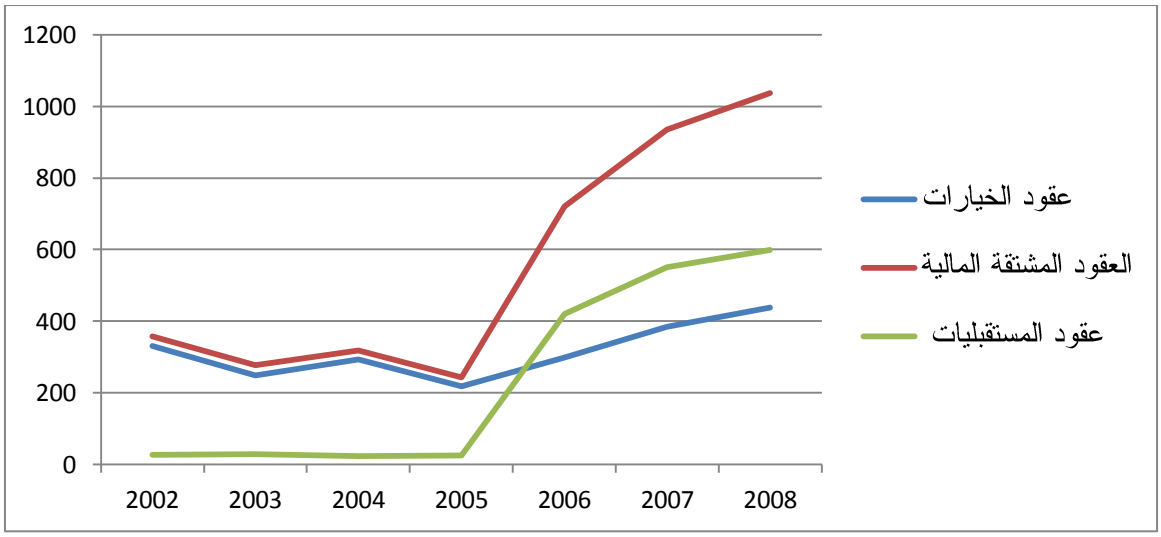
2 - Rapport Annuel de AMF, 2008, P 60

الجدول رقم (37): تطور عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في منطقة اليورو في سنة 2008م (بمليون عقد).

السنة	2008
عقود الخيارات	438.2
– على الأسهم	184.1
– على المؤشرات	66.9
– على سعر الفائدة	187.2
عقود المستقبليات أو العقود المغلقة	598.2
– على الأسهم	124.5
– على المؤشرات	106.1
– على سعر الفائدة	367.7
عدد العقود المشتقة المالية	1036.5

Source: Rapport annuel de AMF, 2008.

الشكل رقم (28): تطور عدد عقود المشتقات المالية المتداولة خلال الفترة 2002-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (21) و(37).

الفرع الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام البنكي

يعتبر النظام البنكي الفرنسي من الأنظمة القليلة التي عرفت استقرار، كما يعتبر من الأنظمة البنكية القليلة في العالم التي واجهت أزمات مالية أو تجاوزتها بقدر أقل من الأضرار[1].

يتألف النظام البنكي من مؤسسات الإقراض التي تضم البنوك، بنوك مشتركة أو تعاونية صناديق القرض البلدي، الشركات المالية وشركات مالية مختصة[2]. وسنتطرق في الآتي إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام البنكي وذلك خلال الفترة الممتدة من 2005م إلى 2008م.

أ-الإدراج في البورصة: في نهاية سنة 2005م، كانت 38 مؤسسة اقراض مدرجة في البورصة، وتعد أكبر المجموعات البنكية من أهم الشركات والمؤسسات المدرجة في بورصة Euronext paris، وشكلت مؤسسات الإقراض في هذه السنة 21.7% من الرسملة السوقية الكلية للبورصة واستحوذت البنوك وحدها على 10.4% من رسملة السوق المالي الكلية، فقد اعتمدت البنوك في زيادة وزنها في السوق على عمليات الاندماج والاستحواذ[3].

في سنة 2006م، كان عدد مؤسسات الإقراض المدرجة في البورصة 33 مؤسسة كما ارتفعت رسملتها السوقية إلى 24% من رسملة السوق الكلية، ويرجع ذلك إلى الطلب المتزايد على أسهمها نظرا للنتائج والأرباح الصافية الجذابة في سنة 2005م وكذلك النشاط الذي عرفه السوق المالي في سنة 2006م.[4]

في سنة 2007م، سجل عدد مؤسسات الإقراض المدرجة في البورصة انخفاضا بمؤسسة واحدة فيما سجلت القيمة السوقية لها انخفاضا حيث بلغت 19.6% من قيمة السوق الإجمالي[5]. في سنة 2008م، ورغم الأزمة المالية العالمية 2008م، إلا أن المؤسسات الإقراضية حافظت على

---

1 – Fréderic Mishkin, OP, P 461.

2 – Rapport Annuel de la commission bancaire, France, 2005, P23.

3 – Rapport Annuel de la comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement CECEI, 2005, P 113.

4 – Rapport Annuel de CECEI, 2006, P 117.

5 – Rapport Annuel de CECEI, 2007, P 104.

عددها في السوق المالي الفرنسي، فيما سجلت قيمتها السوقية داخل البورصة انخفاضا إلى 16.5%، حيث كانت البنوك أكبر المتضررين من أزمة الثقة في النظام المالي والتي تجسدت في انخفاض الطلب على أسهمها والذي قابله عرض اكبر بسبب النتائج المخيبة للآمال للبنوك الفرنسية[1].

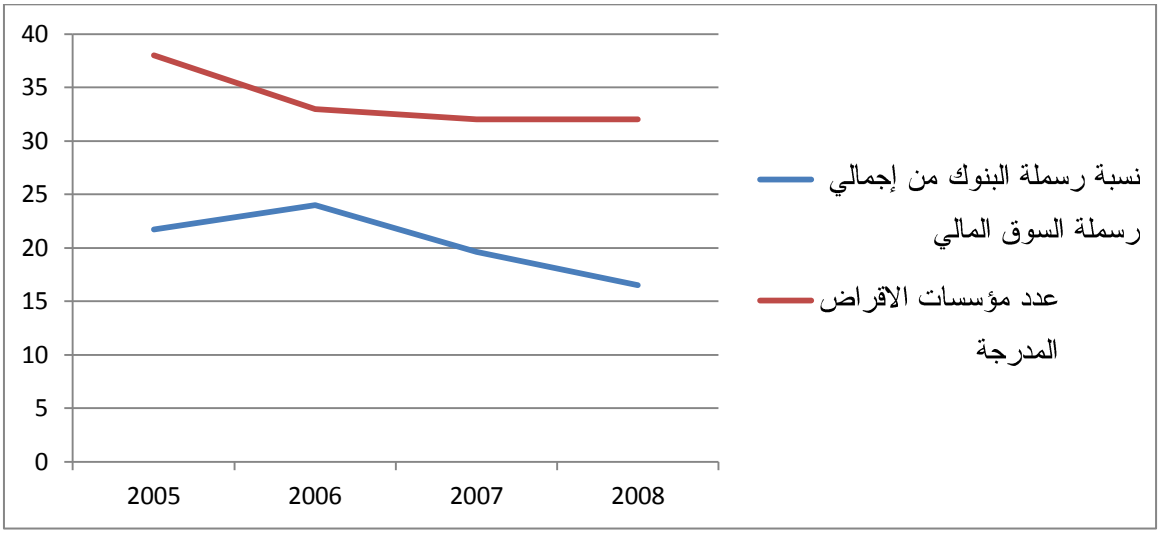
الجدول رقم (38): عدد مؤسسات الإقراض المدرجة في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2005-2008م.

السنوات	2005	2006	2007	2008
البنوك التجارية	14	12	12	12
البنوك التعاونية	17	17	16	16
شركات مالية	16	4	4	4
شركات مالية مختصة	1	-	-	-
المجموع	38	33	32	32
في Eurolist	36	31	30	30
في السوق الحر	2	2	2	2
نسبة رسملة البنوك من إجمالي رسملة السوق المالي %	21.7	24	19.6	16.5

Source: Rapport annuels de CECEI, 2005, 2006, 2007, 2008.

1 - Rapport Annuel de CECEI, 2008, P 103.

الشكل رقم (29): تطور عدد مؤسسات الإقراض المدرجة في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2005-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (38).

ب-عدد مؤسسات الإقراض في فرنسا: شهدت مؤسسات الإقراض، من حيث العدد، تطورا على مر السنوات، حيث انخفض عددها في سنة 2005م إلى 882 مؤسسة بعد أن سجل عددها، ويرجع ذلك إلى سياسة ترشيد هيكل النظام البنكي الجارية في فرنسا منذ بداية 1980م، وذلك للاستجابة لمتطلبات زيادة المنافسة وبناء السوق الأوروبية الموحدة[1]. في سنة 2006م، انخفض عدد مؤسسات الإقراض إلى 848 مؤسسة باندماج بنكين وسحب الترخيص من بنكين آخرين[2]، وواصل العدد في الانخفاض في سنة 2007م إلى 775 مؤسسة إقراض[3]. وفي سنة 2008م وصل العدد إلى 751 مؤسسة إقراض، فيما حافظت البنوك على هيكلها[4].

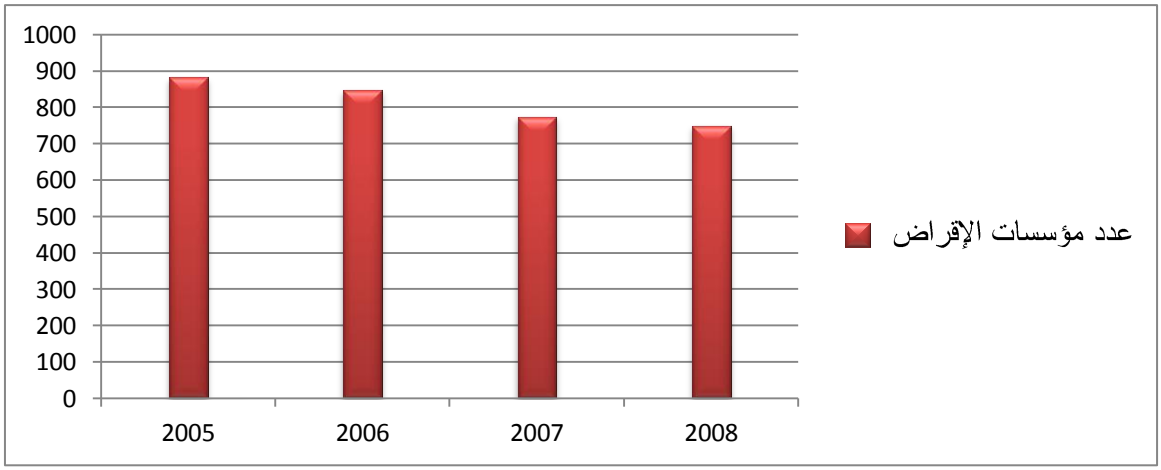
1 – Rapport Annuel de la commission bancaire, 2005, P 29.
2 – Rapport Annuel de la commission bancaire, 2006, P 30.
3 – Rapport Annuel de la commission bancaire, 2007, P 41.
4 – Rapport Annuel de la commission bancaire, 2008, P49.

الجدول رقم (39): عدد مؤسسات الإقراض العاملة في فرنسا خلال الفترة 2005-2008م.

السنوات	2005	2006	2007	2008
البنوك	318	315	316	316
بنوك تعاونية	124	120	110	104
صناديق القرض البلدي	21	20	19	19
شركات مالية	441	386	323	306
شركات مالية متخصصة	8	7	7	6
المجموع	882	848	775	751

Source: Rapports annuel de la commission bancaire, 2005, 2006, 2007, 2008.

الشكل رقم (30): تطور عدد مؤسسات الإقراض العاملة في فرنسا خلال الفترة 2005-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (39).

ت- موارد مؤسسات الإقراض: سجلت موارد مؤسسات الإقراض تطورا، ففي سنة 2005م ارتفعت موارد البنوك من الزبائن (عائلات ومؤسسات) إلى 1283.4 مليار يورو، أما الموارد المتأتية من محفظة الأوراق المالية وخاصة السندات فقد ارتفعت إلى 1975.5 مليار يورو[1].

في سنة 2006م، ارتفعت موارد مؤسسات الإقراض من الزبائن إلى 1483.9 مليار يورو أي بارتفاع بنسبة 17.8%، أما الموارد المتأتية من التعامل بالأوراق المالية فقد ارتفعت بنسبة 16.7%[2]. في عام 2007م، ارتفعت موارد المؤسسات الإقراضية المتأتية من الزبائن بنسبة 11.7% فيما سجلت المحفظة المالية ارتفاعا بنسبة 21.1% [3] .

كان للأزمة المالية العالمية 2008م تأثيرا عميقا على نشاط البنوك خاصة ومؤسسات الإقراض بصفة عامة، حيث أدى انهيار بنك "ليمان بروذرز" إلى تعميق المخاوف وتعزيز أزمة الثقة لدى المودعين، حيث سجلت موارد مؤسسات الإقراض ارتفاعا طفيفا في سنة 2008م بنسبة 7.6% فيما سجلت الموارد المتأتية من محفظة الأوراق المالية انخفاضا بنسبة 0.7% بسبب الانخفاض في نشاط سوق Euronext-paris وقيام البنك المركزي الفرنسي بتخفيض سعر الفائدة[4].

ث- القروض الممنوحة من مؤسسات الإقْراض: في سنة 2005م، ارتفعت القروض الممنوحة من مؤسسات الإقراض بنسبة 13.36% لتصل إلى 1627 مليار يورو[5]، وواصلت مؤسسات الإقراض الرفع من قروضها في سنة 2006م إلى 1884 مليار يورو أي بنسبة 17.4% وتأتي هذه الزيادة بسبب الطلب المتزايد على القروض بعد النمو المعتبر الذي سجله الناتج المحلي الاجمالي[6].

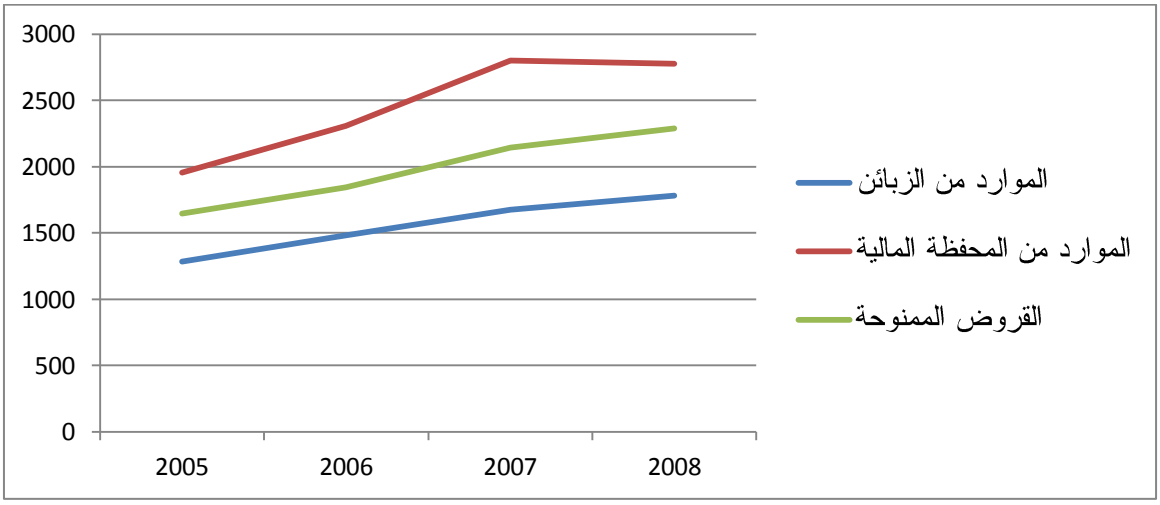
1 - Rapport Annuel de la commission bancaire, 2005, P51.
2 - Rapport Annuel de la commission bancaire, 2006, P47.
3 - Rapport Annuel de la commission bancaire, 2007, P33.
4 - Rapport Annuel de la commission bancaire, 2008, P23.
5 - Rapport Annuel de la commission bancaire, 2005, P42.
6 - Rapport Annuel de la commission bancaire, 2006, P47.

في سنة 2007م، عرفت القروض الممنوحة ارتفاعا بنسبة 16.5%، ويشار بالذكر إلى أن الفجوة بين نمو القروض ونمو الموارد بدأت بالاتساع ابتداء من سنة 1980م، إلا أن الفجوة بلغت مستوى قياسي في سنة 2007م[1].

في سنة 2008م، ولأول مرة منذ سنوات سجلت القروض ارتفاعا ضئيلا بنسبة 6.8% فقط يقل عن ذلك المسجل في الموارد، ويرجع ذلك إلى الأزمة المالية العالمية 2008م وانعكاساتها على نشاط مؤسسات الإقراض بانخفاض الطلب على القروض نظرا لتباطؤ الاقتصاد الفرنسي والعالمي، وما عمق من ذلك هو ارتفاع معدل الخطر على القروض والانخفاض الحاد في السيولة لدى البنوك والارتفاع الضعيف في مواردها الخاصة المتأتية من الأسواق المالية وكذا القروض ما بين البنوك واعتماد السلطات النقدية سياسة متشددة فيما يخص القروض، كل هذا عمق أزمة البنوك زيادة على الأزمة المالية التي تتعرض لها البنوك العالمية والتي لها فروع في فرنسا وخاصة منها الأمريكية[2].

الشكل رقم (31): تطور موارد وقروض مؤسسات الإقراض في فرنسا

خلال الفترة 2005-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (40).

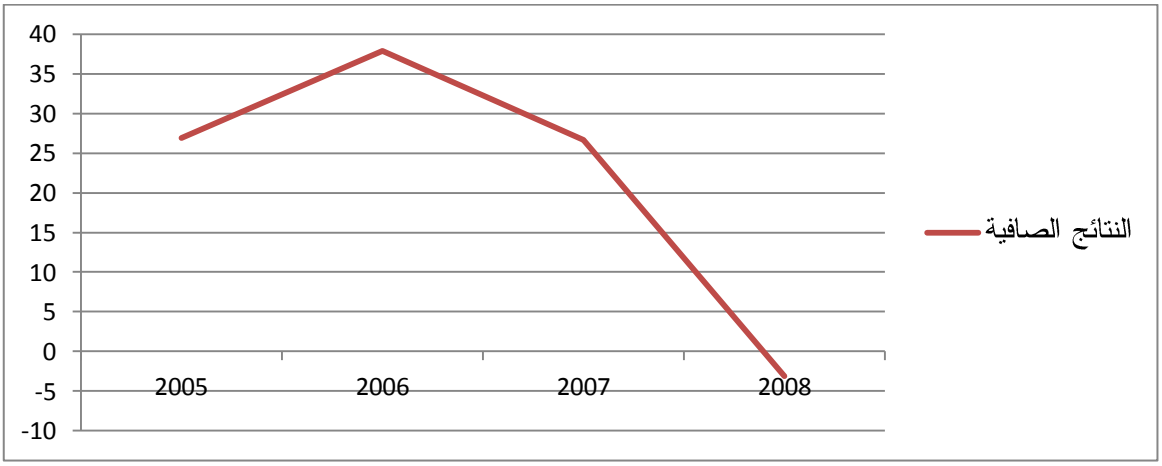
ج- النتائج الصافية: حققت مؤسسات الإقراض في سنة 2005م ارتفاعا في نتائجها الصافية بنسبة 17.4% عن سنة 2002م بقيمة وصلت إلى 26.9 مليار يورو، ويرجع ذلك إلى الانخفاض

1 - Rapport Annuel de la commission bancaire, 2007, P33.

2 - Rapport Annuel de la commission bancaire, 2008, P23.

في الديون المشكوك في تحصيلها[1]. في سنة 2006م، ارتفعت نتائجها الصافية إلى 37 مليار يورو[2] فيما سجلت سنة 2007م ظهور أزمة الرهن العقاري في النصف الثاني من السنة، حيث حققت مؤسسات الإقراض نتائج صافية ب 26.7 مليار يورو وبانخفاض نسبته 29.9%عن سنة 2006م، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل كرفع معدل الخطر على القروض وانخفاض السيولة في البنوك وزيادة القروض الممنوحة بنسبة تفوق تلك الحاصلة في مواردها متأثرة بالانتعاش الذي عرفته السوق المالي (توريق الديون) وإحجام العائلات والمؤسسات عن التعامل مع البنوك (ودائع) بسبب أزمة الثقة خاصة بعد وصول نبأ تعرض المؤسسات المالية الأمريكية لمتاعب مالية، والتي كانت تعد إلى وقت قليل سابق من أكثر البنوك الحاصلة على درجة الائتمان AAA في مجال جودة الائتمان والوضعية المالية الممتازة.[3] في سنة 2008م، تفاقمت مصاعب مؤسسات الإقراض حيث حققت بنهاية السنة خسائر ب 3.1 مليار يورو.[4]

الشكل رقم (32): تطور النتائج الصافية لمؤسسات الإقراض في فرنسا خلال الفترة 2005-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (40).

1 – Rapport Annuel de la commission bancaire, 2005, P105.
2 – Rapport Annuel de la commission bancaire, 2006, P106.
3 – Rapport Annuel de la commission bancaire, 2007, P35.
4 – Rapport Annuel de la commission bancaire, 2008, P23.

الجدول رقم (40): تطور موارد/قروض/ النتائج الصافية لمؤسسات الإقراض الفرنسية خلال الفترة 2005-2008م (بمليار يورو).

السنوات	2005	2006	2007	2008
الموارد من الزبائن	1283.3	1483.9	1675.1	1783
التطور %	10.9	7.84	11.7	7.6
الموارد من المحفظة المالية	1975.5	2309.8	2798.9	2777.5
التطور %	31.43	16.7	21.1	-0.7
القروض	1647	1844	2141.7	2288
التطور %	13.36	11.93	16.5	6.8
النتائج الصافية	26.9	37.9	26.7	-3.1
التطور %	17.46	40.9	-29.9	-

Source: Rapports annuel de la commission bancaire, 2005, 2006, 2007, 2008.

الفرع الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على المؤشرات الاقتصادية في فرنسا

تحولت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة مالية ثم اتسعت لتتحول إلى أزمة اقتصادية بانخفاض مؤشرات الاقتصاد الفرنسي والعالمي.

أ-النمو الاقتصادي: سجل الاقتصاد الفرنسي قبل الأزمة نموا يصل إلى 1.7% و2.2% خلال سنتي 2005م و2006م مدفوعا بقوة الإنفاق الاستهلاكي والطلب المحلي[1]. في سنة 2007م

1 - Rapport Annuel de la Banque de France, 2006, P26.

سجل النمو الاقتصادي ارتفاعا بنسبة 1.9% بسبب تراجع التجارة الخارجية وانخفاض نسبة مساهمتها في هيكل الاقتصاد الفرنسي[1].

في سنة 2008م، سجل الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا ب 0.3% فقط، وهو أدنى مستوى نمو تحققه فرنسا منذ سنة 1993م، حيث عرف الاستهلاك الداخلي انخفاضا وكذلك الاستثمارات والتجارة الخارجية[2].

ب-التضخم: سجل معدل التضخم في فرنسا، كما في منطقة اليورو، استقرار في سنة 2006م فرغم الارتفاع القياسي لأسعار الطاقة والأجور إلا أن ذلك قابله ارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي، مما سمح بكبح العوامل المؤدية إلى ارتفاع الأسعار، فاستقر معدل التضخم عند 1.9% [3].

في سنة 2007م، ارتفع معدل التضخم إلى 1.6%، ويرجع ذلك إلى المستويات القياسية التي بلغتها أسعار الطاقة والمواد الغذائية.[4] في سنة 2008م، ارتفع معدل التضخم إلى أرقام قياسية بوصوله إلى 3.2% نتيجة ارتفاع أسعار الطاقة التي وصلت إلى 85 دولار للبرميل وانخفاض الناتج المحلي الإجمالي بسبب الأزمة المالية العالمية 2008.[5]

ت- الميزانية العامة: سجل عجز الميزانية العامة ارتفاعا مستمرا، حيث ارتفع إلى 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي في نهاية سنة 2005م ثم إلى 2.3% ،2.7% خلال سنتي 2006م و2007م ،بسبب الارتفاع المستمر في النفقات عن الإيرادات. في سنة 2008م، وصل العجز إلى 3.3% من الناتج المحلي الإجمالي.

1 - Rapport Annuel de la Banque de France, 2007, P29.
2 - Rapport Annuel de la Banque de France, 2008, P15.
3 - Rapport Annuel de la Banque de France, 2006, P28.
4 - Rapport Annuel de la banque de France, 2007, P33.
5 - Rapport Annuel de la banque de France, 2008, P20.

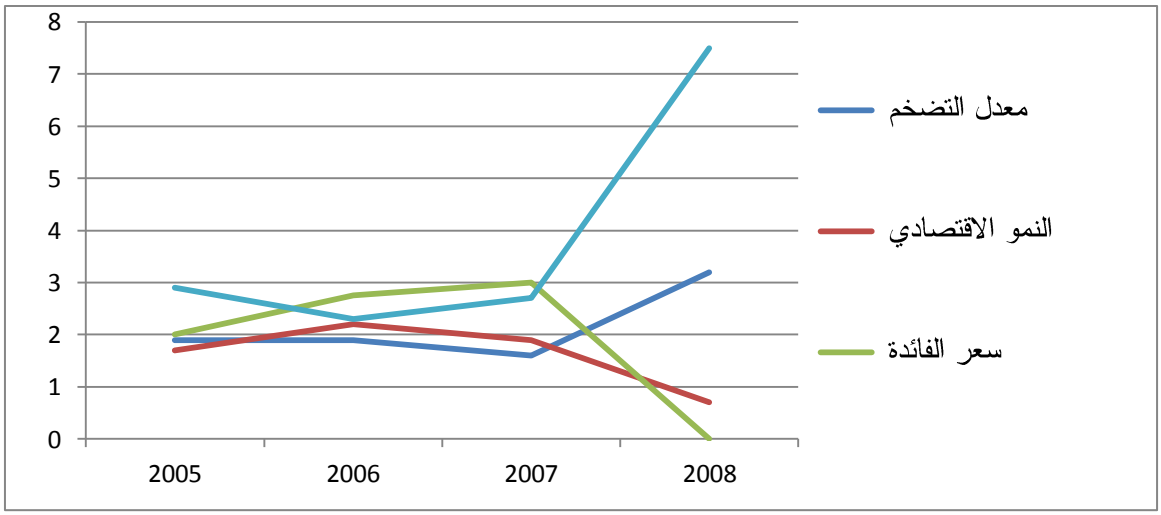
أما الدين الحكومي، فقد سجل ارتفاعا خلال الفترة الممتدة من 2005م إلى 2007م، حيث بلغ 66.8%، 64.1%، 64.2%، 68.2% من الناتج المحلي الإجمالي وذلك خلال سنوات 2005م 2006م، 2007م و2008م على التوالي.[1]

الجدول رقم (41): تطور مؤشرات الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة 2005- 2008م.

السنوات	2005	2006	2007	2008
النمو الاقتصادي %	1.7	2.2	1.9	0.7
معدل التضخم %	1.9	1.9	1.6	3.2
سعر الفائدة %	2	2.75	3.00	-
نسبة العجز الحكومي من الناتج المحلي الإجمالي %	2.9	2.3	2.7	7.5
نسبة الدين العام من الناتج المحلي الإجمالي %	66.8	64.1	64.2	68.2

المصدر: التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية، تونس، 2006، 2007، 2008 و INSEE.

الشكل رقم (33): تطور مؤشرات الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة 2005-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (41).

1 - WWW.INSEE.FR

المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام المالي الصيني

الفرع الأول: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على الأسواق المالية

أ-سوق الأسهم

1-عدد الشركات المدرجة: بالرغم من ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م، استمر عدد الشركات المدرجة في البورصات الصينية في التزايد، حيث ارتفع العدد إلى 1625 شركة بنهاية سنة 2008م، حيث كثفت لجنة تنظيم الأوراق المالية في هذه السنة من جهودها لتشجيع الشركات وخاصة تلك التي تنشط في مجالات الطاقة والبنية التحتية على الدخول والإدراج في بورصة شنغهاي والشركات الصغيرة والمتوسطة على الدخول والإدراج في بورصة شنزن، وذلك بتقديم عدة تسهيلات وتذليل العقبات أمامها.[1]

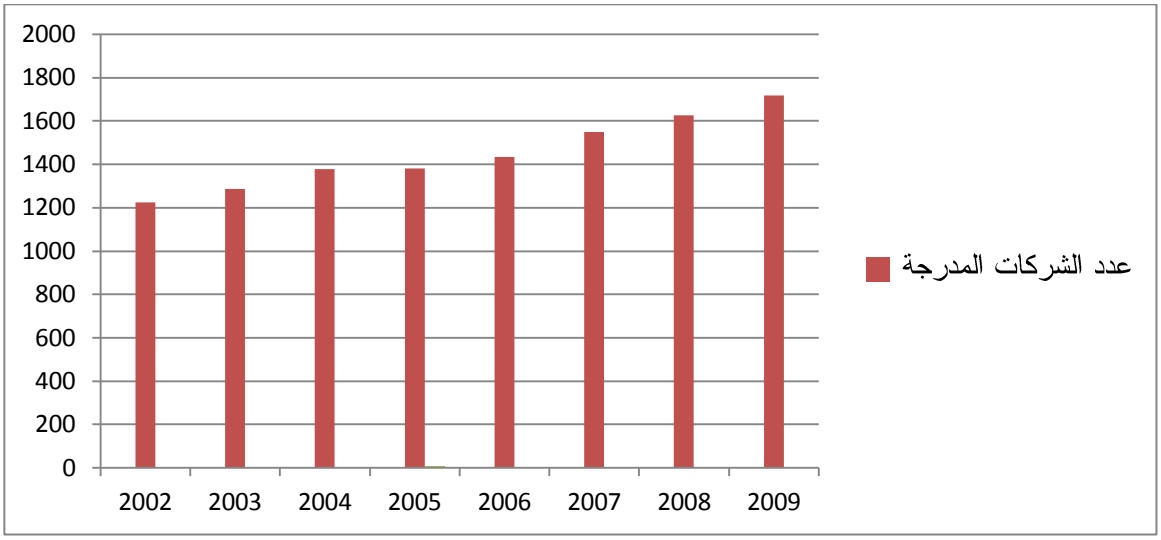
في سنة 2009م، كثفت لجنة تنظيم الأوراق المالية من نشاطاتها الرقابية على الشركات المدرجة والتدقيق في وضعيتها المالية سواء التي تريد الإدراج أو المدرجة، كما كثفت من تعاونها مع الوزارات والبنك المركزي الصيني وذلك لتعزيز السوق المالي وتحسين أداءه وفعاليته وحماية المستثمرين، كما اتخذت عدة إجراءات صارمة اتجاه الشركات والمستثمرين الذين ينوون المضاربة وهذا من أجل حماية السوق من انعكاسات الأزمة المالية 2008م عليه. تعد سنة 2009م أصعب سنة تواجه الإدارة والمسئولين والمؤسسات الصينية في القرن الواحد والعشرين، حيث كثفت الحكومة الصينية من تدعيمها المالي واللوجستيكي للشركات المملوكة لها وكذلك الشركات الصناعية وشركات البنية التحتية التي تشكل أغلب الشركات المدرجة، كما شجعت عمليات الاندماج والاستحواذ بين الشركات وحسنت اللجنة من هياكلها القاعدية وأنظمتها المركزية ونظام المقاصة والتسوية وبرنامج تثقيف المستثمر وتقريب السوق إلى عموم الناس عن طريق وسائل الإعلام وتحسين الحوكمة داخل الشركات المدرجة في الأسواق المالية وغيرها.

نتيجة للسياسات المنتهجة، ارتفعت ثقة الشركات لدى الشركات في الأسواق المالية الصينية حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الصينية بنهاية سنة 2009م إلى 1718 شركة أي بارتفاع 75 شركة عن السنة الماضية كانت أغلبها مصدرة للأسهم A، كما يلاحظ أن

1 – Annual report of CSRC, 2008, P 27.

أغلب الشركات المدرجة تنشط في القطاع الصناعي والبنية التحتية ثم يليها قطاعات أخرى منها القطاع البنكي.[1]

الشكل رقم (34): تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الصينية خلال الفترة 2002-2009م.



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (23) و(42).

2-الإصدارات: استمرت الشركات المدرجة في الرفع من إصداراتها من الأسهم في سنة 2008م، حيث أثر انهيار بنوك عملاقة أمريكية وكذا المتاعب المالية التي يعاني منها القطاع المالي في العالم على الجو العام للبورصات الصينية، حيث ارتفعت إصدارات الأسهم في سنة 2008م بنسبة 9.39% فقط[2] وذلك بسبب انخفاض الطلب المحلي والخارجي وانخفاض الدولار وارتفاع قيمة "اليوان"[3].

في سنة 2009م، عرفت إصدارات الشركات المدرجة من الأسهم ارتفاعا طفيفا مقارنة بالسنة الماضية، حيث ارتفع عدد الأسهم المصدرة في سنة 2009م بنسبة 6.68% حيث انعكس ارتفاع الأسهم في السوق الثانوي والأنباء السيئة عن وضعية الاقتصاد الأمريكي والعجز التاريخي المسجل في الميزانية العامة الأمريكية وميزان المدفوعات، والذي يتوقع أن يستمر لفترة طويلة

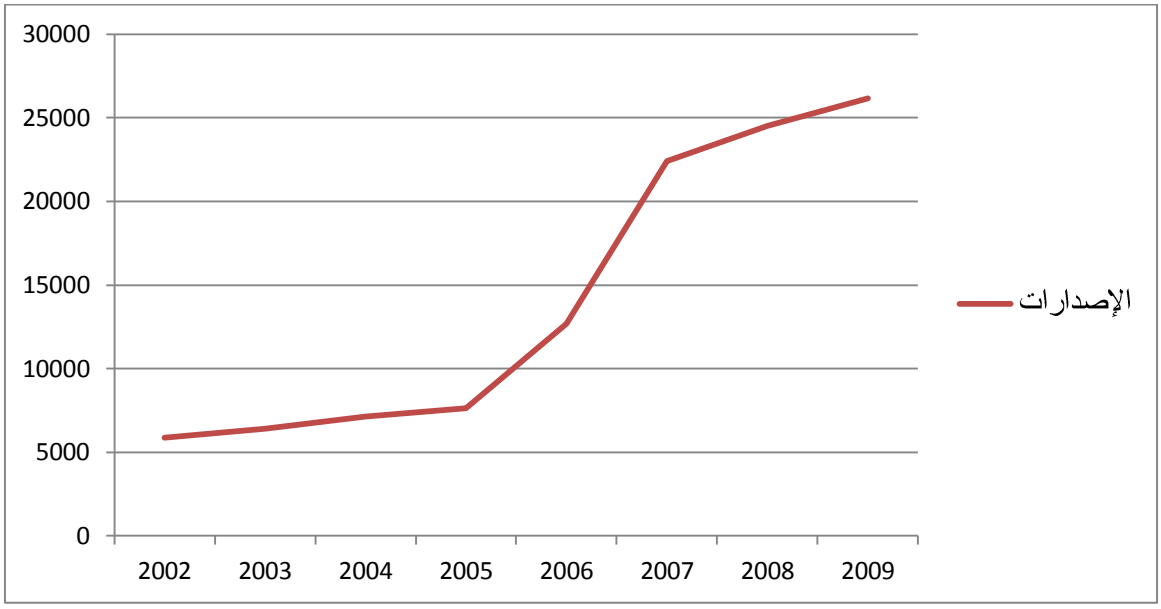
1 - Annual report of CSRC, 2009, P 1.

2 - Annual report of CSRC, 2008, P 15.

3- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2008، ص 21.

قادمة، ودخول الاقتصاد الأمريكي والاقتصاديات الأوروبية في ركود اقتصادي طويل وتحقيق الاقتصاد الصيني ارتفاعا يقل عن التوقعات وزيادة التوقعات بانخفاض نمو الاقتصاد الصيني في سنة 2009م، على رغبة الشركات في طرح اسهم جديدة[1].

الشكل رقم (35): تطور الإصدارات في أسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2009م.



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (24) و(42).

3-التعاملات: ساهم تسارع وتيرة الأزمة المالية العالمية 2008م وما نتج عنها من خسائر في قطاعات اقتصادية وتراجع النشاط الاقتصادي وعدم تأكد المستثمرين من نجاعة الإجراءات المتخذة لاحتوائها، في انخفاض التعاملات في أسواق المال الصينية، فقد أدى تزايد مخاوف المستثمرين من انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على الاقتصاد الصيني[2]، الى انخفاض حجم المعاملات في سنة 2008م بنسبة 33.71% فيما سجلت قيمة التعاملات انخفاضا حادا بنسبة 42% ببلوغها 26711 مليار يوان[3].

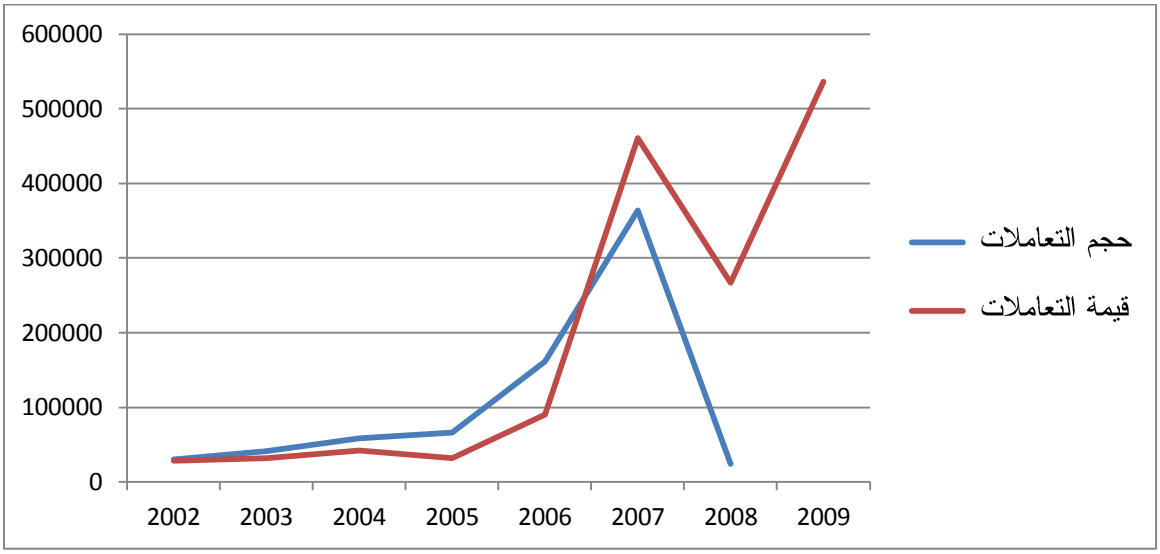
1 - Annual report of CSRC, 2009, P 17.

2- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2008، ص 21.

3 - Annual report of CSRC, 2008, P 15.

في سنة 2009م، استعادت السوق الثانوية نشاطها، حيث ساهمت التدابير المتخذة من الحكومة الصينية ولجنة تنظيم الأوراق المالية في طمأنت المستثمرين والتي انعكست في ارتفاع قيمة التعاملات بنسبة 100.6% عن سنة 2008م ووصلت قيمتها إلى 53.5 تريليون يوان[1].

الشكل رقم (36): تطور التعاملات في أسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2009م.

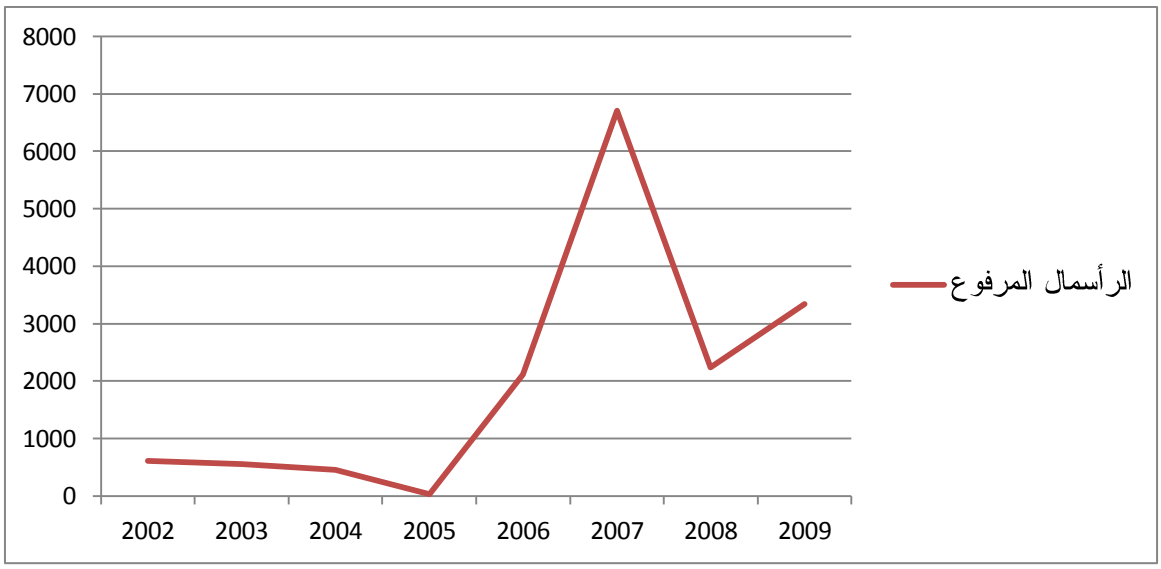


المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (25) و(42).

4-إيرادات المؤسسات من السوق المالي: بلغت إيرادات المؤسسات والشركات في سنة 2008م من التعامل في سوق شنغهاي للأوراق المالية 2238 مليار يوان، فيما سجل انخفاض في قيمة الرأسمال المرفوع بواسطة سوق شنغهاي للأوراق المالية في سنة 2009م إلى 3343.5 مليار يوان نتيجة عودة التعاملات إلى الارتفاع وارتفاع أسعار الأسهم.

1 - Annual report of CSRC, 2009, P 18.

الشكل رقم (37): تطور إيرادات الشركات من سوق شنغهاي للأوراق المالية خلال الفترة 2002-2009م.



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (26) و(42).

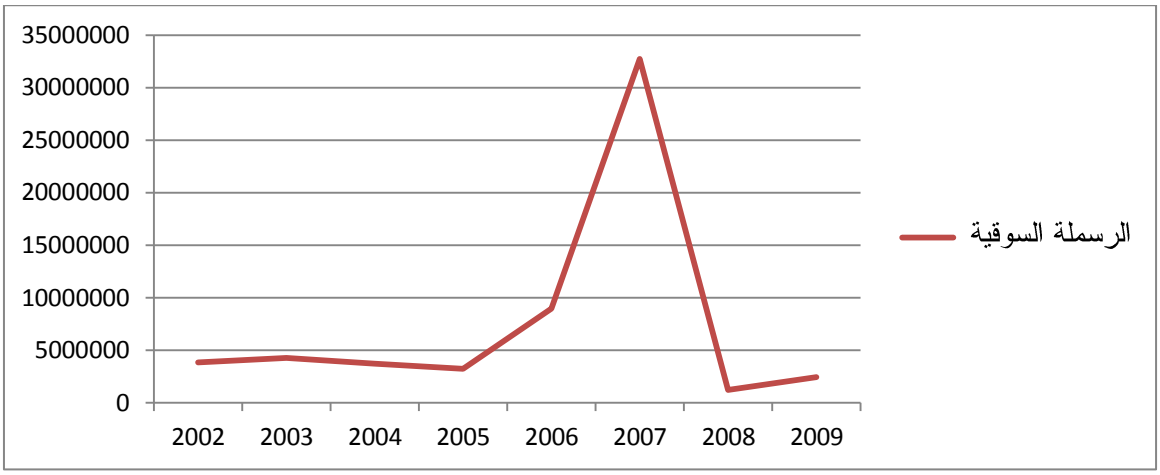
5-الرسملة السوقية: انعكس أداء الاقتصاد الصيني وكذا التعاملات في أسواق الأسهم الصينية على القيمة السوقية لسوق الأسهم، حيث سجلت القيمة السوقية انخفاضا حادا في سنة 2008م بنسبة 62.9% بقيمة قدرت ب 12136 مليار يوان صيني، حيث أدى انخفاض نسبة النمو الاقتصادي في الصين إلى تزايد الشكوك بحدوث انخفاض حاد لأداء الشركات وخاصة ذات القيمة السوقية الكبيرة والتي لها تعاملات كثيرة مع الخارج، بالإضافة إلى ارتفاع معدل التضخم وانخفاض الطلب على الأسهم المتداولة مما نتج عنه انخفاض القيمة السوقية[1]. كما عرفت هذه السنة انخفاض نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 40%.

في سنة 2009م، عرفت القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في أسواق الأسهم الصينية ارتفاعا بنسبة 101%، وذلك راجع إلى زيادة حجم التعاملات وزيادة الصادرات الصينية وارتفاع الإقبال على الأسواق المالية نتيجة النتائج الإيجابية التي حققتها الشركات المدرجة بالرغم من انتشار الأزمة المالية العالمية 2008م، حيث بلغت القيمة السوقية 24.3 تريليون يوان صيني، كما ارتفعت نسبة الرسملة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي إلى 73%.[2]

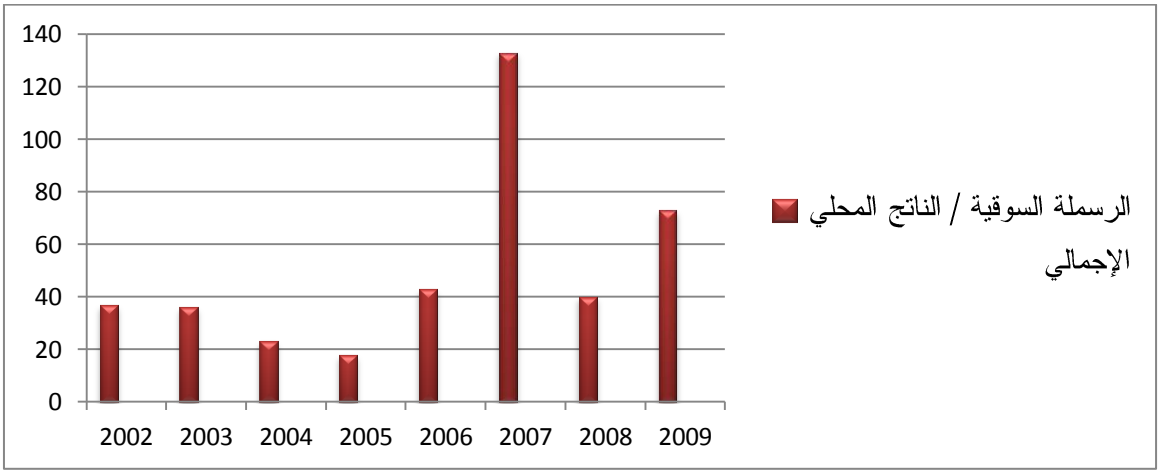
1 - Annual report of CSRC, 2008, P 15.

2 - Annual report of CSRC, 2009, P 19.

الشكل رقم (38): تطور الرسملة السوقية لأسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2009م.



الشكل رقم (39): تطور نسبة الرسملة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2002-2009م.



المصدر: تم إعدادهما بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (27) و(42).

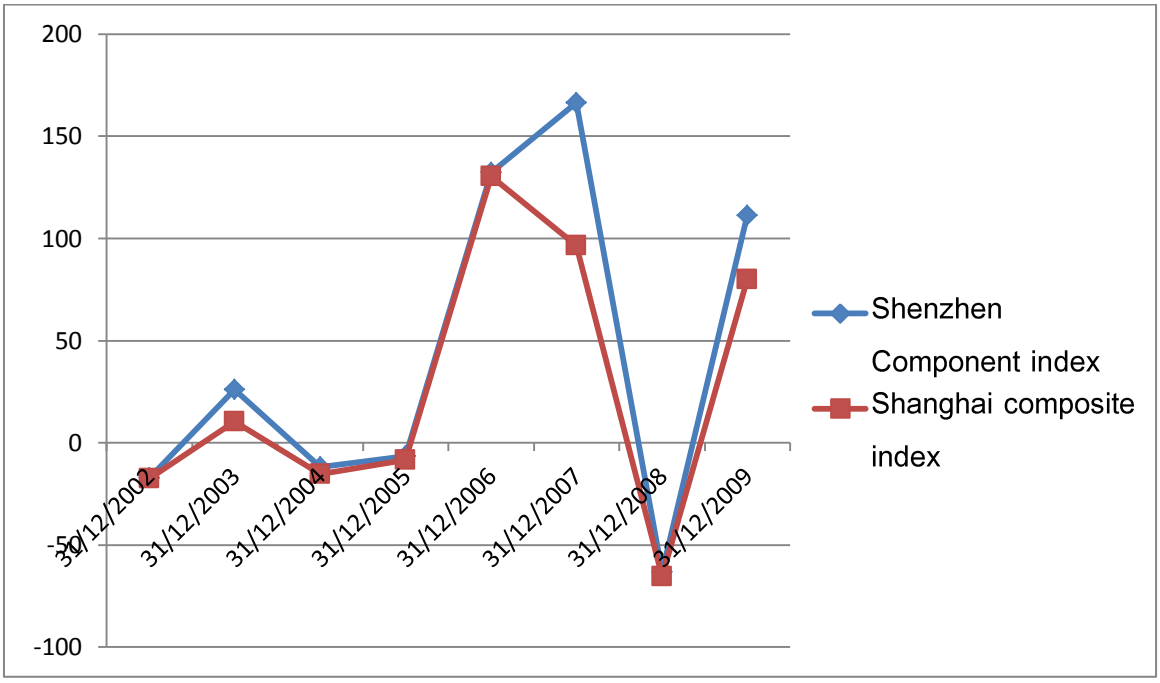
6- المؤشرات: خلال سنة 2008م، سجلت المؤشرات الصينية كغيرها من البورصات العالمية انخفاضات حادة، حيث انخفض مؤشر بورصة شنغهاي بنسبة 65.53%[1] فيما انخفض مؤشر بورصة شنزن بنسبة 63.36% نتيجة انخفاض أسعار الأسهم وخاصة أسهم الشركات الكبيرة، مدفوعة بانخفاض الطلب عليها نتيجة تزايد المخاوف والشكوك بانهيار أسعارها نظرا لان

1 - SSE Fact book, 2008, P 16.

هذه الشركات لها مصالح هامة مع الخارج والتي قد تتضرر كثيرا نتيجة الركود الذي أصاب الاقتصادات الكبرى[1].

في سنة 2009م، ساهم تحسن المناخ المالي الصيني بالإضافة إلى إعلان الشركات المدرجة عن حصيلة نشاطها في السنة الماضية والتي جاءت فوق المتوقع، إلى ارتفاع الطلب على الأسهم وارتفاع مؤشرات البورصات الصينية بنسبة 79.98% بالنسبة لمؤشر بورصة شنغها ي[2] و111.24% بالنسبة لبورصة شنزن[3].

الشكل رقم (40): تطور مؤشري بورصة شنغهاي وشنزن للأوراق المالية خلال الفترة 2002-2009م.



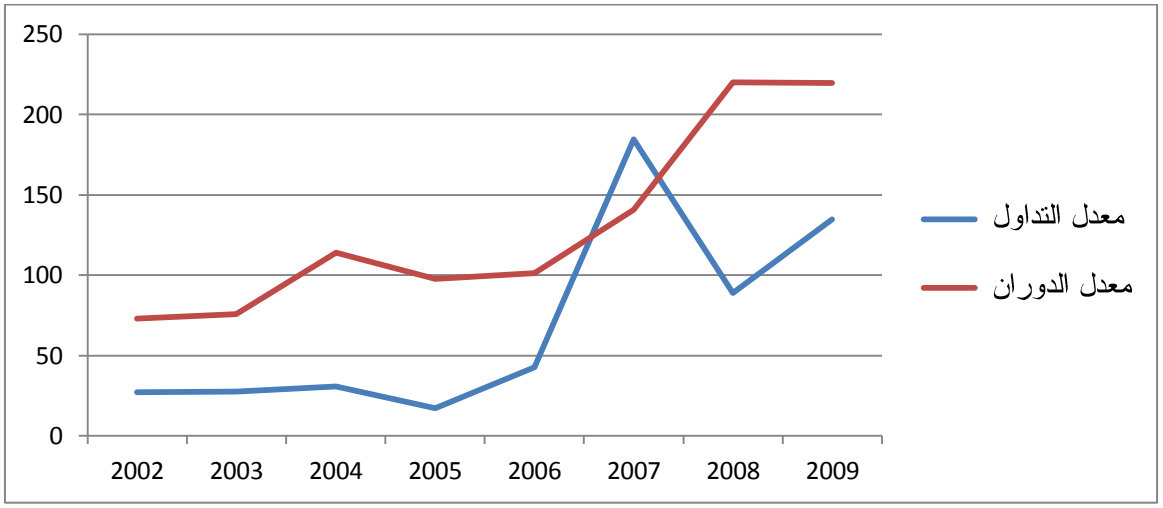
المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (28) و(42).

7-السيولة: يشير معدلا الدوران والتداول إلى أن الأسواق المالية الصينية عرفت انخفاضا في السيولة خلال سنة 2008م نتيجة انخفاض التعاملات وأسعار الأسهم لضعف الإقبال على الأسواق المالية خوفا من انخفاض القيمة الحقيقية للأسهم، خاصة وأن معدل التضخم عرف ارتفاعا،

1 - SHZE Fact book, 2008, P 3.
2 - SSE Fact book, 2009, P 19.
3 - SHZE Fact book, 2009, P 2.

فيما سجلت سنة 2009م عودة السيولة في الارتفاع بعودة الانتعاش إلى الأسواق المالية الصينية مع ارتفاع النشاط الاقتصادي وارتفاع التعاملات وأسعار الأسهم نتيجة ارتفاع الإقبال على الاستثمار في الأسواق المالية.

الشكل رقم (41): تطور السيولة في أسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2009م.



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (29) و(42).

الجدول رقم (42): تطور سوق الأسهم الصيني خلال الفترة 2008-2009م.

	2008	2009
عدد الشركات المدرجة	1625	1718
الإصدارات (بمليار سهم)	2452.28	2616.28
حجم التعاملات (بمليار سهم)	2413.18	-
قيمة التعاملات (بمليار يوان)	26711.26	53598.67
إيراد المؤسسات من سوق شنغهاي (بمليار يوان)	2238.16	3343.15
الرسملة السوقية (بمليار يوان)	12136.64	24393.91
الرسملة السوقية/ الناتج المحلي الإجمالي (%)	40	37
Shenzhen Component index	-63.36	111.24
Shanghai composite index	-65.36	79.98
الناتج المحلي الإجمالي (بمليار يوان)	30067	39798.32
معدل التداول %	88.83	134.67
معدل الدوران %	220.08	219.72

Source: Annual reports of CSRC, 2008, 2009 & SSE Fact books, 2008, 2009 & SHZE Fact books, 2008, 2009 & Annual report of people's bank of china, 2009.

ب-سوق السندات

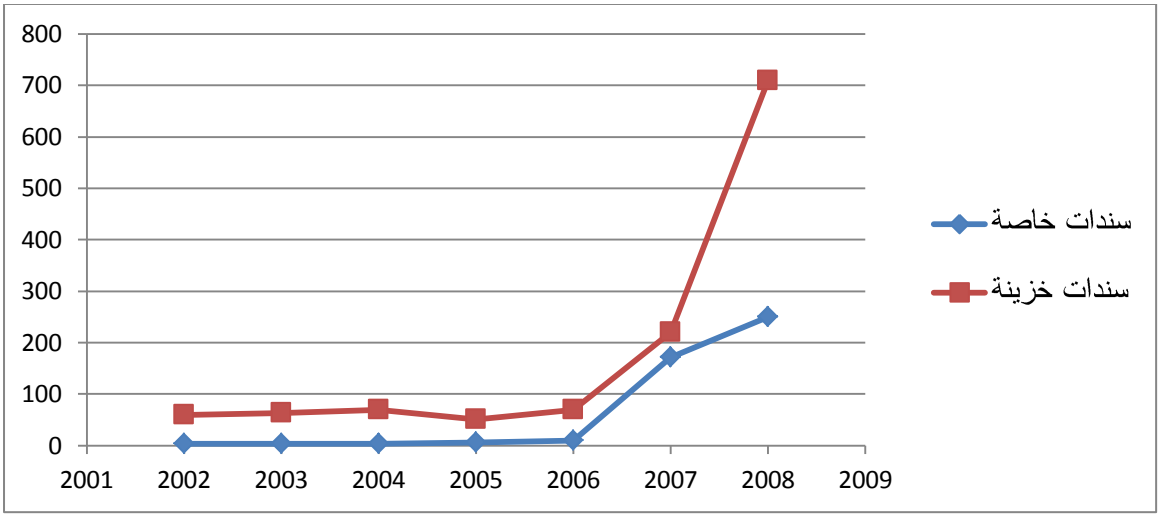
1-الإصدارات: عرفت السندات الحكومية في سنة 2008م ارتفاعا على مستوى الإصدارات حيث رفعت الحكومة الصينية من إصداراتها من السندات وذلك لتنشيط السوق بالتزامن مع رفع أسعار الفائدة ودعم جهودها الرامية إلى مكافحة التضخم وتمويل مشاريعها من بنية تحتية وغيرها التي تستهدف إنعاش النشاط الاقتصادي وزيادة الاستثمارات المحلية، خاصة بعد تزايد التوقعات بانخفاض الصادرات والاستثمارات الأجنبية كمحاولة منها لتعويض الانخفاض المتوقع في الاستثمارات الأجنبية باستثمارات محلية، حيث ارتفعت إصدارات السندات الحكومية بنسبة

222.11% بقيمة تصل إلى 708 مليار يوان[1]. أما الإصدارات الخاصة من السندات فقد عرفت ارتفاعا بنسبة 44.95% إلى 249 مليار يوان، نظرا للانخفاض الحاصل في سوق الأسهم وانخفاض جاذبيته، حيث لجأت الشركات في هذه السنة إلى سوق السندات للحصول على التمويل مع ارتفاع أسعار الفائدة التي شجعت على إقبال كبير على شراء هذه السندات[2].

في سنة 2009م، بلغت الإصدارات الكلية للسندات رقم قياسي ببلوغها 17.78 تريليون يوان حيث زادت الحكومة من طرح السندات لزيادة مشاريع البنية التحتية خاصة مع انخفاض نسبة النمو الاقتصادي وانخفاض الاستثمارات الأجنبية كخطوة منها لزيادة النمو الاقتصادي الذي عرف انخفاضا أما الشركات فقد رفعت من إصداراتها قصد تمويل توسعاتها مع قيام الحكومة بتقديم تسهيلات كثيرة للشركات الصينية في إطار جهودها لدفع حركة النشاط الاقتصادي[3]، كذلك كان لارتفاع التعاملات أثر كبير على تحفيز الشركات على زيادة إصداراتها من السندات.

الشكل رقم (42): تطور الإصدارات في أسواق السندات الصينية

خلال الفترة 2002-2008م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (30) و(43).

1- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس، 2008، ص 26.

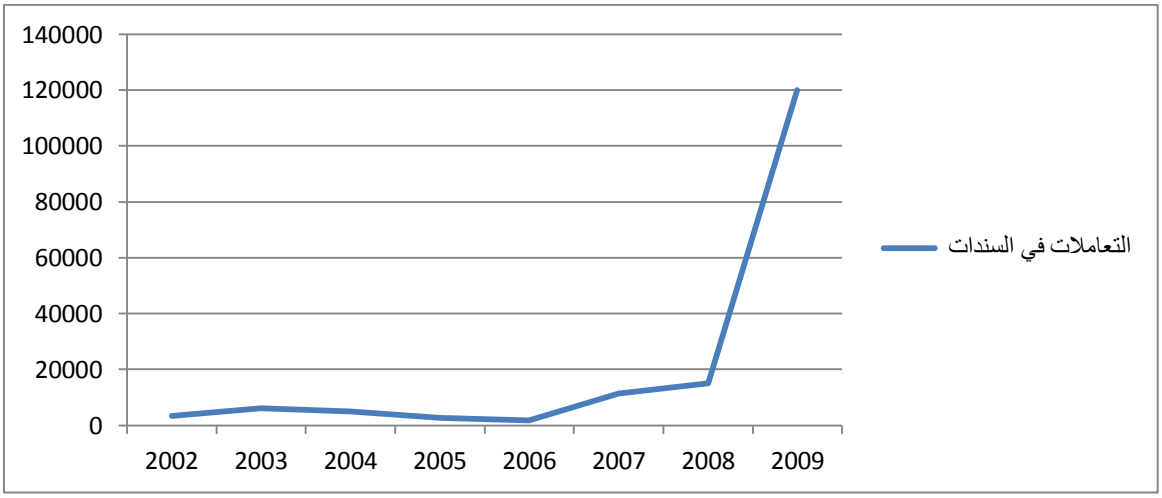
2 - Annual report of CSRC, 2008, P 16

3 - Annual report of CSRC, 2009, P 15

2- التعاملات: عرفت التعاملات في سنة 2008م ارتفاعا بالتزامن مع الانخفاض الحاصل في سوق الأسهم وارتفاع أسعار الفائدة، حيث عرف سوق السندات إقبالا عليه باعتبار أن السندات تعتبر الملاذ الآمن للاستثمار، حيث ارتفعت التعاملات بنسبة 31.27% بقيمة إجمالية وصلت إلى 15110 مليار يوان.

في سنة 2009م، ارتفعت التعاملات إلى 119910 مليار يوان، أي بارتفاع نسبته 693.58% وذلك مع ارتفاع أسعار الفائدة إلى معدلات قياسية وانخفاض معدل التضخم إلى مستويات متدنية بما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للسندات والشجيع على تداولها.

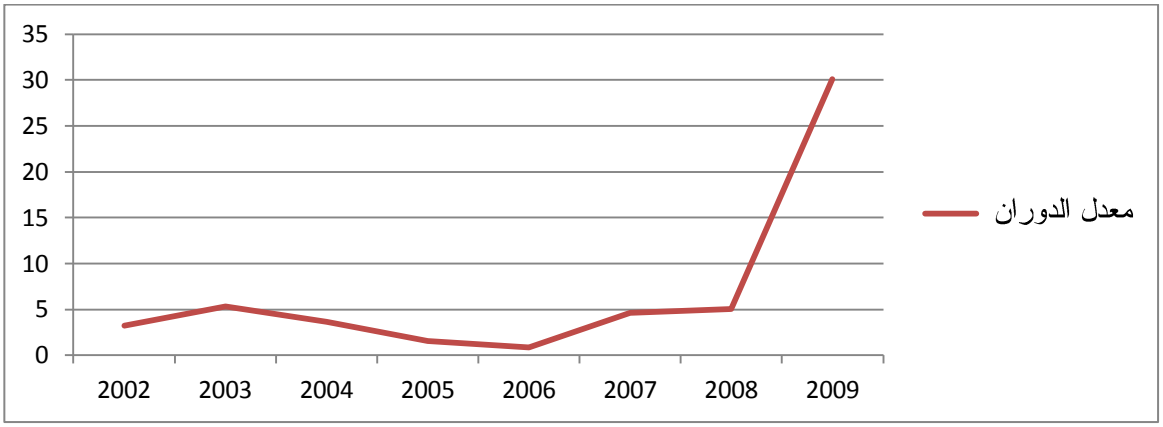
الشكل رقم (43): تطور التعاملات في أسواق السندات الصينية خلال الفترة 2002-2009م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (31) و(43).

3- السيولة: يشير معدل التداول إلى ارتفاع السيولة في سوق السندات خلال سنتي 2008م و2009م وذلك مع ارتفاع الإقبال على سوق السندات وارتفاع حجم المعاملات على السندات إلى معدلات قياسية لم يشهدها منذ قيام الحكومة بالإصلاح الاقتصادي والانفتاح على الخارج في مطلع التسعينات من القرن الماضي.

الشكل رقم (44): تطور السيولة في أسواق السندات الصينية خلال الفترة 2002-2009م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (32) و(43).

الجدول رقم (43): تطور سوق السندات الصيني خلال الفترة 2008-2009م.

السنوات	2008	2009
إصدارات سندات الخزينة (بمليار يوان)	708.5	-
إصدارات السندات الخاصة (بمليار يوان)	249.3	-
إصدارات السندات (بترليون يوان)	-	17.78
حجم التعاملات (بمليار يوان)	15110	119910
الناتج المحلي الإجمالي (بمليار يوان)	300670	397983.2
معدل الدوران %	5.02	30.12

Source: Annual reports of CSRC, 2008,2009 & Annual report of people's bank of china 2009.

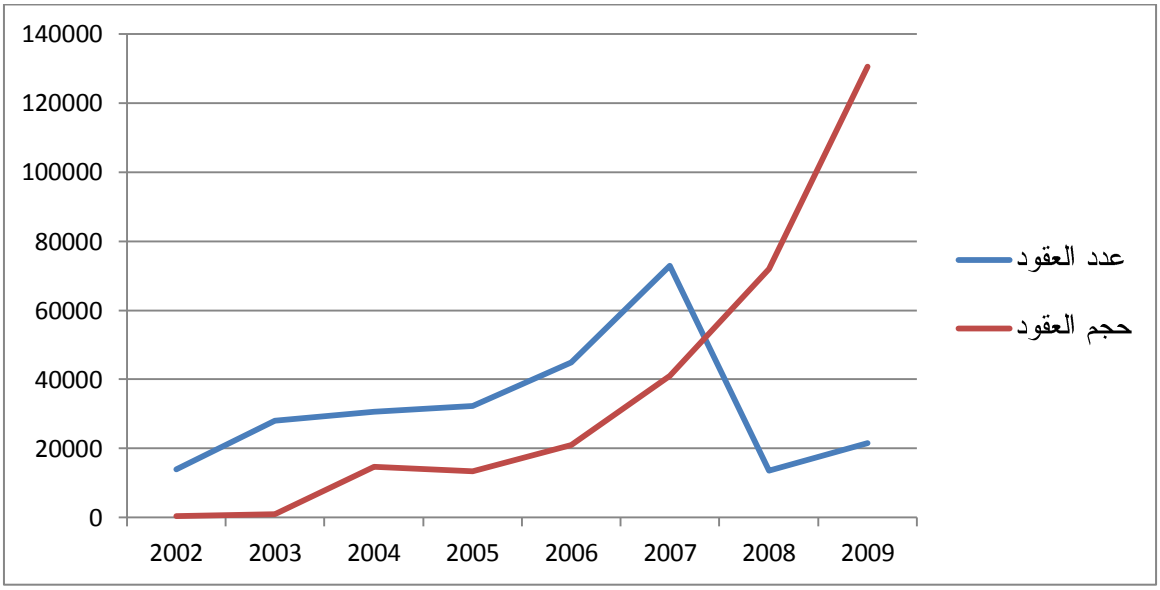
ت- سوق المستقبليات

1- التعاملات: شهدت التعاملات في سوق المستقبليات في سنة 2008م ارتفاعا لم تشهده منذ سنة 2001م، حيث أدى ازدياد المخاوف من تباطؤ الاقتصاد العالمي ومعه الصيني واستمرار ارتفاع أسعار الطاقة والمواد الأولية وانهيار سوق الأسهم إلى الإقبال على التعامل في سوق

المشتقات بغرض الاحتياط وحماية الأصول من تدهور قيمتها، حيث سجل ارتفاع عدد العقود المستقبلية المتداولة بنسبة 87.35% فيما عرف حجم التعامل في العقود المستقبلية ارتفاعا بنسبة 75.4% إلى 71.9تريليون يوان[1].

في سنة 2009م، سجل سوق المستقبليات تطورا حيث تم إدخال 4 منتجات جديدة للتداول ليصل عدد المواد المتعاقد عليها في سوق المستقبليات إلى 23 مادة استراتيجية، كما سجلت السنة ارتفاع عدد العقود المستقبلية المتداولة بنسبة 58.17% فيما سجلت قيمة التعامل ارتفاعا بنسبة 81.47% إلى 130.5 تريليون يوان صيني، فبالرغم من انتعاش سوق الأسهم والسندات في هذه السنة إلا أن التعامل في سوق المستقبليات شهد ارتفعا، فالسلطات الصينية تشجع كثيرا المتعاملين والمستثمرين على حماية الأصول عن طريق العقود المستقبلية ولكن تحت شروط ومراقبة شديدة فيما يخص قيمة العقد المتفق عليه تجنبا لأي مضاربة[2].

الشكل رقم (45): تطور التعاملات في أسواق العقود المستقبلية الصينية خلال الفترة 2002-2009م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (33) و(44).

2- السيولة: يشير معدل التداول إلى استمرار ارتفاع السيولة في سوق المستقبليات، حيث بلغت ذروتها في سنة 2009م مع ارتفاع التعاملات في ظل الظروف الغير مستقرة للأسواق المالية وأسواق السلع والتي تشير تقارير إلى استمرار تقلبها لسنوات قادمة.

1 - Annual report of CSRC, 2008, P 18

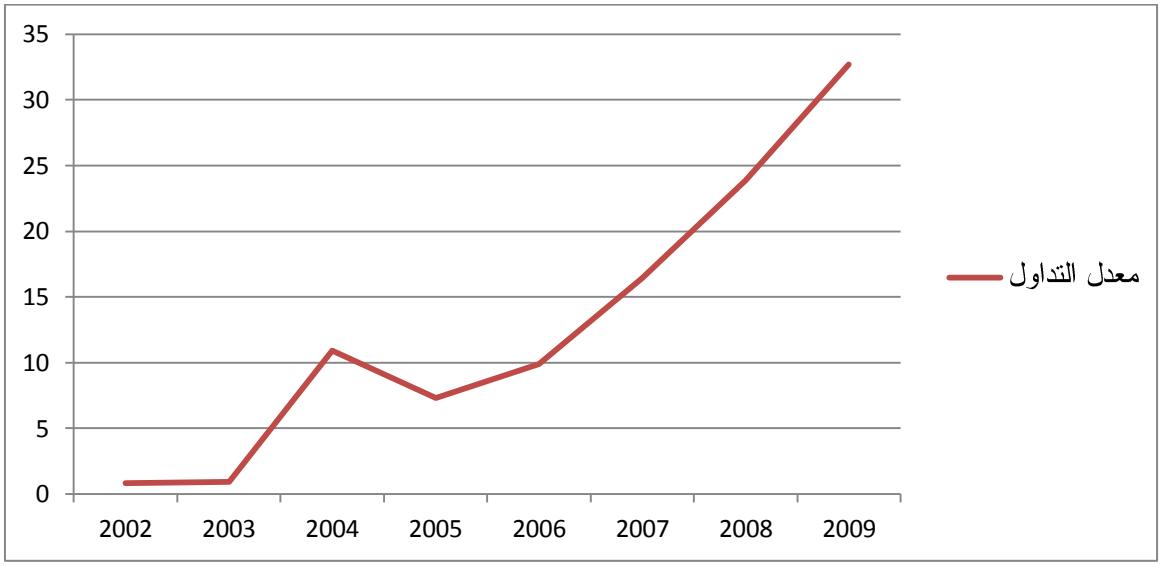
2 - Annual report of CSRC, 2009, P 21

الجدول رقم (44): تطور سوق المستقبليات الصيني خلال الفترة 2008-2009م.

السنوات	2008	2009
عدد العقود المستقبلية (بمليون عقد)	136.39	215.74
حجم التعامل (بمليار يوان)	71917.33	130510.72
الناتج المحلي الإجمالي (بمليار يوان)	300670	397983
معدل التداول %	23.9	32.79

Source: Annual reports of CSRC, 2008,2009 & Annual report of people's bank of china 2009.

الشكل رقم (46): تطور السيولة في أسواق المستقبليات الصينية خلال الفترة 2002-2009م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (34) و(44).

الفرع الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام البنكي

يتألف النظام البنكي الصيني من 16 صنف من المؤسسات؛ وتشمل بنوك سياسية Policy Banks، بنوك تجارية مملوكة للدولة، بنوك تجارية مساهمة، بنوك تجارية مدنية، تعاونيات الائتمان الريفية، بنوك تجارية ريفية، مؤسسات تمويل الشركات، شركات التأجير والتمويل، شركات

الوساطة المالية، شركات تمويل السيارات وفروع محلية لمصارف أجنبية، وتخضع البنوك لإشراف لجنة تنظيم البنوك الصينية CBRC.

أ- **عدد المؤسسات البنكية:** بلغ عدد المؤسسات البنكية 19797 مؤسسة في سنة 2006م[1] منها 10 مؤسسات مدرجة في الأسواق المالية.[2] وانخفض عدد المؤسسات البنكية الناشطة في الصين في سنة 2007م إلى 8877 مؤسسة وبنك، ومرد هذا الانخفاض إلى سياسة الإصلاح وهيكلة القطاع البنكي المطبقة في الصين والإجراءات الصارمة والرقابة المسلطة على القطاع البنكي التي تصل إلى إقفال البنوك وكذلك عمليات الاندماج والاستحواذ الحاصلة في القطاع البنكي[3].

يعد عام 2008م عاما غير عادي، حيث أدت الأزمة المالية العالمية 2008م إلى زعزعة الثقة في النظام المالي وخصوصا في الأسواق المالية، كما صادفت هذه السنة الذكرى الثلاثين لبدأ عملية الإصلاح والانفتاح في الصين، وخلال العقود الثلاثة الماضية انتقل القطاع البنكي من مرحلة النظام الاحتكاري ذو المخاطر العالية وتحت المقدمة إلى واحد من أكثر الأنظمة البنكية منافسة وحكمة في العالم.

للتصدي للازمة المالية العالمية 2008م، قامت لجنة تنظيم البنوك الصينية بإنشاء فريق عمل مشترك مع المؤسسات المالية والنقدية الصينية واتخذت عدة تدابير كتقييم أصول البنوك من العملات الأجنبية، كما طلب من البنوك تقديم تقارير منتظمة وتوفير المعلومات في الوقت المناسب للعملاء حول الربح والخسارة، كما دعت البنوك إلى زيادة احتياطاتها وشددت من سياساتها واتخذت عقوبات شديدة وصلت إلى حد إقفال البنوك التي تعاني من أزمة حادة وعلى شفا الإفلاس، إضافة إلى تقديم إعانات حكومية ومساعدات للبنوك التي تعاني من أزمة سيولة مؤقتة خاصة ذات الطابع الريفي.

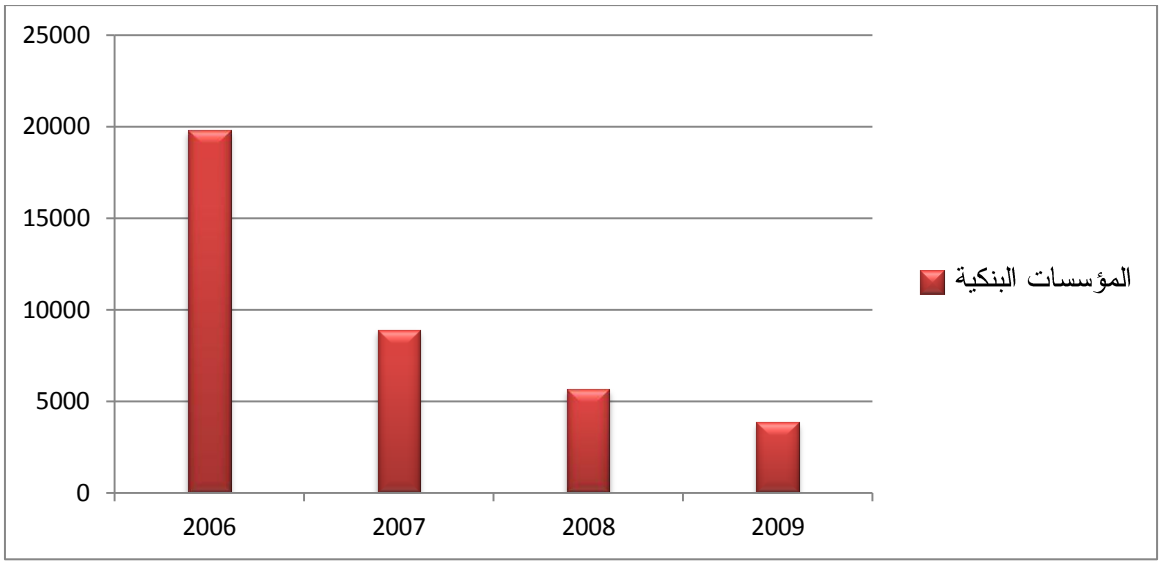
1 - Annual report of China banking regulatory commission CBRC, 2006, P 30.

2 - Annual report of CSRC, 2005, P 21.

3 - Annual report of CBRC, 2007, P 29.

بخصوص عدد البنوك فقد بلغ عددها 5643 بنك ومؤسسة بنكية في سنة 2008م[1]. بالنسبة لسنة 2009م فقد كانت أصعب سنة بالنسبة للصين في القرن 21م، حيث أدت الأزمة المالية العالمية 2008م إلى ركود الاقتصاد العالمي ومعه الاقتصاد الصيني، مما استدعى تدخل الحكومة الصينية بمجموعة من الحزم المالية لمواجهة هذه التحديات ووضع الاقتصاد على المسار الصحيح بتعزيز فعالية الرقابة والإشراف وتشجيع الابتكارات المالية بطريقة آمنة وسليمة وتقديم خدمات ذات نوعية ومن جانب البنوك فقد وصل عددها بنهاية سنة 2009م إلى 3857 مؤسسة بنكية[2].

الشكل رقم (47): تطور عدد المؤسسات البنكية العاملة في الصين خلال الفترة 2006-2009م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (45).

ب- الودائع: بنهاية سنة 2006م ارتفع إجمالي ودائع البنوك إلى 34.80 تريليون يوان[3]. في سنة 2007م، واصلت الودائع ارتفاعها حيث ارتفعت بنسبة 15.2% إلى 40 تريليون يوان[4]، حيث قام البنك المركزي الصيني برفع سعر الفائدة على الودائع في سنة 2007م[5]. بنهاية سنة 2008م

1 - Annual report of CBRC, 2008, P 34.

2 - Annual report of CBRC, 2009, P 3.

3 - Annual report of CBRC, 2006, P 32.

4 - Annual report of CBRC, 2007, P 30.

5- التقرير السنوي لبنك الغرب، المغرب، 2007، ص 17.

ارتفع مجموع الودائع لدى المؤسسات البنكية إلى 47 تريليون يوان%[1]. بنهاية سنة 2009م ارتفع مجموع الودائع إلى 61 تريليون يوان، حيث ارتفعت ودائع المؤسسات بوتيرة متسارعة فيما سجلت ودائع العائلات ارتفاع بأقل من ذلك المسجل لدى الشركات بسبب الاضطرابات التي عانت منها الأسواق المالية وقيام الحكومة برفع أسعار الفائدة مما ساهم في ارتفاع قيمة الودائع لدى البنوك تزامنا مع عودة الثقة إلى البنوك وإعلانها عن تحقيق نتائج إيجابية .[2]

ت- القروض: واصلت البنوك الصينية في سنة 2006م الرفع من قروضها إلى 23.83 تريليون يوان، حيث بلغت القروض القصيرة الأجل 10.17 تريليون يوان أما القروض متوسطة وطويلة الأجل فقد بلغت 11.30 تريليون يوان؛ منها قروض الاستهلاك التي بلغت 2.53 تريليون يوان[3].

في سنة 2007م، ارتفع حجم قروض المؤسسات البنكية إلى 2.7 تريليون يوان، حيث سجلت القروض الاستهلاكية ارتفاعا بنسبة 36.1%، [4] كما قام البنك المركزي في هذه السنة برفع نسبة الاحتياطات الإجبارية للبنوك من 9% إلى 14.5% بالإضافة إلى سعر الفائدة على القروض [5].

في سنة 2008م، واصلت المؤسسات البنكية الرفع من قروضها ولكن بنسبة تقل عن السنة الماضية، حيث وصلت القروض إلى 32 تريليون يوان مع تسجيل انخفاض في القروض الاستهلاكية لصالح القروض المتوسطة وطويلة الأجل الموجهة إلى الشركات الصناعية والإنتاجية التي عرفت ارتفاعا[6].

بنهاية سنة 2009م، وصلت قيمة القروض إلى 42.5 تريليون يوان، حيث واصلت البنوك الرفع من قروضها المتوسطة والطويلة الأجل الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما خفضت من قروضها القصيرة الأجل الموجهة لحاجات الاستهلاك، وذلك تماشيا مع خطة الحكومة

---

1 – Annual report of CBRC, 2008, P 34.

2 – Annual report of CBRC, 2009, P 124.

3 – Annual report of CSRC, 2006, P 32.

4 – Annual report of CBRC, 2007, P 30.

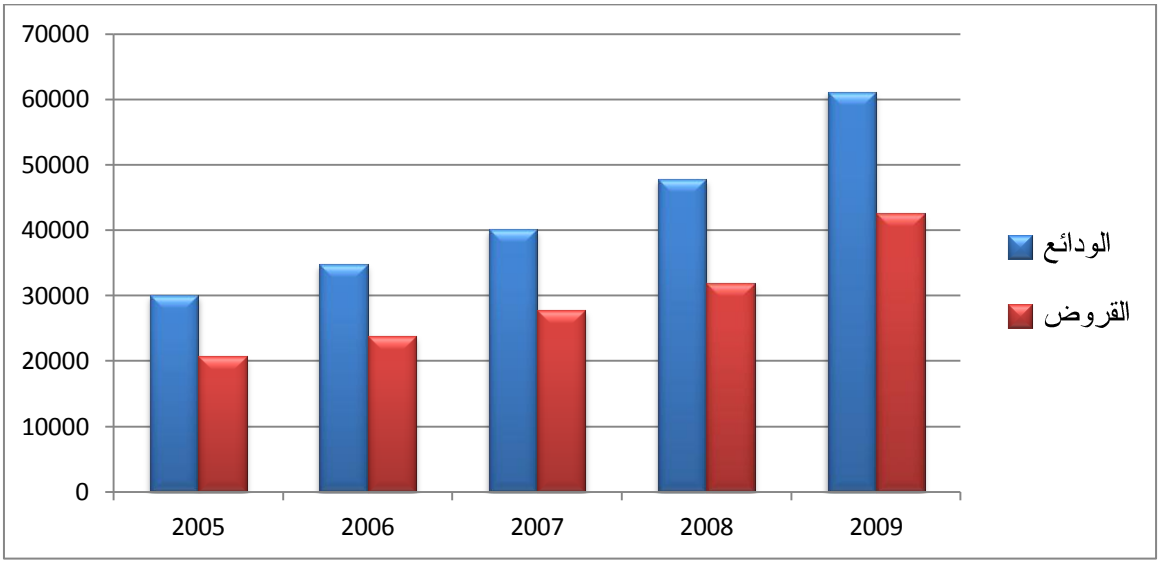
5 – التقرير السنوي لبنك المغرب، المغرب، 2007، ص 17.

6 – Annual report of CBRC, 2008, P 35.

الصينية الرامية إلى تسريع وتيرة النمو الاقتصادي والتي تستوجب زيادة القروض الموجهة للشركات الصناعية والشركات الصغيرة والمتوسطة القادرة على التوسع والنمو[1].

الشكل رقم (48): تطور ودائع وقروض المؤسسات البنكية في الصين

خلال الفترة 2005-2009م



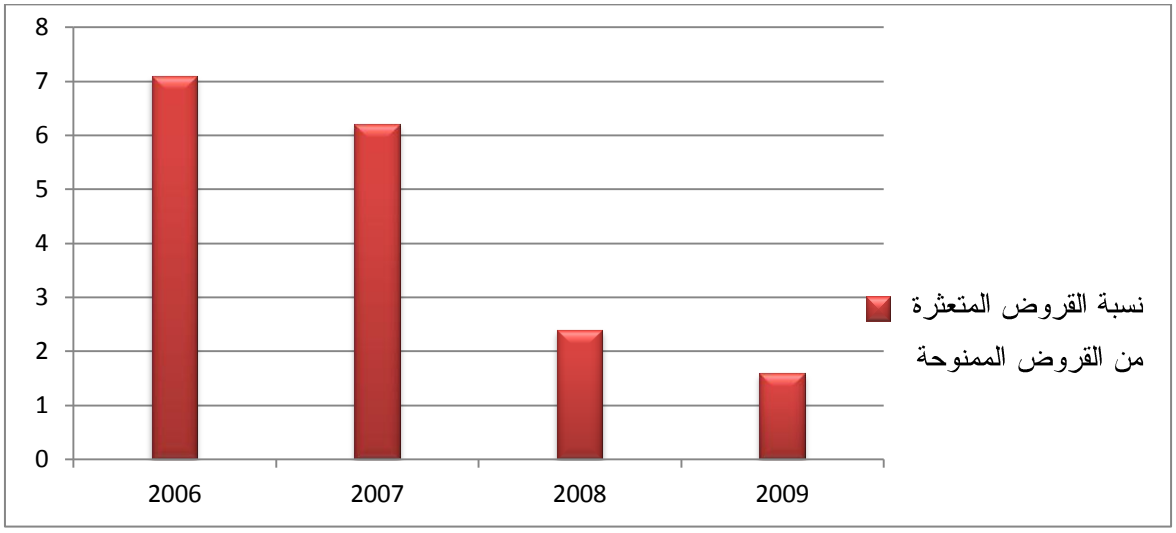
المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (45).

ث- جودة الأصول: استمرت البنوك في تعزيز سياسة الائتمان وفي زيادة سرعة إصلاح وهيكلة أصولها، وذلك بشطب القروض المتعثرة وتحسين نوعية قروضها، حيث وصل إجمالي القروض المتعثرة في سنة 2005م إلى 71.3 مليار يوان والتي شكلت 7.1% من إجمالي القروض الممنوحة[2]. في سنة 2007م، وصل إجمالي القروض المتعثرة 6.2% من إجمالي القروض الممنوحة[3] بينما انخفضت في سنة 2008م إلى 2.4% من إجمالي القروض الممنوحة، حيث تسارعت وتيرة إصلاح وتحسين جودة القروض الممنوحة وتحسين هيكل أصولها[4]. في سنة

1 - Annual report of CBRC, 2009, P 123.
2 - Annual report of CBRC, 2006, P 34.
3 - Annual report of CBRC, 2007, P 31.
4 - Annual report of CBRC, 2008, P 36.

2009م، خفضت البنوك من قروضها المتعثرة إلى 493 مليار يوان والتي شكلت 1.6% من إجمالي قروضها الممنوحة[1].

الشكل رقم (49): تطور نسبة القروض المتعثرة من القروض الممنوحة لمؤسسات الإقراض في الصين خلال الفترة 2006-2009م

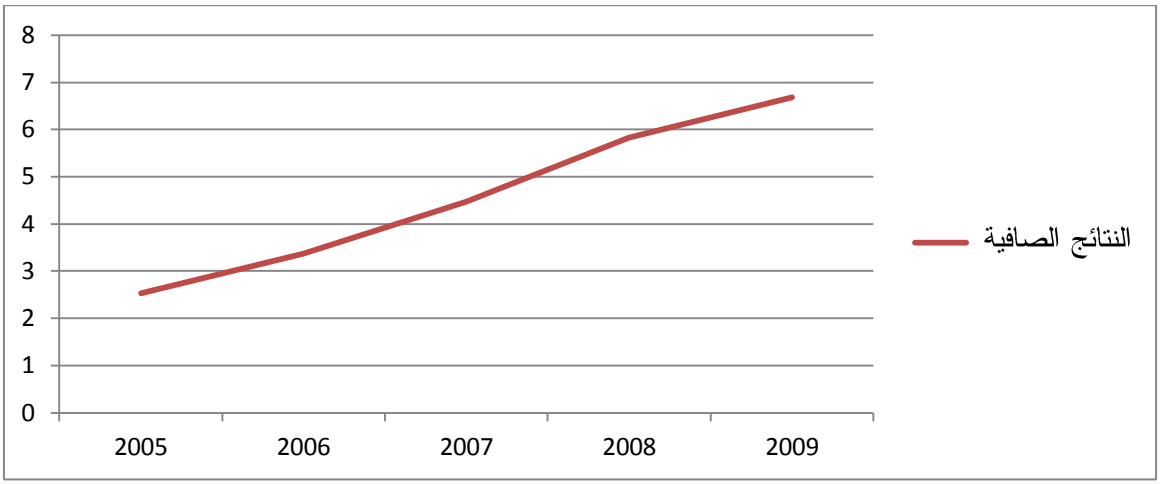


المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (45).

ج- الأرباح: حققت البنوك الصينية في سنة 2006م أرباحا صافية قدرت ب 3.37 مليار يوان صيني، أي بزيادة 33% عن سنة 2005م[2]. في سنة 2007م حققت البنوك أرباحا ب 4.46 مليار يوان [3]، وفي سنة 2008م ارتفعت أرباح البنوك إلى 5.83 تريليون يوان[4] وارتفعت في سنة 2009م إلى 6.68 تريليون يوان.[5]

1 - Annual report of CBRC, 2009, P 128.
2 - Annual report of CBRC, 2006, P 37.
3 - Annual report of CBRC, 2007, P 32.
4 - Annual report of CBRC, 2008, P 37.
5 - Annual report of CBRC, 2009, P126.

الشكل رقم (50): تطور أرباح مؤسسات الإقراض في الصين خلال الفترة 2005-2009م



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على بيانات الجدولين رقم (45).

الجدول رقم (45): تطور أداء النظام البنكي الصيني خلال الفترة 2005-2009م.

2009	2008	2007	2006	2005	
3857	5643	8877	19797		**عدد المؤسسات البنكية**
61200.6	47844.4	40105.1	34806.5	30020.9	**الودائع (بمليار يوان)**
42559.6	32012.8	27774.6	23828	20683.9	**القروض (بمليار يوان)**
497.3	560.25	1268.42	1254.92	713	**القروض المتعثرة (بمليار يوان)**
1.6	2.4	6.2	7.1		**نسبة القروض المتعثرة من القروض الممنوحة %**
6.684	5.833	4.467	3.379	2.532	**النتائج الصافية (بمليار يوان)**

Source: Annual reports de CBRC, 2006,2007, 2008, 2009.

الفرع الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على المؤشرات الاقتصادية في الصين

أ-النمو الاقتصادي: حققت الصين في سنة 2004م نسبة نمو اقتصادي قدرت بـــ 17.06% [1] مدفوعة بارتفاع الصادرات والتطور الملحوظ لحجم الاستثمارات وخاصة منها الأجنبية وارتفاع النمو الاقتصادي الأمريكي بنسبة 4.4% وكذلك في دول الإتحاد الأوروبي 2.5%[2].

في سنة 2005م، تواصل النمو الاقتصادي بوتيرة أسرع، حيث وصل معدل النمو 10.14% في سياق تميز بارتفاع الصادرات والاستثمارات خاصة الأجنبية وارتفاع الاستهلاك الداخلي، وصاحب ذلك ارتفاع في التضخم مما اضطر البنك المركزي الصيني إلى تعديل نظام الصرف بربط "اليوان" بسلة عملات بدل الدولار، ورغم ذلك بقي "اليوان" متدنيا مما ساهم في إعطاء دفعة قوية للصادرات الصينية[3]. في سنة 2006م، ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 11.6% وذلك مع زيادة تدفق الاستثمارات وارتفاع الصادرات[4]. في سنة 2007م، سجل الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا بنسبة 11.9% نتيجة زيادة حجم الاستثمارات خاصة الأجنبية وارتفاع الطلب الخارجي على السلع الصينية[5]. في سنة 2008م، تراجع النمو في الصين إلى 9%، حيث عرفت الصادرات انخفاضا ومع ذلك ارتفعت الاستثمارات وكذلك الطلب الاستهلاكي الداخلي[6].

بلغت نسبة النمو الاقتصادي 8.7% في سنة 2009م، حيث سجل تباطؤ في الصادرات والاستثمارات في قطاع السكن[7].

ب-معدل التضخم: عرف معدل التضخم انخفاضا في سنة 2006م، حيث انخفض من 1.8% في سنة 2005م إلى 1.5% في سنة 2006م، حيث عرفت السنة ارتفاع الطلب المحلي ولكن قابله

---

1 - Annual report of people's bank of china, 2004, P 16.

2- التقرير السنوي لبنك المغرب، 2004، ص 20.

3 - التقرير السنوي لبنك المغرب، 2005، ص 16.

4 - التقرير السنوي لبنك المغرب، 2006، ص 15.

5 - التقرير السنوي لبنك المغرب، 2007، ص 17.

6 - التقرير السنوي لبنك المغرب، 2008، ص 24.

7 - التقرير السنوي لبنك المغرب، 2009، ص 20.

ارتفاع في النتائج المحلي الإجمالي مما سمح بكبح أثر ارتفاع الأسعار بل و ساهم في ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 11.6% ، في سنة 2007م، ارتفع معدل التضخم إلى 4.8%، فبالرغم من ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 11.9% إلا أن الطلب المحلي المتزايد وارتفاع أسعار الطاقة والمواد الغذائية أدى إلى ارتفاع الأسعار المحلية[1]. في سنة 2008م، أدى ارتفاع الطلب المحلي وارتفاع أسعار الطاقة لمعدلات قياسية مع انخفاض الناتج المحلي الإجمالي، إلى ارتفاع معدل التضخم إلى 5.9%.[2] في سنة 2009م، سجلت الاستثمارات الأجنبية انخفاضا كما سجل الناتج المحلي الإجمالي تباطؤا، حيث بلغت نسبة نموه 8.7% بالإضافة إلى انخفاض الطلب المحلي الإجمالي، كل هذه الأسباب أدت إلى انخفاض معدل التضخم إلى دون الصفر (0.7%-) حيث كان هناك فائض في العرض بسبب تراجع الصادرات الصينية.

ت- الميزان التجاري: سجل الميزان التجاري الصيني فائضا خلال سنوات 2005م، 2006م، 2007م، 2008م، حيث بلغ 101.9، 177.5، 262.2 و295.5 مليار دولار على التوالي، ويرجع ذلك إلى زيادة الصادرات بسبب الطلب المتزايد على السلع الصينية من دول منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية التي عرفت نشاطا في هذه السنوات. في سنة 2009م، حقق الميزان التجاري فائضا ب 195.6 مليار دولار فقط، ومرد ذلك انخفاض حجم الصادرات بسبب تقلص الطلب الخارجي على السلع الصينية نظرا للتباطؤ الاقتصادي الذي عرفته الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي في هذه السنة.

بخصوص الاحتياطات الخارجية، فقد عرفت هي كذلك نموا سريعا رغم ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م، حيث ارتفعت من 818.9 مليار دولار سنة 2005م إلى 1066، 1528، 1946، 2399.1 مليار دولار خلال سنوات 2006م، 2007م، 2008م، 2009م على التوالي.

ث- الميزانية العامة: عرفت الميزانية العامة للصين عجزا خلال سنتي 2005م و2006م ب 208.1 و896.6 مليار يوان على التوالي، وذلك بسبب مشاريع البنية التحتية التي قامت بها الحكومة الصينية. في سنة 2007م، سجلت الميزانية العامة فائضا بقيمة 173.86 مليار يوان بسبب ارتفاع الإيرادات وارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بمعدل قياسي إلى 11.9%. خلال سنتي

1 - Annual report of people's bank of china, 2008, P 16.

2 - Annual report of people's bank of china, 2009, P 21.

2008م و2009م، عرف الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا بطيئا مقارنة مع السنوات السابقة ما انعكس على انخفاض الإيرادات، حيث سجلت الميزانية العامة في 2008م و2009م عجزا بقيمة 111 و950 مليار يوان على التوالي[1].

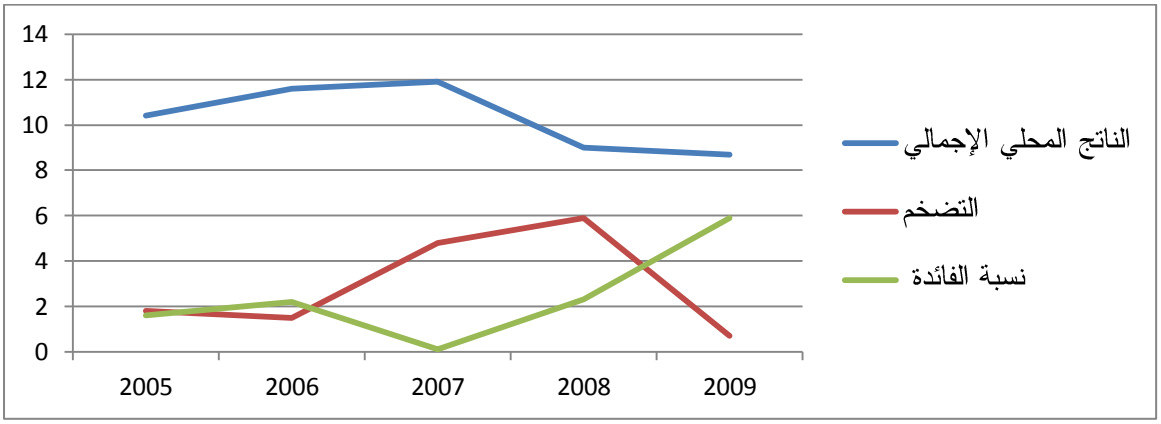
الجدول رقم (46): تطور مؤشرات الاقتصاد الصيني خلال الفترة 2005-2009م.

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
الناتج المحلي الإجمالي (بمليار يوان)	183868	211923	249530	300670	397983
التطور %	10.4	11.6	11.9	9	8.7
التضخم %	1.8	1.5	4.8	5.9	0.7
نسبة الفائدة %	1.6	2.2	0.1	2.3	5.9
فائض الميزان التجاري (بمليار دولار)	101.9	177.5	262.2	295.5	195.6
الميزانية العامة (بمليار يوان)	208.01-	869.6-	173.86	111.01-	950-
الاحتياطات الخارجية (بمليار دولار)	818.9	1066.3	1528.25	1946.03	2399.15

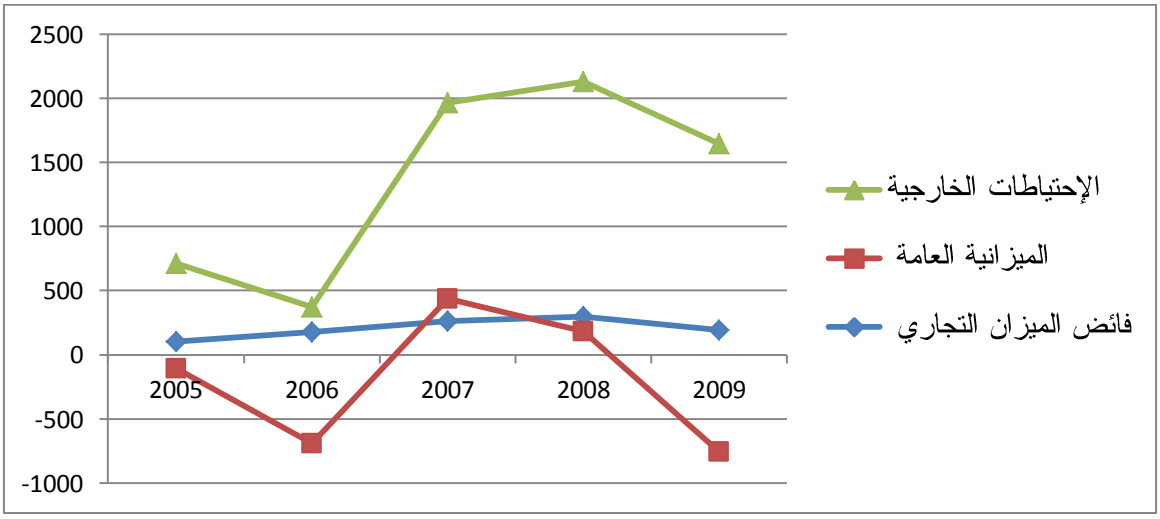
Source : Annual reports of people's bank of china 2007, 2008, 2009, 2010.

1 – Annual report of people's bank of china, 2010, P 108.

الشكل رقم (51): تطورات الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، نسبة الفائدة في الصين خلال الفترة 2005-2009م



الشكل رقم (52): تطورات بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الصين خلال الفترة 2005-2009م



المصدر: تم إعدادهما بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (46).

المبحث الثالث: خطط الإنقاذ والقمم العالمية المنعقدة لمواجهة الأزمة المالية العالمية 2008م

أدت الأزمة المالية العالمية 2008م منذ ظهورها، والذي تلاها انهيار أعرق وأكبر المؤسسات المالية، إلى تسارع جهود الدول المتضررة للتصدي لتبعات الأزمة. وسنتناول في هذا المبحث الخطوات الحكومية لمواجهتها على المستوى القومي والإقليمي والدولي.

المطلب الأول: الخطط القومية

الفرع الأول: خطة الإنقاذ الأمريكية

يطلق عليها كذلك خطة إنقاذ وزير المالية الأمريكي "هنري بولسون"، حيث مثل الأخير أمام اللجنة المصرفية بالكونغرس الأمريكي وحذر من خطورة الأزمة المالية العالمية 2008م[1]، فبعد تدهور الأسواق المالية وإفلاس عدة بنوك كبيرة واندماج وبيع عدد منها وانخفاض في سعر الفائدة، قامت الحكومة الأمريكية بتأميم عدة بنوك ووضع الوصاية على بنوك أخرى[2]. شدد الوزير الأمريكي على الإسراع في التدخل[3]، كما ألح على أن التدخل المباشر للحكومة في الحياة المالية هو أداة ووسيلة فعالة لوقف انتشار الأزمة والحيلولة دون انهيار باقي المؤسسات المالية، حيث اقترح على مجلس النواب الأمريكي خطة تكلفتها 700 مليار دولار تسمح بشراء أصول هالكة مرتبطة بالرهن العقاري بقيمة 700 مليار دولار تطبق على مراحل وتحت شروط، كما تشمل الخطة إعفاءات ضريبية والحد من المضاربة وتكون تحت إشراف مجلس النواب ومكاتب وهيئات حكومية، كما للمجلس حق النقض والتعديل والاعتراض على الخطة، ويقابل المساعدات امتلاك الحكومة أصول المؤسسات التي تستفيد من الخطة.[4]

تعرضت الخطة الأمريكية عند عرضها في 29 سبتمبر 2008م إلى معارضة من قبل مجلس النواب والأمريكيين معللين ذلك بأن ما بادرت إليه المؤسسات المالية والبنوك سابقا بالمخاطرة

1- د. إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 104.
2- د. محمد أحمد زيدان، مرجع سابق، ص 24.
3- د. إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 105.
4- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 59.

الكبيرة في استثمارات ومضاربات خطيرة العواقب وتحقيقها من ورائها لثروات طائلة لا يمكن أن يتحمله دافع الضرائب الأمريكي كما أن الحكومة لا يمكنها أن تتحمل مسؤولية تحمل خسارة الشركات الخاصة إلا أن الانخفاض الحاد في مؤشرات الأسواق المالية والمخاوف من تفاقم الوضع، اضطر الكونغرس الأمريكي في 29 اكتوبر2008م إلى الموافقة على الخطة مع إدخال تعديلات عليها تضمن حقوق دافعي الضرائب وحماية المدخرات والعقارات[1] ضمن قانون "تأمين الاستقرار الاقتصادي لسنة 2008م". وقد عبرت عدة منظمات ومسؤولين عن ارتياحهم لإقرار الخطة مما ساهم في طمأنة وتهدئة الأسواق المالية مؤقتا[2].

في اطار السعي إلى سبيل تهدئة الأسواق المالية الأمريكية المضطربة، قام الفدرالي الأمريكي بوضع خطة ب 150 مليار دولار لإقراض البنوك و330 مليار دولار أخرى لمساعدة الأسواق المالية في أوروبا وآسيا و230 مليار دولار لدعم المؤسسات المالية الكبرى. في سبيل توفير السيولة في الأسواق المالية والمصارف، قامت الخزانة الأمريكية بطرح سندات خزانة تكميلية لتمويل نشاط الفدرالي الأمريكي بدون حد على إصدارها وبيعها بعد إنفاق الفدرالي ل 500 مليار دولار من أصل 800 مليار دولار احتياطات يملكها.

الفرع الثاني: خطط الإنقاذ الأوروبية

بالتزامن مع الجهود الأمريكية، تحركت الدول الأوروبية الأعضاء في منطقة اليورو إلى وقف انتشار الأزمة المالية العالمية 2008م بوضع خطط إنقاذ.

في بريطانيا، قامت الحكومة خلال سنة 2008م بوضع عدة خطط مالية، حيث تم تخصيص 37 مليار جنيه إسترليني لشراء أسهم كبرى البنوك البريطانية المتعثرة وفق شروط[3] كما قامت الحكومة بضخ 250 مليار جنيه (450 مليار دولار أمريكي) كسيولة في اكبر بنوك البلاد والتدخل لضمان الودائع والاستحواذ على أصول وأموال البنوك الأيسلندية التي كانت في طرقها إلى الإفلاس، كما أعلن وزير المالية البريطاني عن خطة ب 90 مليار دولار لمساعدة المؤسسات

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 106.
2- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 67.
3- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 107.

المالية المتعثرة، حيث تقوم بتوفيرها للبنوك بغرض استبدال قروضها العقارية بسندات حكومية تعادلها، كما قام بنك إنجلترا بخفض سعر الفائدة بنصف نقطة.

في فرنسا، وافق البرلمان في سنة 2008م على خطة الحكومة المقدرة ب 360 مليار يورو (491 مليار دولار أمريكي) لإنقاذ المصارف وإعادة الثقة إلى الأسواق المالية وتنشيط عملية الإقراض ما بين البنوك وذلك بتوفير ضمانات لها وإعادة هيكلة رؤوس الأموال المتعثرة فيها. في نوفمبر 2008م، أعلن عن خطة بقيمة 26 مليار يورو لمساعدة قطاع الإسكان والسيارات وتخصيص مليار يورو لإعادة تمويل شركات السيارات، كما أعلنت عن خطة بقيمة 40 مليار يورو للحصول على حصص في الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة.

في ألمانيا، وضعت الحكومة خطتها لإنقاذ البنوك بما فيها إنشاء صندوق لإعادة الاستقرار للأسواق ب 400 مليار يورو (540 مليار دولار). في إيطاليا، وافقت المفوضية الأوروبية في 23 ديسمبر2008م على خطة الحكومة الإيطالية المقدرة ب 20 مليار يورو لإنقاذ البنوك المتعثرة وشراء البنوك العاجزة عن مواجهة الأزمة المالية العالمية 2008م وذلك[1] .

في إسبانيا، وضعت الحكومة خطة ب 100 مليار يورو لضمان ديون البنوك وشراء أسهم المؤسسات المالية المتعثرة، وأقرت المفوضية الأوروبية في 23 ديسمبر 2008م خطة الحكومة لإنقاذ القطاع المالي والمصرفي بقيمة 200 مليار يورو. في الدانمرك ونيوزيلندا، قامت حكومتهما بضمان ودائع العملاء لدى البنوك وفي جميع المؤسسات المالية بهدف إعطاء الثقة للقطاع المالي، وقررت الحكومة الهولندية توفير 20 مليار يورو للمؤسسات المالية الهولندية لتوفير الاستقرار للقطاع المالي.

الفرع الثالث: خطط الإنقاذ الأسترالية، الروسية والأسيوية

تدخلت الحكومة الأسترالية في سنة 2008م للحفاظ على السيولة من خلال تمويل البنوك وضمانها للودائع بتوفير 2.6 مليار دولار أمريكي مقابل السندات التي يدعمها الرهن العقاري[2]. أقر مجلس الدوما الروسي خطة ب 84 مليار دولار لإنقاذ القطاع المصرفي، كما تدخل البنك المركزي

1- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 67.

2- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 118.

الياباني بضخ 10 مليار دولار في النظام المصرفي لتوفير السيولة في المصارف المتعثرة[1]. حتى نوفمبر 2008م، كان البنك المركزي الصيني قد خفض سعر الفائدة 3 مرات منذ منتصف سبتمبر 2008م لتنشيط الطلب على الاستهلاك، بالإضافة إلى إقرار مجلس الوزراء خطة ب 586 مليار دولار لتنشيط الطلب على الاستهلاك المحلي بالإضافة إلى استثمار 120 مليار دولار أمريكي في مشاريع استثمارية استراتيجية للمحافظة على قدرتها التصديرية ورفع الناتج المحلي الإجمالي الذي انخفض في سنة 2008م إلى 9% لأول مرة منذ سنة 2005م.[2]

المطلب الثاني: التنسيق الدولي لمواجهة الأزمة

رغم الجهود الأحادية للدول لاحتواء الأزمة المالية العالمية 2008م إلا أن الأزمة واصلت انتشارها في سنة 2012م، الأمر الذي دفع الدول إلى البحث عن حلول دولية بعقد قمم ومؤتمرات دولية.

الفرع الأول: قمم سنة 2008م

طرحت في قمة باريس في 4 أكتوبر 2008م فكرة إنشاء صندوق إنقاذ مصرفي أوروبي بقيمة 300 مليار يورو بين ألمانيا، فرنسا، إيطاليا وبريطانيا بمشاركة رئيس المفوضية الأوروبية ورئيس المجموعة الأوروبية ورئيس البنك المركزي الأوروبي[3]، ولكن ألمانيا ومعها بريطانيا رفضتا فكرة إنشاء الصندوق واكتفت بتدابير فردية، حيث كان هناك اختلاف في وجهات النظر بين فرنسا وبريطانيا حول أساليب حل الأزمة، فبريطانيا ترى ضرورة دعم المؤسسات الصغرى أما فرنسا فترى ضرورة دعم البنوك وبناء الرأسمالية على أسس جديدة[4] .

اتفق رؤساء دول الاتحاد الأوروبي في اجتماعهم ببروكسل في 2008/10/15م على تخفيض سعر الفائدة وضمان الودائع في البنوك، وقد انعكست هذه القرارات على أسواق المال الأوروبية بحيث عرفت ارتفاعات في مؤشراتها، ورحبت عدة جهات بالخطوة الأوروبية، كما دعا

1- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 68.
2- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 124.
3- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص75.
4- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 125.

قادة الاتحاد الأوروبي إلى إصلاح صندوق النقد الدولي ووضع نظام دولي للتنبؤ بالأزمات ووضع خطة مستعجلة لإعادة الاستقرار إلى الأسواق المالية المضطربة[1].

في قمة وزراء مالية الدول السبع الأكثر تصنيعا في واشنطن في 2008/10/10م، اتفق وزراء المالية وحكام المصارف المركزية لهذه الدول على خطة تحرك جماعية لإعادة الثقة إلى الأسواق المالية العالمية، تتألف من خمس نقاط:

– دعم المؤسسات المالية الكبرى والحيلولة دون إفلاسها بكل الوسائل لإعادة الثقة إلى الأسواق المالية.

– استعمال كل الوسائل والإجراءات لتحريك القروض والأسواق النقدية حتى تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة ورؤوس الأموال .

– استعادة ثقة المودعين من خلال ضمان الودائع.

– القيام بما هو ضروري لتحريك سوق قروض الرهن العقاري التي كانت سببا في ظهور الأزمة المالية العالمية.

– مواصلة التحرك لإحلال الاستقرار بأسواق المال وإعادة تدفق الأموال لدعم النمو الاقتصادي العالمي[2].

في الاجتماع السنوي لصندوق النقد الدولي والبنك العالمي في 2008/10/10م، دعا مدير الصندوق الدول للوفاء بالالتزامات المالية، كما دعا رئيس البنك العالمي الدول أن تتوسع في ضماناتها من ضمان الودائع البنكية إلى ضمان الودائع ما بين البنوك وسوق النقد لإعادة النشاط إليهما وتشديد الرقابة على الودائع المصرفية ودعم القطاع الخاص. أعلن صندوق النقد الدولي عن تفعيل القروض العاجلة للدول لمواجهة الأزمة كما شدد على ضرورة التنسيق المكثف بين الدول لإعادة للاستقرار أسواق المالية.

1– ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص81.

2– سامي مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 87

في القمة الأمريكية–الأوروبية في 18أكتوبر 2008م بين الرئيس الفرنسي ورئيس الولايات المتحدة الأمريكية، دافع الرئيس الأمريكي على الحرية والرأسمالية المطلقة بدون رقابة وعدم التدخل في شؤون الشركات كما شدد على التعاون لحل الأزمة وكوسيلة وحيدة لإعادة الهدوء إلى الأسواق المالية.

في قمة باريس التي ضمت 15 دول أوروبية، اتفقت الدول على ضرورة ضمان الودائع وضخ الأموال في البنوك والمصارف المتعثرة وتنسيق الجهود لوضع خطط جديدة لمنح الثقة للمؤسسات والمتعاملين بما يسمح بإعادة الثقة للأسواق المالية وكذلك التدخل الحكومي بالتأميم الجزئي للمؤسسات المالية والمصارف المتعثرة، حيث تعهدت الدول باتخاذ تدابير فردية على شكل خطط ضخ أموال في المصارف وحماية رأسمالها، ولكن لم يتفق على قيمة هذه الخطط.

اقتناعا بضرورة التوسع أكثر في التعاون والتنسيق الدولي، عقدت قمة بكين في 2008/10/20م بين دول منطقة اليورو و16 دول آسيوية (تضم 60% من المعاملات التجارية الدولية)، واستهدف الاجتماع تعزيز الثقة في الأسواق بالتعاون واتخاذ إجراءات حاسمة ومسؤولة، كما دعت بعض الدول إلى تشديد الرقابة على أسواق المال، وقد تعهد زعماء هذه الدول بالعمل على إعادة صياغة النظام الدولي العالمي، كما دعت القمة الصين إلى الإسهام في حل الأزمة المالية العالمية 2008م.

في قمة العشرين في 2008/11/15م في واشنطن، دعا الرئيس الأمريكي إلى الحفاظ على الأسواق الحرة، وهو النهج المعاكس لرأي الأوروبيين الذين يشددون على ضرورة التدخل بإجراءات صارمة في الأسواق المالية، وجاء هذا الاجتماع لتحقيق هدفين:

– إيجاد استراتيجية فعالة لأزمة الرأسمالية.

– إصلاح النظام النقدي الدولي من خلال إدخال آلية مالية قادرة على اكتشاف ضعف الأنظمة المالية قبل أن يتسبب ذلك في حدوث أزمات.

قررت دول المجموعة انتهاج حلول فردية بخطط إنعاش وطنية حسب أولويات كل دولة، كما قررت المجموعة ضرورة دعم تمثيل الدول النامية ومساهمتها في صندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

تمحورت أهداف الدول الأوروبية في:

- توسيع المراقبة التنظيمية على جميع الفاعلين في القطاع المالي.
- اعتماد قانون مراقبة على القطاع المالي.
- تجانس قواعد المحاسبة .
- قيام صندوق النقد الدولي بدور أكثر فعالية باعتباره هيئة عالمية لحكم الاقتصاد الشامل.

الفرع الثاني: قمم سنة 2009م

في 2 أفريل 2009م، اجتمعت دول العشرين في لندن، وكان قد سبق القمة دعوة الصين وروسيا إلى إنشاء عملة عالمية جديدة عبر صندوق النقد الدولي وإصلاح تدريجي للصندوق، أما أوروبا فقد رفضت التوصيات الأمريكية بإنفاق المزيد من الأموال لإنعاش الاقتصاد، معللين ذلك أنه يجب الانتظار لحين ظهور نتائج خططهم السابقة. خرجت القمة باتفاق الدول على ضخ 5 تريليون دولار في اقتصاديات الدول العشرين وتوفير 1 تريليون دولار لصندوق النقد الدولي والبنك العالمي ليتمكنا من مساعدة الدول المتضررة من الأزمة المالية العالمية 2008م، كما خصصت 100 مليار دولار أخرى للبنك العالمي وبنوك تنمية إقليمية وتقديم 50 مليار دولار لمساعدة الدول الأكثر فقرا في العالم، كما اتفقت الدول على وضع أسس جديدة لمراقبة نشاط القطاع العقاري الذي تسبب فيها ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م ومحاربة الثغرات الضريبية وإنشاء مؤسسات للرقابة المالية تكون تحت إشراف صندوق النقد الدولي ومحاربة الحمائية الاقتصادية باعتبار أن لها نتائج كارثية على الاقتصاد.

يبقى أهم شيء خرجت به القمة هو توافق الآراء، حيث كانت هناك مواقف وأراء متباعدة ومختلفة قبل الأزمة، ففرنسا هددت بالانسحاب أما ألمانيا شددت على ضرورة أن تتخذ قرارات في القمة ببناء منظومة مالية دولية جديدة وعدم إنفاق أموال جديدة في خطط إنعاش، كما أن الصين وروسيا دعتا إلى إنشاء عملة عالمية تحل محل الدولار، أما الولايات المتحدة الأمريكية فقد شددت على ضرورة عدم وضع قواعد تمس بالحرية الاقتصادية، وفي نهاية القمة تنازلت كل دولة عن بعض الشروط وغيرت من مواقفها، كما يشار بالذكر إلى تحويل "منتدى الاستقرار الاقتصادي" إلى "مجلس الاستقرار الاقتصادي" خلال القمة مع إعطائه صلاحيات أكثر حتى يمنع التلاعب

والإضرار بالمصالح الاقتصادية الوطنية ويتصدى للملاذات الضريبية التي لا تسمح بنقل المعلومات عند طلبها وعلى سرية البنوك[1].

1- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص114.

خلاصة الفصل الثالث

أثرت الأزمة المالية العالمية 2008م على مجمل مؤشرات النشاط الاقتصادي والمالي للدول المتقدمة والناشئة ولكن بنسب متفاوتة، فالدول المتقدمة، والتي اخترنا منها فرنسا، تضررت كثيرا من الأزمة؛ حيث عرف القطاع المالي توسعا اكبر من إمكانياته وذلك بقيام البنوك بالتوسع في منح القروض معتمدة في ذلك على الموارد الغير الأكيدة (محفظة الأوراق المالية)، حيث شجعت الأسواق المالية المتعاملين على المبالغة في التعامل وشراء أسهم البنوك، حيث ساهمت المضاربة بوجهها السلبي وكذلك الإدمان على التعامل بالمشتقات المالية والسيولة الكبيرة الموجودة في السوق، إلى تضخيم القيمة السوقية للقطاع البنكي على حساب القطاع الحقيقي، وظهور أنواع جديدة من الأسهم والسندات مرتبطة بمتغيرات (مؤشرات، عملات أجنبية، أسعار الفائدة والتضخم وغيرها) لا احد يستطيع التنبؤ بتغيراتها (المضاربة)، حيث لم يعد يوجد في السوق المالي أوراق مالية كثير مضمونة العائد.

ساهمت الأسواق المالية في نشر الأزمة المالية العالمية 2008م إلى قاعدة أوسع خارجها بواسطة بيع ديون البنوك إلى أفراد ومؤسسات خارج الأسواق المالية (توريق الديون) و توزيع مخاطر التغيرات المستقبلية فيها إلى خارجها (المشتقات)، حتى إذا ما انخفضت أسهم البنوك والمؤسسات المالية كان لها انعكاسات كبيرة على باقي القطاعات الاقتصادية.

أما في الدول الناشئة، والتي اخترنا منها الصين، فقد كان للازمة المالية العالمية 2008م تأثيرا اقل حدة من ذلك الحاصل في الدول المتقدمة، حيث أفلحت الرقابة الصارمة والسياسة النقدية المتشددة قبل ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م في تقليل تكلفة الأزمة عليها، فالملاحظ في الأسواق المالية الصينية أن القطاع الحقيقي هو المؤثر والموجه للسوق المالي فيها وأن حجم المضاربة اقل من ذلك المسجل في أسواق الدول المتقدمة، حيث يخضع التعامل في الأدوات المالية المبتكرة (المشتقات والأوراق المالية المرتبطة بمتغيرات) إلى رقابة شديدة من الجهات الرسمية بوجود ممثلين عن الحزب الشيوعي الحاكم والوزارات والمؤسسات النقدية الرسمية في كل سوق مالي، بالإضافة إلى تشجيع الجهات الرسمية المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الصناعية والإنتاجية وتداول أسهم وسندات القطاع الحقيقي المقيمة بالعملة المحلية تجنبا لحدوث تأثيرات سلبية لازمات قد تحدث في دول أخرى.

رغم خطورة الأزمة المالية العالمية 2008م التي كان للأسواق المالية دورا في ظهورها، ترددت حكومات الدول المتقدمة في التدخل في الأسواق المالية وفرض رقابة صارمة على العمليات الجارية فيها مكتفية بضخ أموال كبيرة في القطاع البنكي (نظرا للقيمة السوقية الكبيرة للبنوك في الأسواق المالية) ، كما أعلنت عدة دول رفضها التدخل والمساس بقواعد الرأسمالية التي تنادي بالحرية المالية والاقتصادية بدون قيود.



دور الأسواق المالية في الأزمة المالية العالمية
دراسة مقارنة بين الدول الناشئة و الدول المتقدمة

أثرت الأزمة المالية العالمية 2008م على النشاط المالي والاقتصادي في مختلف الدول، ومنذ ظهورها انشغلت حكومات الدول على إيجاد حلول تمكنها من الخروج من الأزمة بأسرع وقت واقل تكلفة.

إن تغطية الأزمة المالية العالمية من كافة الجوانب يعتبرا أمرا في غاية الصعوبة، نظرا لتعقيداتها، حيث لم يعرف التاريخ الاقتصادي المعاصر أزمة مالية واقتصادية كالأزمة المالية العالمية 2008م نظرا لتشابك وترابط مختلف القطاعات والأنشطة بعضها ببعض داخل الدول وكذلك لترابط الدول حاليا بمصالح وعلاقات اقتصادية ومالية. بتطرقنا بالدراسة لبعض تأثيرات الأزمة المالية العالمية 2008م ، يمكننا الخروج ببعض النتائج وذلك على شكل مقارنة بين الدول المتقدمة والناشئة:

1- تتبع الصين سياسة مالية ونقدية متشددة نوعا ما، وهذا ما يمكن ملاحظته في هيكل الأسواق المالية، حيث يوجد في كل سوق مالية ممثلين للحكومة والحزب الشيوعي ما يسمح للسلطات بمتابعة ما يجري في الأسواق المالية عن كثب وتدارك التجاوزات التي تحصل فيها بسرعة، كما تمكنها من تسليط عقوبات صارمة على المخالفين للقوانين المسيرة للأسواق المالية، حيث قامت باتخاذ عدة إجراءات وعقوبات مباشرة عقب ظهور أزمة الرهن العقاري في سبتمبر 2007م، فيما يلاحظ أن السوق المالي الفرنسي يتمتع بحرية أكبر وهذا ما يتيح للمتعاملين فيه القيام بمضاربات والتهرب من العقوبات بسبب البطء المسجل فيما يخص تعديل القوانين التي تسير الأسواق المالية.

2- أدى ربط السوق الفرنسي بالسوق المالية الأوروبية الموحدة ثم اندماجها مع بورصة نيويورك إلى تشابك وتعقد أكثر للعلاقات وفتح مجال أوسع لتحرك المضاربين في تسويق المنتجات المالية المبتكرة ذات العائد المالي الكبير ودرجة الخطورة العالية وذلك في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بدون وجود قانون موحد ورقابة كافية وإلى هيمنة الأسواق المالية الأمريكية، التي تتمتع بحرية كبيرة وضعف الرقابة الحكومية عليها، على الأجواء العامة في البورصات الأوروبية وتأثرها بما يجري في الأسواق المالية الأمريكية من أحداث. أما في الصين، ورغم اندماجها في الاقتصاد العالمي وتربعها على المرتبة الأولى عالميا للمصدرين إلا أنها لم تجازف بربط أو دمج أسواقها المالية مع أسواق مالية إقليمية أو دولية، وذلك بهدف مراقبة الأسواق المالية الصينية وحمايتها من التأثيرات الخارجية.

3- يتميز السوق المالي الفرنسي بالاختلال وهيمنة سوق على آخر، حيث يلاحظ إقبال المتعاملين على سوق الأسهم والمشتقات المالية وهذا ما يفسر سيولتهما العالية، في حين أن سوق السندات لا يتوفر على السيولة نظر لضعف الإقبال عليه على الرغم من أن السندات تعتبر أداة مالية ذات عائد ثابت ومضمون، وذلك بسبب المضاربة الكبيرة الموجودة في سوق الأسهم بشراء أوراق مالية ذات عائد غير مضمون لتحقيق أرباح كبيرة على المدى القصير، أما الأسواق المالية الصينية فقد عرفت إقبالا من جانب المستثمرين على كل الأدوات المالية وهذا ما يفسر توافر كل الأسواق على السيولة نظرا لقلة المضاربات فيها والرقابة الحكومية على أسعار الأوراق والعقود المتداولة.

4- أدت المضاربات الكبيرة في السوق المالي الفرنسي إلى تأثر أداء السوق المالي بمتغيرات دولية ظرفية؛ كالتغير الذي يحصل في سلعة معينة أو قطاع معينا، والى تضخيم في أسعار بعض الشركات عن السعر العادل لها نظرا لضعف الرقابة على هذه الأنشطة، في حين أن الأسواق المالية الصينية هي اقل تأثرا بالمتغيرات الدولية الظرفية وأن المؤثر الكبير هو القطاع الصناعي بالدرجة الأولى.

5- أدى ابتكار أنواع جديدة من الأدوات المالية كالمشتقات المالية وربط الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات بمتغيرات وانتشارها بسرعة كبيرة في الأسواق المالية للدول المتقدمة بالإضافة إلى غياب الرقابة عليها إلى تشجيع المضاربة بوجهها السلبي على حساب أهداف التحوط، وهذا ما يمكن ملاحظته في التقارير الرسمية للهيئات المشرفة على الأسواق المالية، حيث لا تشير تلك التقارير إلى مبلغ العقود المشتقات، كما يلاحظ كذلك سرعة نمو سوق المشتقات المالية، وما يزيد من خطورة ذلك هو جهل الكثير من المتعاملين في هذه الأدوات لخطورتها ساعين وراء الكسب السريع بغض النظر عن جودة وأهمية الأصول المالية الداخلة فيها، حيث يلاحظ تضخيم قيمة الأصول الرديئة على حساب الأصول الجيدة. وما زاد من تعميق وانتشار الأزمة المالية العالمية 2008م دخول البنوك وشركات التامين وصناديق التقاعد كأطراف في سوق المشتقات والأسواق الغير المنظمة، وذلك بقيام البنوك ببيع ديون عملائها في الأسواق الغير المنظمة وأسواق المشتقات التي لا تتوفر على قدر كافي من الرقابة والضمانات، وقيام شركات التامين بالتامين عليها واستثمارها ومعها صناديق التقاعد لأموال كبيرة في شراء أوراق مالية مركبة وعقود مشتقات من تلك الأسواق. أما في الصين فتخضع أسواق المشتقات لرقابة شديدة، حيث يتوجب على كل من

يريد التعامل في هذه أسواق المشتقات المالية الحصول على تراخيص من الهيئات المشرفة ولأغراض التحوط فقط دون المضاربة، وذلك لعلم السلطات الصينية بخطورة هذه الأدوات المالية، وهذا ما تثبته التقارير الرسمية الصينية حيث يظهر فيها حجم وقيمة العقود المشتقة.

6- أدت المضاربات الحاصلة في السوق المالي الفرنسي إلى توجيه السوق المالي في اتجاه مغاير لذلك الذي يسلكه الاقتصاد، أي ضعف الارتباط بين السوق المالي والاقتصاد وبالتالي أصبح السوق لا يستجيب للتوجهات العامة للحكومة، ويمكن إرجاع ذلك إلى:

- هيمنة مؤسسات القطاع المالي على أداء السوق المالي على حساب المؤسسات ذات الطابع الإنتاجي.
- النمو السريع لسوق الأسهم والمشتقات على حساب سوق السندات وتضخيم قيمة أصول المؤسسات المالية.
- قيام البنوك بإخفاء عملياتها في الأسواق الغير منظمة وأسواق المشتقات في ميزانياتها.

أما في الصين فيلاحظ هيمنة الشركات الصناعية والإنتاجية ذات الأصول الجيدة على الأسواق المالية فيها، حيث تساهم البنوك والمؤسسات المالية بنسبة متواضعة نسبيا في القيمة السوقية للأسواق المالية الصينية، فالقطاع العيني هو الموجه الرئيسي لأداء السوق المالي، أي الترابط القوي بين النمو الاقتصادي والسوق المالي.

7- فيما يخص القمم العالمية وخطط الإنقاذ المالية، سجل تردد الحكومات في التدخل في الأسواق المالية وإعادة تنظيم التعاملات فيها، رغم دورها الكبير في ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م، واكتفائها بحلول قصيرة الأجل في شكل حزم ومساعدات مالية كبيرة لفائدة البنوك وتقديم تنازلات ضريبية، على الرغم من قيام هذه الأخيرة بالدخول والمجازفة بودائع عملائها في مضاربات في أسواق غير منظمة ذات مخاطر كبيرة ساعية وراء تحقيق مكاسب كبيرة وسريعة. كما يلاحظ من القمم العالمية أن الحكومات لم تتفق على خطة عمل واحدة رغم عالمية الأزمة.

إثبات الفرضيات:

لعبت الأسواق المالية دورا مهما في ظهور الأزمة المالية العالمية 2008م ونشرها، حيث وفرت الظروف المناسبة لظهور الأزمات نظرا لارتفاع أسعار الأسهم عن الأسعار العادلة وتوفير المكان المناسب لبيع أوراق مالية منخفضة الجودة وعالية المخاطر مستفيدة من التقييم المبالغ فيه

لوكالات التقييم والجدارة الائتمانية وضعف الرقابة عليها. كما أثبتت الأزمة المالية الترابط القوي بين الأسواق المالية في العالم وتأثير الأسواق المالية الأمريكية.

مقترحات الدراسة:

يمكن اقتراح بعض الحلول للخروج من الأزمة المالية العالمية 2008م، كالآتي:

1- أبرزت الأزمة أهمية دور الدولة الرقابي على الأسواق المالية، فهناك حاجة ماسة لتفعيل التدخل الحكومي في الأسواق المالية وتعزيز دور الهيئات المشرفة على الأسواق المالية وكذلك في الرقابة على أعمال البنوك والمؤسسات المالية خاصة ما تعلق منها بنشاطاتها في الأسواق المالية الغير، فقد كشفت الأزمة المالية العالمية 2008م عن فشل سياسة الحرية الاقتصادية والمالية.

2- الاستفادة من تجارب الدول الأخرى كالصين مثلا فيما يخص الرقابة على الأسواق المالية 2008م حتى ولو كانت تنتهج سياسة اقتصادية ومالية مختلفة.

3- أظهرت الأزمة عن ضعف أنظمة الإنذار المبكر للازمات المعتمدة في كثير من الدول.

4- هناك حاجة ماسة لإصلاح النظام المالي الدولي القائم على الليبرالية المطلقة.

5- ضرورة تأسيس هيئة دولية للتقييم تكون تحت إشراف منظمة دولية كصندوق النقد الدولي فقد أثبتت الأزمة فساد وكالات التقييم ودورها في تشجيع المضاربات بتضخيم قيمة الأصول الرديئة.

6- ضرورة إشراك اكبر قدر من الدول في المشاورات الجارية للخروج من الأزمة المالية العالمية 2008م، فمن غير المعقول أن تنحصر المشاورات بين دول مجموعة العشرين او الدول السبع الأكثر تصنيعا وحرمان باقي الدول من التعبير على آراءها، كما نشدد على ضرورة أن تكون هذه القمم دورية وفي فترات قصيرة نظرا لسرعة انتشار آثار الأزمة المالية العالمية 2008م.

7- إن اغلب الخطط المالية والتحفيزات التي وضعتها الحكومات لازالت مجرد تعهدات فقط وبشروط، فهناك ضرورة أن تفي الحكومات بالتزاماتها والانتقال من مرحلة التعهدات إلى مرحلة التنفيذ بما يساهم في استقرار الأسواق المالية المضطربة.

آفاق الدراسة:

إن هذه الدراسة ماهية إلى قطرة في بحر الدراسات التي تطرقت إلى الأزمة المالية 2008م أو التي ستتطرق إليها في المستقبل، نظرا لان هذه الأزمة عالمية وحديثة من جوانب كثيرة. ونامل أن نكون قد ساهمنا بإعطاء فكرة بسيطة عنها وعن دور الأسواق المالية في ظهورها، وهذا لا يعني الاستغناء عن الأسواق المالية كمؤسسة لها دور هام جدا في الاقتصاد، فما ناكد عليه هو تعزيز دور الرقابة الحكومية في الحد من الممارسات السلبية التي تحدث في الأسواق المالية أو في أي مؤسسة مالية أخرى، فالأسواق المالية لها وجهين ايجابي وسلبي فالكمال لله، ونرجو أن تساعد هذه الدراسة في البحوث القادمة التي ستتطرق إلى الأزمة العالمية 2008م، فما دامت الحكومات مترددة في التدخل في تنظيم الأسواق المالية فالأزمة ستستمر لسنوات قادمة. ولان الأزمة المالية العالمية 2008م متشعبة وعالمية، نقترح دراسة الأسواق المالية لباقي الدول الناشئة والدول الآسيوية وكيف أثرت الأزمة المالية عليها والسياسات المنتهجة منها لمواجهة آثار الأزمة المالية العالمية 2008م نظرا لغياب الدراسات حولها، فتلك الدول هي التي ستكون محرك النمو الاقتصادي العالمي في العقود القليلة القادمة.



دور الأسواق المالية في الأزمة المالية العالمية

دراسة مقارنة بين الدول الناشئة و الدول المتقدمة

قائمة المراجع

أ-المراجع العربية

1/ الكتب

1- إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، قراءة في الأزمة المالية المعاصرة، دار جرير، الأردن، 2009.

2- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، مصر، 2009.

3- حازم الببلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى نهاية الحرب الباردة، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 2000.

4- سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، 2008.

5- .زياد رمضان و مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.

6- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، دار الوسام للطباعة والنشر، 1998.

7- ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.

8- عبد الحميد محمد الشواربي و محمد عبد الحميد الشواربي، إدارة المخاطر الائتمانية من وجهتي النظر المصرفية والقانونية، منشأة المعارف، مصر، 2002.

9- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.

10- عصام عبد الغني علي، مبادئ وأسس التمويل وإدارة المنشآت والأسواق المالية، شركة ناس للطباعة، 2004.

11- محمود يونس وكمال أمين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

12- نادية أبو فخرة وآخرون، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الحريري للطباعة ، 2005.

الرسائل العلمية

1- أمين طاهر عبد الحق الحميري، التطورات الحديثة في سوق الأوراق المالية ومتطلبات وجدوى إنشاء سوق الأوراق المالية في اليمن، رسالة ماجستير، معهد البحوث والدراسات العربية، مصر، 2004.

2- رشا مصطفى سعد عوض، محددات الاستثمار في أسواق رأس المال، رسالة ماجستير، جامعة المنصورة، مصر، 1998.

3- سماري إبتسام، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي : دراسة حالة السوق المالي الفرنسي، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2006.

الملتقيات الدولية

1- إبراهيم عبد الله عبد الرؤوف محمد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009.

2- الجوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية : التباطئ الاقتصادي العالمي وآثارها على الاقتصادات الأورو مغاربية، جامعة بجاية، الجزائر، أكتوبر 2009.

3- بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009.

4- بسام الحجازي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على المؤسسات المصرفية في العالم، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، مارس 2009.

5- بن نعمون حمادو، طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009.

6- بندي عبد الله عبد السلام و برودي نعيمة و صالحي حامد أسامة، تسونامي الرهن العقاري أزمة مالية عالمية أين وإلى متى؟، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية : التباطئ الاقتصادي العالمي وآثارها على الاقتصادات الأورو مغاربية، جامعة بجاية، الجزائر، أكتوبر 2009.

7- جبوري محمد، الأزمة المالية العالمية وأثرها : محاولة دراسة حالة الاقتصاد الجزائري باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية، التباطؤ الاقتصادي العالمي وآثارها على الاقتصادات الأورو مغاربية، جامعة بجاية، الجزائر، أكتوبر 2009.

8- جمعة محمود عباد، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وآثارها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، 2009.

9- حسن محمد الرفاعي، دور الفكر الاقتصادي في إدارة الأزمة الاقتصادية الراهنة، ملتقى دولي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، مارس 2009.

10- رضا فتحي علي المنسي، إشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في الامتصاص الثاني لأزمة الدول الراهنة، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009.

11- رمضان محمد أحمد الروبي، الأزمة المالية العالمية : حقائقها وسبل الخروج منها مع رؤية إسلامية، الملتقى العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة أفريل 2009.

12- زايري بلقاسم و ميلود مهدي، الأزمة المالية العالمية : أسبابها وأبعادها وخصائصها، المؤتمر الدولي حول الأزمة العالمية وكيفية معالجتها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، مارس 2009.

13- صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009.

14- صلاح زين الدين، مواقف الدول المتقدمة والدول النامية تجاه الأزمة المالية العالمية: دراسة مقارنة بين ألمانيا ومصر، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009.

15- طالب دليلة و عياد سيدي محمد و وهراني كريم، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها على الاقتصاد الجزائري، ملتقى دولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، ماي 2009.

16- عبد المنعم السيد علي، مستقبل النظام الرأسمالي واستقراره في ظل الأزمات المالية العالمية والعولمة المالية، المؤتمر العلمي 10 حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، لبنان، ديسمبر 2009.

17- فتحية إسماعيل محمد مشعل، التوريق وعلاقته بالأزمة المالية العالمية الراهنة: رؤية فقهية معالجة، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009.

18- فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية-لمحة عامة: التنبؤ الوقائي للأزمة، فرص الاستثمار المتاحة والحلول الممكنة لمواجهتها، ملتقى دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009.

19- محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية :أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، مؤتمر دولي حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، مارس 2009.

20- محمد أحمد عبد النعيم و د.هبة السيد جلال، الدور الرقابي للدولة في ظل الأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أفريل 2009.

21- مسعود مجيطنة، الأزمة المالية العالمية الراهنة: إنعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، المؤتمر العلمي السنوي 13 حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، افريل 2009.

22- ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009.

الأبحاث العلمية

1- إبراهيم محمد صالح أبو العلا، أسباب الأزمة المالية، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2009.

2- أحمد مهدي بلوافي، أزمة عقار ..أم أزمة نظام؟، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2009.

3- الأزمة التمويلية العالمية وسبل مواجهتها وآثارها على مصر، آراء في السياسة الاقتصادية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، العدد 22، ديسمبر 2008.

4- الأزمة المالية العالمية: التداعيات والآثار على اقتصاد الدول العربية، مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية وآثارها على اقتصاديات الدول العربية، شرم الشيخ، مصر أفريل، 2009 المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2010.

5- بطرس لبكي، الأزمة الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على لبنان وكيفية معالجة تلك الانعكاسات، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 47، خريف 2010.

6- جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية، صندوق النقد العربي، 2010.

7- رفيق يونس المصري، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2009 .

8- سلطان أبو علي، الأزمة التمويلية العالمية وانعكاساتها على مصر، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، مصر، 2008.

9- عبد الرزاق سعيد بلعباس، ما معنى الأزمة؟، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2009.

10- فؤاد حمدي بسيسو، إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، لبنان، ديسمبر 2009.

11- منير الحمش، السياسات الاقتصادية الكلية في ظل الأزمة المالية الراهنة، بحوث اقتصادية عربية، لبنان، العدد 47، صيف 2009.

12- وشاح رزاق، الأزمة المالية الحالية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2009.

التقارير السنوية

1- التقرير السنوي للجمعية المهنية التونسية للبنوك والمؤسسات المالية، 2009.

2- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس : 2003، 2004، 2005، 2006، 2007، 2008.

3- التقرير السنوي لهيئة السوق المالية، تونس : 2004، 2005، 2006، 2007، 2008.

4- التقرير السنوي لبنك المغرب، المغرب : 2004، 2005، 2006، 2007، 2008، 2009.

ب- المراجع الأجنبية

Les livres

1- Erwan le saout , introduction aux marché financier, economica, 2011.

2- Franklin allen and Jun qian and Chenying zang and Mengxim zhao، china's financial system : opportunities and challenges، 2010.

3- Franklin allen and Jun qian and Meijune qian، china's financial system : past , present and future، 2005.

4- Franklin allen and Rajesh Chakrabarti and Sankar de, Indian's financial system, 2007.

5- Laurent Tournier, le marché financier français aux XIX siecle, volume 1, publication de la sorbonne, 2007.

6- Minna martikainen، testing weak-form efficiency of the Chinese stock market، lappeenranta university , 2006.

7- Moez JOUDI, Bourse des valeurs et marché financier, ENSTA Cours EA.

8- Narendra jadhav and Jenak raj، financial system in India and china :a comparative study, 2005.

9- Patrick Artus & Jean-Paul Betbèze & Christian de Boissieu & Gunther Capelle-Blancard , La crise des subprimes, La Documentation française, Paris, 2008.

10- Robert Boyer & Mario Dehove & Dominique Plihon, Les crises financières, La Documentation française. Paris, 2004.

11- SEE indices calculation and Maintenance.

12- THIOMBIANO Taladidia & D.LANKOANDE Gountiéni & THIOMBIANO Noel & SANON Jean, crise financiére et économique internationale : analyses théoriques et empiriques et implications pour le continent africain, l'harmanttan, paris, France, 2010.

13- Tijani najeh, monnaie، institutions financières et politique monétaire : théorie et pratique en Tunisie، publications de l'imprimerie officielle de la république tunisienne, 2001.
14- Tijani najeh, monnaie، institutions financières et politique monétaire : théorie et pratique en Tunisie، publications de l'imprimerie officielle de la république tunisienne, 2001.
15- Vincent fleuriet، faiblelesses des marchés financiers chinois : des reformes indispensables pour la diversification du financement de l'économie، bulletin de la banque de France N 140، Aout 2005.
16- Yasheng huang and Tony saich and Edward steinfeld، financial sector reform in china، harvard university، asia center، 2005.
17- yoon je cho، Indian capital market :recent developments and policy issues ،1999.
18- Yung chul park، A review of the Financial system of India، 1994.

Les revues

1- Andrew M.WARNER, did the debt crisis or the oil price decline cause Mexico's investment collapse?, Board of Governors of the Federal Reserve, international discussion papers, N 416 November 1994.
2- Celso Brunetti & Roberto S. Mariano & Chiara Scotti & Augustine H.H. Tan, Markov Switching GARCH Models of Currency Turmoil in Southeast Asia, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers N 889, January 2007.
3- Comment investir en bourse, Collection MIFID, euronext Paris, avril 2007.
4- De la crise financière à la crise financière, Documents et débats N3, Banque de France, février 2010.
5- JUSTIN Yifu lin, shocks, crisis and their determinants, working paper N 516, economic research forum, cairo, Egypt, april 2010.

6- La crise financière, Documents et débats N2, Banque de France, février 2009.
7- Mark Carlson, A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response, Board of Governors of the Federal Reserve, November 2006.
8- Stephen G. Cecchetti, crisis and responses: the federal reserve and the financial crisis of 2007-2008, national bureau of economic research, Working Paper 14134, Cambridge, June 2008.
9- Steven B. Kamin & Oliver D. Babson, the contribution of domestic and external factors to Latin American devaluation crisis: an early warning systems approach, Board of Governors of the Federal Reserve System, international Finance Discussion Papers N 645, September 1999.
10- Sunjay kathuria، Indian's financial system: the challenges of reform، the world bank.

Les rapports

1- Report of the Bombay stock exchange، enquiry committee، 1921.
2- Rapport annuel de l'autorité des marchés financiers AMF : 2003, 2004, 2005, 2006, 20007, 2008.
3- Rapport Annuel de la commission bancaire : 2005, 2006, 2007, 2008.
4- Rapport Annuel de la comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement CECEI : 2005, 2006, 2007, 2008.
5- Rapport Annuel de la Banque de France : 2006, 2007, 2008.
6- Annual report of china securities regulatory commission CSRC : 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009.
7- SSE Fact book : 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009.
8- SHZE Fact book : 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009.

9- Annual report of China banking regulatory commission CBRC : 2006, 2007, 2008, 2009.
10- Annual report of people's bank of china : 2004, 2007, 2008, 2009, 2010.
11- Annual report of reserve bank of India RBI : 2005, 2007, 2010.
12- Annual report of securities and exchange board of India SEBI : 2007, 2010.

Sites WEB

1- www.amf-france.org
2- www.bseindia.com.
3- www.business-finance.com
4- www.euronex.com
5- www.library.thinkquest.org
6- www.nseindia.com.
7- www.nyse.com
8- www.oecd.org.
9- www.sebi.com
10- www.see.com.cn.
11- www.szse.com.cn.
12- www.treader-finance.fr
13- www.yourfinanceguru.com.
14- www.ernet.in
15- www.insee.
16- www. worldbank.org.
17- www.world-exchanges.org

فهرس الجداول والأشكال

فهرس الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
01	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك NYSE خلال الفترة 2003-2010م	86
02	تطور قيمة التعاملات والرسملة السوقية في بورصة نيويورك NYSE والناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2003-2010م	92
03	تطور مؤشري DJIA و S&P 500 خلال الفترة 2003-2008م	95
04	تطور السيولة في سوق الأسهم في بورصة نيويورك NYSE خلال الفترة 2003-2010م	97
05	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م	129
06	تطور المعاملات على الأسهم في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م	132
07	تطور الرسملة السوقية لبورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م	137
08	تطور مؤشري SENSEX وS&P CNX Nifty خلال الفترة 2004-2010م	140
09	تطور السيولة في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م	142
10	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م	166
11	تطور الإصدارات في سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليون يورو)	168
12	تطور التعاملات في سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002-2007 (بمليار يورو)	170
13	تطور إيرادات الشركات من سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2003-2007م (بمليار يورو)	171

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
14	تطور القيمة السوقية لسوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يورو)	173
15	تطور مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2002-2007م	174
16	تطور السيولة في سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002 – 2007م	176
17	تطور الإصدارات في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليون يورو)	179
18	تطور التعاملات في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يورو)	180
19	تطور القيمة السوقية لسوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يورو)	182
20	تطور السيولة في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2007م	182
21	تطور المعاملات على المشتقات المالية في السوق الفرنسي خلال الفترة 2002-2005م (بمليون عقد)	185
22	تطور المعاملات على المشتقات في سوق NYSE Euronext LIFFE خلال الفترة 2006-2007م (بمليون عقد)	186
23	تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الصينية خلال الفترة 2002-2007م	189
24	تطور الإصدارات في أسواق الأسهم الصيني خلال الفترة 2002-2007م (ب100 مليون سهم)	191
25	تطور التعاملات في سوق الأسهم الصيني خلال الفترة 2002-2007م	193
26	تطور الرأسمال المرفوع في سوق شنغهاي للأوراق المالية خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يوان)	194
27	تطور القيمة السوقية لأسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2007م (100 مليون يوان)	196
28	تطور مؤشري بورصتي شنغهاي وشنزن خلال الفترة 2002- 2007م	198
29	تطور سيولة أسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2007م	199
30	تطور إصدارات السندات في الصين خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يوان)	201
31	تطور التعاملات في سوق السندات الصيني خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يوان)	202

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
32	تطور السيولة في سوق السندات الصيني خلال الفترة 2002-2007م (بمليار يوان)	203
33	تطور التعاملات في سوق المستقبليات الصيني خلال الفترة 2002-2007م	205
34	تطور السيولة في سوق المستقبليات الصيني خلال الفترة 2002-2007م	206
35	تطور سوق الأسهم الفرنسي خلال سنة 2008م	214
36	تطور سوق السندات الفرنسي في سنة 2008م	218
37	تطور عدد عقود المشتقات المالية المتداولة في منطقة اليورو في سنة 2008م (بمليون عقد)	220
38	عدد مؤسسات الإقراض المدرجة في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2005-2008م	222
39	عدد مؤسسات الإقراض العاملة في فرنسا خلال الفترة 2005-2008م	224
40	تطور موارد/قروض/ النتائج الصافية لمؤسسات الإقراض الفرنسية خلال الفترة 2005-2008م (بمليار يورو)	228
41	تطور مؤشرات الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة 2005- 2008م	230
42	تطور سوق الأسهم الصيني خلال الفترة 2008-2009م	239
43	تطور سوق السندات الصيني خلال الفترة 2008-2009م	242
44	تطور سوق المستقبليات الصيني خلال الفترة 2008-2009م	244
45	تطور أداء النظام البنكي الصيني خلال الفترة 2005-2009م	250
46	تطور مؤشرات الاقتصاد الصيني خلال الفترة 2005-2009م	253

فهرس الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
01	تطورات الأزمة المالية العالمية 2008م	45
02	أسباب الأزمة المالية العالمية 2008م	66
03	تنظيم البورصات الأمريكية	77
04	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة نيويورك NYSE خلال الفترة 2003-2010م	87
05	تطور قيمة التعاملات والرسملة السوقية في بورصة نيويورك NYSE والناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2003-2010م	92
06	تطور نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي لبورصة نيويورك خلال الفترة 2003-2010م	93
07	تطور مؤشري DJIA و S&P 500 خلال الفترة 2003-2008م	95
08	تطور السيولة في بورصة نيويورك خلال الفترة 2003-2010م	98
09	الهيكل التنظيمي للسوق المالي الفرنسي	106
10	الهيكل التنظيمي للبورصة الوطنية National Stock Exchange NSE	119
11	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م	129
12	تطور المعاملات على الأسهم في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م	132
13	تطور الرسملة السوقية لبورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م	137
14	تطور الرسملة السوقية /الناتج المحلي الإجمالي لبورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م	138
15	تطور مؤشري SENSEX و S&P CNX Nifty خلال الفترة 2004-2010م	141
16	تطور السيولة في بورصتي بومباي والبورصة الوطنية خلال الفترة 2004-2010م	143
17	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م	208
18	تطور إصدارات الشركات من الأسهم في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م	209
19	تطور التعاملات في الأسهم في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م	210
20	تطور إيرادات الشركات من السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2003-2008م	211

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
21	تطور قيمة الرسملة السوقية للسوق المنظم Eurolist خلال الفترة 2002-2008م	212
22	تطور نسبة القيمة السوقية للسوق المنظم Eurolist من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2002-2008م	212
23	تطور مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2002-2008م	213
24	تطور سيولة سوق الأسهم الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م	214
25	تطور الإصدارات في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م	216
26	تطور قيمة الرسملة السوقية لسوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م	217
27	تطور السيولة في سوق السندات الفرنسي خلال الفترة 2002-2008م	218
28	تطور عدد عقود المشتقات المالية المتداولة خلال الفترة 2002-2008م	220
29	تطور عدد مؤسسات الإقراض المدرجة في السوق المالي الفرنسي خلال الفترة 2005-2008م	223
30	تطور عدد مؤسسات الإقراض العاملة في فرنسا خلال الفترة 2005-2008م	224
31	تطور موارد وقروض مؤسسات الإقراض في فرنسا خلال الفترة 2005-2008م	226
32	تطور النتائج الصافية لمؤسسات الإقراض في فرنسا خلال الفترة 2005-2008م	227
33	تطور مؤشرات الاقتصاد الفرنسي خلال الفترة 2005-2008م	230
34	تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الصينية خلال الفترة 2002-2009م	232
35	تطور الإصدارات في أسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2009م.	233
36	تطور التعاملات في أسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2009م.	234
37	تطور إيرادات الشركات من سوق شنغهاي للأوراق المالية خلال الفترة 2002-2009م	235
38	تطور الرسملة السوقية لأسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2009م.	236
39	تطور نسبة الرسملة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2002-2009م.	236
40	تطور مؤشري بورصة شنغهاي وشنزن للأوراق المالية خلال الفترة 2002-2009م.	237
41	تطور السيولة في أسواق الأسهم الصينية خلال الفترة 2002-2009م.	238
42	تطور الإصدارات في أسواق السندات الصينية خلال الفترة 2002-2008م	240
43	تطور التعاملات في أسواق السندات الصينية خلال الفترة 2002-2009م	241
44	تطور السيولة في أسواق السندات الصينية خلال الفترة 2002-2009م	242
45	تطور التعاملات في أسواق العقود المستقبلية الصينية خلال الفترة 2002-2009م	243
46	تطور السيولة في أسواق المستقبليات الصينية خلال الفترة 2002-2009م	244
47	تطور عدد المؤسسات البنكية العاملة في الصين خلال الفترة 2006-2009م	246

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
48	تطور ودائع وقروض المؤسسات البنكية في الصين خلال الفترة 2005-2009م	248
49	تطور نسبة القروض المتعثرة من القروض الممنوحة لمؤسسات الإقراض في الصين خلال الفترة 2006-2009م	249
50	تطور أرباح مؤسسات الإقراض في الصين خلال الفترة 2005-2009م	250
51	تطورات الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، نسبة الفائدة في الصين خلال الفترة 2005-2009م	254
52	تطورات بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية في الصين خلال الفترة 2005-2009م	254



دور الأسواق المالية في الأزمة المالية العالمية
دراسة مقارنة بين الدول الناشئة و الدول المتقدمة

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
المقدمة	أ
الفصل الأول: الأزمة المالية العالمية 2008م	
المبحث الأول: المبحث الأول: نظرة عامة على الأزمة المالية	3
المطلب الأول: الأزمة المالية، مفهومها ومؤشراتها	3
المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية	8
المطلب الثالث: الأزمات المالية السابقة	10
المبحث الثاني: تطورات الأزمة المالية العالمية 2008م	20
المطلب الأول: جذور وبداية الأزمة المالية العالمية 2008م	20
المطلب الثاني: أحداث سنة 2007م	26
المطلب الثالث: أحداث سنتي 2008م و2009م	28
المبحث الثالث: أسباب الأزمة المالية العالمية 2008م	46
المطلب الأول: أسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي	46
المطلب الثاني: أسباب متعلقة بالقطاع المالي	54
المطلب الثالث: أسباب أخرى	62
خلاصة الفصل الأول	67
الفصل الثاني: هيكل الأسواق المالية في الدول المتقدمة والدول الناشئة	
المبحث الأول: السوق المالي الأمريكي	70
المطلب الأول: نشأته وتطوره	70
المطلب الثاني: تنظيم البورصة	73
المطلب الثالث: عضوية البورصة ومؤشراتها	77
المطلب الرابع: تطورات بورصة نيويورك NYSE	85
المبحث الثاني: السوق المالي الفرنسي	99
المطلب الأول: نشأت السوق المالي الفرنسي وتطوره	99
المطلب الثاني: هيكل السوق المالي	101
المطلب الثالث: مؤسسات تنظيم السوق	104

العنوان	الصفحة
المبحث الثالث: الأسواق المالية الهندية	109
المطلب الأول: التطور التاريخي للنظام المالي	109
المطلب الثاني: البورصة الوطنية National Stock Exchange NSE	113
المطلب الثالث: : بورصة بومباي Bombay Stock Exchange BSE	124
المطلب الرابع: تطورات الأسواق المالية الهندية	128
المبحث الرابع: الأسواق المالية الصينية	144
المطلب الأول: تطور النظام المالي الصيني	144
المطلب الثاني: بورصة شنغهاي Shanghai Stock Exchange SHSE	147
المطلب الثالث: بورصة شنزن Shenzhen Stock Exchange SZSE	155
خلاصة الفصل الثاني	157
الفصل الثالث: تطورات الأسواق المالية في فرنسا والصين قبل الأزمة المالية العالمية 2008م	
المبحث الأول: تطور الأسواق المالية في فرنسا والصين قبل الأزمة المالية العامية	163
المطلب الأول: تطور السوق المالي الفرنسي	163
المطلب الثاني: تطور الأسواق المالية الصينية	186
المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام المالي	207
المطلب الأول: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام المالي	207
المطلب الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008م على النظام المالي	231
المبحث الثالث: خطط الإنقاذ والقمم العالمية المنعقدة لمواجهة الأزمة المالية	255
المطلب الأول: الخطط القومية	255
المطلب الثاني: التنسيق الدولي لمواجهة الأزمة	258
خلاصة الفصل الثالث	263
الخاتمة	265
قائمة المراجع	
فهرس المواضيع	
فهرس الجداول	
فهرس الأشكال	

ملخص الدراسة

تعد الأزمة المالية والاقتصادية التي يشهدها العالم في الوقت الراهن من أسوأ الأزمات الاقتصادية في التاريخ المعاصر. وقد بدأت هذه الأزمة من القطاع المالي وبالضبط في اكبر المجموعات البنكية وانعكست سلبا على أداء الاقتصاد العيني في الدول المتقدمة والناشئة وغيرها بصورة واضحة ولكن بنسب متفاوتة، بحيث تراجعت مستويات الإنتاج والتبادل التجاري وتأثرت مستويات التشغيل كما تراجع بحدة نشاط القطاع المالي .

وحاولنا في دراستنا هذه إبراز دور الأسواق المالية في نشوب الأزمة وفي تسريع وتيرة انتشارها وأيضا خطورة الأزمة والخسائر والأضرار الجسيمة التي سببتها للأسواق المالية نفسها وللقطاع البنكي والاقتصاد ككل.

قمنا في القسم الأول من الدراسة بإعطاء نظرة على الأزمة المالية العالمية 2007م من جوانب متعددة ابتداء بنشأتها ثم أسبابها فتطوراتها، أما في القسم الثاني فقمنا فيه بوصف هيكل الأسواق المالية للدول المتقدمة والناشئة واخترنا الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا كنموذج للدول المتقدمة والهند والصين كنموذج للدول الناشئة كم قمنا كذلك بإعطاء نظرة عن تطور سوق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية والهند. وفي القسم الأخير من الدراسة اخترنا فرنسا والصين كنموذج عن الدول المتقدمة والناشئة، حيث قمنا بتحليل كيف كان للأسواق المالية دورا في الأزمة من خلال تحليل التطورات التي عرفتها الأسواق المالية قبل اندلاع الأزمة، وفي محاولة لتوضيح خطورة الأزمة قمنا بتوضيح الآثار والخسائر الناجمة عن الأزمة على مختلف الأصعدة ابتداء من الأسواق المالية ثم على القطاع البنكي منشأ الأزمة والخاسر الأكبر فيها وأخيرا الاقتصاد ككل وكذلك تطرقنا إلى القمم العالمية وخطط الإنقاذ المالية التي تعد كخطوة من جانب الحكومات في طريق مواجهة الأزمة. وفي خاتمة الدراسة اقترحنا بعض سبل مواجهة الأزمة المالية في إطار تجاوز الأزمة المالية الدولية الحالية.

Abstract

The current financial and economic crisis is the worst crisis in the contemporary economic history, this crisis began in September 2007 from the financial sector, exactly in the great banking groups, and it clearly impacted negatively on the performance of the real economy in the developed and emerging countries and others, but in varying degrees, so it decreased the levels of production, trade, it affected employment levels and the financial sector decreased sharply as well.

We tried in this study to clarify the role of financial markets in 2007 financial crisis, and accelerate its spread, serious dangerousness and the damages it caused on the same financial markets, banking sector and the economy as a whole. We presented in the first section of the study its various aspects of the crisis the beginning then its causes and its developments. in the second section, we described the structure of the financial markets in the developed and emerging countries and we chose the U.S.A and France as models of developed countries, India and China as emerging countries and we gave too a sight in the U.S.A and India's stocks exchanges. in the last section of study we chose France and China as models, we analyzed how their financial markets had a role in the crisis through the analysis of the developments in financial markets before the explosion of the crisis. in an attempt to clarify the seriousness of the crisis and we have to clarify its effects and damages at the various levels, starting by financial markets and then banking sector, the origin of the crisis and the biggest loser, and finally the whole economy, and we mentioned also the global summits and the financial rescue plans, which were set by governments to face it crisis. Finally, we suggested some solutions to overcome this crisis