

أسواق الأوراق المالية العربية بعد عام من الأزمة المالية

المدرس الدكتور حسن كريم حمزة
والمدرس المساعد حسن شاكر الشمري
جامعة الكوفة/ كلية الإدارة والاقتصاد/ قسم العلوم المالية والمصرفية

المقدمة

الأزمة المالية ليست بالظاهرة الحديثة في الاقتصاد العالمي، فقد شهد العالم منذ ستينيات القرن التاسع عشر عدة انهيارات مالية في انكلترا كونها المركز المالي الأساسي في العام في حينها، ثم تبعتها أزمات حادة في أوروبا (1907-1913) في بداية القرن المنصرم ترتب عليها الحرب العالمية الأولى، ثم حدث الانهيار المالي الذي خلف الكساد العظيم (1929-1933) والتي هزت العالم الصناعي بشكل عام والاقتصاد الأمريكي بشكل خاص تعرض خلالها لسنوات مضاربة حادة في أسواق العقارات وتساعد أسعار الأسهم وانفجار الفقاعات المصرفية (1930-1933) والتي تجلت بإفلاس بعض المصارف الكبيرة والصغيرة منها، والتي وجدت حلولها بضبط السياسات الاقتصادية ومن خلال التدخل الحكومي (النظرية الكنزية) ، بينما سجلت أزمة التضخم الركودي (1974-1975) مرحلة جديدة من مراحل تطور الرأسمالية بدأت بعدها مرحلة الليبرالية الجديدة القائمة على الانفتاح الاقتصادي والتحرر المالي والذي تمثل بالتشابك والترابط شبة الكامل بين الأنظمة المالية والنقدية لمختلف الدول ولتبدء أزمات المديونية في العالم النامي وغيرها من أزمات شهدها عقد التسعينات كان أعنفها الأزمة الآسيوية (1997) وليشهد الاقتصاد العالمي في 15/أيلول/2008 أزمة اقتصادية حقيقية اعتبرها المحللون هي الأعنف والأقوى منذ أزمة الكساد الكبير، والشيء الذي يذكر إن الأزمة المالية أصبحت أكثر تكراراً وأسرع انتشاراً وأثقل حجماً عما كانت عليه سابقاً، كما أنها تختلف من حيث مسبباتها، ولكنها تتشابه في كونها تنتهي إلى ظاهرة ومن ثم يبدأ الانهيار الا وهو وجود دين كبير (Debt) والذي يفوق طاقة الاقتصاد ولا يبرره النشاط الحقيقي، وتتشابه

أيضاً في النتائج التي تتبعها وهو ترسب وركود اقتصادي وهبوط الإنتاج والبطالة وهي اخطر المشاكل.

والأسواق المالية كغيرها من الأسواق الأخرى ليس بمنأى عن تداعيات الأزمة المالية العالمية ولاسيما أنها بدأت في القطاع المالي وهو من أكثر الأسواق تأثراً بما يحدث من اضطرابات على المستوى العالمي لما يتميز به من خصائص ذات حساسية عالية بما يحدث للاقتصاد العالمي من تطورات تذكر. وعلى ما تقدم، هدف هذا البحث وبشكل رئيس الى البحث في اثر الأزمة المالية المعاصرة على أسواق المال العربية خلال نهاية عام 2008 وكذلك بعد عام من الأزمة المالية.

مشكلة الدراسة

إن مشكلة البحث تمتد الى الجهود التي بذلتها الدول العربية في مجال تحسين أداء أسواق المال العربية من خلال إصلاح القطاع المالي والمصرفي والتحرر المالي والانفتاح الاقتصادي، الا أنها ما تزال تعاني من مشاكل اقتصادية تجعلها غير قادرة على الاندماج مع أسواق المال العالمية وذلك لصغر حجم تلك الأسواق مما يجعل التعامل مع الأسواق المالية العالمية غير عادل وغير متكافئ الأمر الذي يعرض الأسواق المالية إلى المخاطر التي تنتج من الأزمات العالمية.

أهداف البحث

يسعى البحث للتوصل إلى عدة أهداف من بينها ما يلي:

- ١- تحديد أنواع وأسباب الأزمة المالية.
- ٢- التعرف على مفهوم السوق المالية ووظائفه.
- ٣- التعريف بأسواق المال العربية ومؤشراتها.
- ٤- الوصول الى اثر الأزمة على أسواق المال العربية.
- ٥- تحديد السبل المتخذة لمواجهة الأزمة.

فرضية الدراسة

ينطلق البحث من فرضية مفادها إن الأزمة المالية العالمية لها أثارها وانعكاساتها السلبية على أسواق المال العربية. مما حدى بالدول الى التوجه لاتخاذ عدة اجراءات من شأنها الحد والتحوط والمحافظة على أداء أسواقها المالية وقطاعاتها المصرفية.

منهجية الدراسة

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والاستقرائي والتحليلي من خلال تحليلها لواقع ومؤشرات الأسواق المالية العربية قبل وبعد الأزمة، وتتبعها لأهم الإجراءات التي اتخذت من قبل حكومات الدول العربية في مواجهة تداعيات وانعكاسات الأزمة، ولغاية شهر فبراير/شباط ٢٠١٠.

خطة الدراسة

لتحقيق ما سبق ذكره وفي ضوء أهداف الدراسة وفرضيتها فقد تم تقسيمه إلى أربعة مباحث استعرض المبحث الأول الإطار النظري والمفاهيمي للازمة المالية، في حين تناول الثاني السوق المالية وأهميتها الاقتصادية، وقد ضم المبحث الثالث تحليل آثار الأزمة المالية على أسواق المال العربية خلال عام الأزمة وما بعدها، وقد تم تناول سبل التخفيف من حدة الأزمة في المبحث الرابع.

المبحث الأول

الأزمة المالية (المفهوم والأسباب)

المطلب الأول: (الأزمة المالية... المفهوم والأنواع)

١ - مفهوم الأزمة المالية وأنواعها

عرف التاريخ الكثير من الأزمات المالية وبهذا فقد عرفت الأزمة المالية بأنها (التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم مما ينجم عنها أثراً سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية)⁽ⁱ⁾.

لذا فهي تعبر عن تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية ومعدل الصرف... الخ.

كما عرفت الأزمة بأنها (انهيار في سوق الأسهم أو في عملة بلد ما، أو في سوق العقارات، أو في مجموعة من المؤسسات المالية وتمتد إلى باقي الاقتصاد ثم يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار (فقاعة سعرية) مثلاً والفقاعة المالية أو السعرية أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً في بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم والسندات أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية)⁽ⁱⁱ⁾ إنما يميز الأزمات المالية إنها تحدث بصفة مفاجئة وغير متوقعة نظراً للثقة المفرطة في الأنظمة المالية سببها الرئيسي التدفق الضخم في رؤوس الأموال إلى القطر ويرافقها توسع مفرط وسريع في الائتمان مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة اتجاه العملات القيادية فيرتفع سعر الصرف الحقيقي مما يؤدي إلى حدوث موجة من التدفقات إلى الخارج⁽ⁱⁱⁱ⁾.

٢- أنواع الأزمات المالية

بالرجوع إلى الأزمات المالية التي حدثت في كثير من الدول نجد أنها لا تخرج عن الأنواع الآتية:

أ/ أزمة النقد الأجنبي :

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها والى هبوط حاد فيها أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة في بيع مقادير ضخمة من احتياطاته أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة^(iv) ويميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع القديم أو "الحركة البطيئة" وبين الأزمات ذات "الطابع الجديد" إذ إن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة الإفراط في الإنفاق والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة أما في الثانية فأن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات لجزء مهم من الاقتصاد (سواء كان خاصاً أم عاماً) يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأسمالية الأكثر تحملاً أو تكاملاً إلى الضغط سريعاً على سعر الصرف.

ب/ الأزمة المصرفية

تحدث الأزمات المصرفية عندما يكون اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك أو إخفاق البنوك أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة ولها آثار أقسى على النشاط الاقتصادي^(v)

لقد كانت الأزمات نادرة نسبياً في الخمسينيات والستينيات بسبب القيود على رأس المال والتحويل ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً في السبعينيات وتحدث بالتراصف مع أزمة العملة.

ج/ أزمة الديون

تحدث أزمة الديون أما عندما يتوقف المقرض عن السداد او عندما يعتقد المقرضون إن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص) او دين سيادي (عام) كما إن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد يؤدي إلى هبوط عام في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.

د/ أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات)

وتحدث نتيجة ما يعرف بظاهرة (الفقاعة) عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمته العادلة نتيجة شدة المضاربة عليه ويكون الهدف من الشراء هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليست قدرته (الأصل) على توليد الدخل ولكن بمجرد عودة سعره إلى قيمته الحقيقية يحدث الانهيار^(vi).

إن هذه الأزمات وان اختلفت طبيعتها وأنواعها فهي تشترك في نفس الخصائص التالية^(vii):

- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة لها او المعارضة لها.

- المفاجئة واستحواذاها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد.

- إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في إحداث متشابكة أو متصارعة.
- إنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة.
- بما إن الأزمة تمثل تهديد لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فأن مجابته تعد واجباً مصيرياً.

المطلب الثاني:- أسباب الأزمة المالية المعاصرة:-

اختلفت آراء الخبراء والمحليين حول مسببات الأزمة المالية، فمنهم من اعتبرها خطأ في منح الائتمان دون تطبيق قواعد وضوابط منحه، في حين وجدها آخرون بأنها أزمة نظام أو أزمة فكر رأسمالي وكانوا متفائلين بانهيار وشيك للنظام الرأسمالي المعولم، ونجد تياراً اخر وجدها بأنها امتداد للالتزامات الرأسمالية السابقة للنظام نفسه، ومسلمين بقدرة النظام على تجاوز الرأسمالية لأزمته وتناقضاتها الدورية والعامية، وعليه ومهما يكن الأمر فهناك العديد من العوامل تكاثفت في ما بينها لأحداث الأزمة نوجزها بالآتي:

١- إنها بدأت نتيجة لتوفر ما عرف بالأموال الرخيصة (انخفاض الفائدة الى ١%) وهذا رفع الطلب على القروض ومع سهولة وتيسيرها تزايد الطلب عليها وبالنتيجة ارتفع سعر العقار في أمريكا، وهذه الفقاعة أغرت البنوك وصناديق الاستثمار على الدخول في هذا السوق مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق واسع*، وحتى نبين مدى ضخامة الإقراض العقاري في أمريكا، ذكر انها كانت عام ١٩٧٤ بما قيمته ٦٨٠ مليار دولار وصلت الى ١٤ ترليون دولار عام ٢٠٠٨ ، كما كان توسع شركات التمويل هو الآخر غير طبيعي وبلغ في بعض الحالات ١٠٠% من قيمة العقار، وبدون التأكد من مقدرة المشتري على السداد. وما حصل في عام ٢٠٠٧ من تعثر عدد كبير من المشتريين في السداد بسبب سماح البنك الفدرالي لسعر الارتفاع بالارتفاع، مما زاد الأعباء على المقترضين وتوقفهم عن السداد، مما أدى إلى تراجع سوق العقارات، ومن هنا بدأت الفقاعة تتسع وتكبر. مما حدى لشركات التمويل العقاري

باسترداد المنازل وعرضها للبيع فزاد العرض وانخفضت الأسعار وبالنتيجة ظهرت أزمة السيولة في شركات التمويل^(viii)

٢- نقص الرقابة أو انعدامها على المؤسسات المالية الوسيطة ولأدوات المالية، فلقد خضعت المؤسسات المالية لقليل من الرقابة والإشراف فقد وصل التوسع في الإقراض وفي بعض البنوك حالة (UBD) الإقراض لأكثر من ستين ضعفاً من حجم رأسماله، كذلك هو الحال في مؤسستي الرهن العقاري FreddieMac & FannieMae واللذان تضمنان قروض بقيمة ٥.٢ ترليون دولار^(ix)

وكل ذلك مخالف للاتفاقات الدولية (بازل الأولى والثانية) واللذان تخصصان الرقابة على التوسع في الائتمان بحيث لا يتجاوز رأس المال المملوك إضافة إلى احتياطياته، وقد انعدمت الرقابة بالنسبة إلى مؤسسات أخرى كمؤسسات الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية وكل ذلك شجع المستثمرين في الإقبال على التعامل بالمشتقات المالية عالية المخاطر والمعقدة التركيب، أي إن السلطات الرقابية لم تستطيع تحقيق نفس الدرجة من الرقابة على تلك المؤسسات وخصوصاً بنوك الاستثمار المسؤولة عن إصدار معظم الأوراق المالية الجديدة (المشتقات)، وهذا يعني ان اغلب البنوك المتعاملة بالرهن العقاري قد تجاوزت حدود المحاسبة الحديثة والقواعد الدولية للرقابة المصرفية.

٣- قصور في عمل مؤسسات التقييم :- لقد ساعدت تلك المؤسسات على المزيد من الاضطراب، عندما بدأت تعتمد نفس أساليب تقدير الجدارة الائتمانية للمؤسسات المالية وتطبيقها في نفس الوقت على المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية الجديدة (المشتقات)، فلقد لاحظنا تدفقاً هائلاً للمنتجات الحديثة، وإقبال من المصارف عليها فتزايد الطلب عليها وهي حديثة الولادة وغير مألوفة على أوراق ميزانياتها، تلك المنتجات كما سمتها شركة (بييل غروس) و (يول ماك كالي) وشركة بيمكو تحت عبارة (النظام المصرفي الظلي) (The Shadow bankig System) فهذه المنتجات المهندسة (SIVS) كانت تعتمد على (هامش أوراق الميزانية) وفي النهاية وجدت كثير من المؤسسات المالية الكبيرة

نفسها مضطرة الى ترحيل عمليات الهندسة المالية الشديدة النزف الى قيود ميزانياتها في الوقت الذي تأتي فيه عمليات الترحيل هذه غير متوافقة مع قوة رأسمالها ومقومات سمعتها*، والغرض من هذا الترحيل هو الحصول على الدرجة الائتمانية الممتازة (AAA) فقد ساهمت مؤسسات التقييم مثل (Modys و S&P) في تسهيل ترحيل تلك الأدوات المهندسة، ووقفت هذه المؤسسات على الرغم من ما تتمتع به من سمعة وطنية مالية، موقف الحراس الواقعيين لبوابات العبور بالنسبة للمستثمرين الذين يستعملون قيود التصنيف وسيلة للسيطرة على انكشاف الدخول في حقل المجازفة، وكل ذلك وفر لتلك المشتقات أمر الدخول إلى محافظ مالية عائدة لمجموعات ضخمة من شركات التأمين وصناديق التقاعد وكبار المستثمرين، والسؤال المطروح هو من الذي يقوم بمراقبة مؤسسات التقييم هذه، إذا ما أخذنا بعين الاعتبار إن وكالات التقييم هذه تتقاضى مدفوعاتها من منتجي المشتقات المالية هذه^(x).

٤- ضعف دور المؤسسات المالية والنقدية الدولية: - إن ال IMF هو من أكثر المؤسسات متعددة الأطراف والعاملة داخل حدود الدول الأعضاء والأكثر تأثيراً، كونه يشكل من أعضاء ينتسبون إلى (١٨٥) دولة حتى نهاية عام ٢٠٠٧ ، ويشكل أكبر تجمعاً اقتصادياً من خلال موظفيه الدوليين والحائزين على درجات عالية من الكفاءة والخبرة، وهذا كله يفرض عليهم مواجهة حقيقية مع تحديات صياغة السياسات الاقتصادية العالمية، علما انه لديه السبل المفتوحة للدخول إلى دول العالم (الرقابة والتفتيش الدوري والمتابعة وغيره الكثير) وبموجب تلك الامتيازات لا بد له إن يكون مؤهلاً بالشكل الجيد كي يتحقق متى يكون في الإشارات الواقعة شيئاً يتعدى كونه مجرد ضجة، وعليه التنبؤ بهذه الإشارات سلفاً، فضلاً عن التقاطها، ومن خلال ما حصل من أزمة مالية يؤشر على هذه المنظمة الدولية القصور الواضح في عملها وكذلك غيرها من المنظمات الدولية ذات الشأن، فأين مواضع الابتكار المالي التي تنقصها الخبرة الكافية فيها، واين التوصيات والاستشارات التي يمكن لها التأثير في مجريات الاقتصاد العالمي، حتى جعل ذلك المختصين يصفونه بأنه (سفينة بدون دفة هائمة في بحر من السيولة)^(xi) أما (تيمز آدامز) يصفه بأنه (سائق يغفو فوق عجلة القيادة)^(xii)

وما دام هذه المؤسسة لم تستطع فرض نفس الدرجة التي تتمتع بها في السابق، وربما تواجه مشاكل، فلا بد من إصلاحها فيما يتعلق بشرعية والتمثيل والتصويت والتنظيم وغيرها.

٥- تزايد التعامل خارج الأسواق المنظمة: - وتسمى أحياناً المعاملات التي تتم على المنضدة، أي إنها تتم خارج السوق المنظمة والتي تقع تحت السيطرة والتحكم بها، كما إن هذه التعاملات لا تظهر في القوائم المالية للبنوك والمؤسسات المالية، فلقد ازدادت أتمام الصفقات المالية في هذا النوع حتى بلغت حوالي ٦٠٠ ترليون دولار في السنوات الأخيرة أي ما يمثل عشرة أمثال الناتج المحلي الإجمالي للعالم الذي لم يزيد عن ٦٠ ترليون دولار^(xiii).

٦- وهناك أسباب تعلق بالنفقات العسكرية الباهظة على الإرهاب في العراق وأفغانستان، فالولايات المتحدة تنفق كل ثلاث دقائق مليون دولار لحربها على العراق، وهذا نزيه للسيولة العالمية وتمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلي وذلك بإصدارها سندات خزينة ولهذه السندات سمعة عالية كبيرة مصدرها اسم الولايات المتحدة الأمريكية واقتصادها القوي وهو اقتصاد اعتمد على الإنتاج والعلم واستخدام التكنولوجيا لذلك يستثمر بها معظم بلاد العالم بلا استثناء.

الجدول (٢): حجم الإنفاق العسكري الأمريكي للفترة (٢٠٠٣-٢٠٠٨)

السنة	الحرب على العراق (ألف دولار في الدقيقة)	الحرب على الإرهاب (الف دولار في الدقيقة)	ميزانية الدفاع الأمريكية (مليار دولار)
٢٠٠٣	٩٣	٤٥	٤٣٨
٢٠٠٤	١١١	٧٤	٤٤٨
٢٠٠٥	١٦٤	١٠٠	٥٠٧
٢٠٠٦	١٨٨	١١٦	٥٣٦
٢٠٠٧	٢٤٥	١٦٦	٦١١
٢٠٠٨	٣٧١	١٩٥	-----

المصدر: سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية،

دار النهضة، سوريا، ٢٠٠٨، ص ٦٢

٧- تدهور الاقتصاد الأمريكي:- تقوم الأزمة المالية المعاصرة على محورين لا يمكن فصل احدهما عن الآخر فمن حيث طبيعتها فهي أزمة مزدوجة مالية ونقدية ومن حيث مصدرها فأنها تعود لتدهور الاقتصاد الأمريكي وغيوب الرأسمالية، فأما المحور الأول لها فهي تقوم في جانب مهم على فقدان الثقة في الاقتصاد الأمريكي وعملته، والمحور الثاني يمكن القول في للمختصين والمتابعين للتطورات المتسارعة للازمة والأسباب الكامنة ورائها يكشف إن الاقتصاد الأمريكي هو السبب ورائها، فقد شهد هذا الاقتصاد في السنوات الثماني الأخيرة تدهوراً شديداً مما جعله لا يستطيع الصمود أمام بدايات الأزمة وجعلها تتزايد وتستشري يوماً بعد آخر والبيانات التالية توضح ذلك.

أ- عجز الموازنة العامة^(xiv): حيث أدت السياسات غير المتماشكة لرئاسة الدولة إلى تعميق العجز في الموازنة الأمريكية، حيث تراجع فائض الموازنة من حوالي ٥٢٢ مليار دولار عام ٢٠٠٠ إلى حوالي ٩٢ مليار عام ٢٠٠١، ثم تحول إلى عجز وصل إلى ٤٥٥ مليار عام ٢٠٠٧ سببه الرئيس الاتي:

* التزايد غير الطبيعي للإنفاق العسكري.

* الخفض الكبير في الضرائب.

* الإنفاق المتزايد على الحرب ضد الإرهاب.

* تمويل الحرب في العراق وأفغانستان.

ب- عجز ميزان المدفوعات الأمريكي^(xv): بسبب:

* القيود على تحديد المنتجات عالية التقنية **Hi-Tec-Products**

* ارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي بصفة خاصة من السلع المستوردة .

* ارتفاع أسعار النفط.

* تزايد العجز في الحساب الجاري حتى بلغ حوالي ٧٠٠ مليار دولار في ٢٠٠٧/٢٠٠٨

* تزايد عجز الميزان التجاري حتى بلغ ٥٨٠ مليار دولار عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ .

ج- تصاعد حجم الدين الأمريكي

تضاعف حجم الدين الأمريكي مرة ونصف خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧) فقد بلغ في ديسمبر ٢٠٠٧ حوالي ٢.٩ ترليون دولار أو ما يمثل حوالي ٧٠% من الناتج المحلي الإجمالي وقد وصل حوالي ٧٢.٥% من الناتج المحلي الإجمالي خلال ٣٠ سبتمبر من ٢٠٠٨ وهو يتجاوز مستوى الحد المقبول دولياً^(xvi).

د- الاستهلاك الكثيف

تتجلى حقيقة كون الأمريكيين يستوردون سلعاً للاستهلاك المحلي أكثر مما يصرون بشكل جلي الى الدرجة التي باتت معها الولايات المتحدة تشهد تراجعاً في قدرة الجهاز الإنتاجي على تلبية الحاجات الاستهلاكية، إذ تزايد الاستهلاك ليصل ما نسبته ٨٧% من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠٠٨ ، بعد أن كان حوالي ٢٨% عام ٢٠٠٢ ، والمشكلة هنا ليس في زيادة الاستهلاك، وإنما في القروض التي مولت شراء السلع والخدمات بالتقسيط وبشكل يفوق بكثير قدرات أصحابه على السداد^(xvii).

٨- التلاعب في البيانات المالية للشركات الكبيرة :-

بمعنى تحايل الشركات في إخفاء بعض الحسابات في شركاتها لمصالحها الخاصة والفساد المالي فيها كأخفاء نفقات معينة كما حصل لشركة (وورلد كوم) عندما اخفت نفقات بحوالي ٣.٨ مليار دولار، وكذلك شركة (زيروكس) في مجال أجهزة التصوير حيث خفضت إيراداتها بحوالي ٦ مليار دولار عن مراجعة حسابية لفترة سابقة، وكذلك شركة (اثرون) العملاقة في مجال الطاقة على اثر تدمير وثائق ومستندات محاسبية خاصة بالشركة، وان السبب وراء التلاعب في البيانات هو تقليل النفقات الحقيقية وتضخيم الإيرادات الحقيقية ومن ثم إظهار أرباح وهمية، وبالتالي يستفيد المديرين التنفيذيين للشركات في تضخيم مكافأتهم السنوية ومكافأة نهاية الخدمة لهم، وعدم ايلاءهم أهمية الخسائر التي ستلاحق المساهمين والعمال وغيرهم^(xviii).

والخلاصة هو إن الأزمة المالية ما هي إلا أزمة سيولة كما إنها أزمة ثقة للأسباب التالية :

- ١- الانفصال بين الأصول الحقيقية والمالية .
- ٢- التوسع الواضح في منح القروض العقارية دون التأكد من الضمانات الكافية.
- ٣- الفساد الإداري والمالي لدى الشركات والمصارف ومؤسسات تقييم الجدارة الائتمانية.
- ٤- ضعف الرقابة وانعدامها على بعض المؤسسات وخصوصا شركات الاستثمار.
- ٥- ضعف دور المؤسسات المالية الدولية في كشف إشارات معينة لحدوث الأزمة.
- ٦- قصور لدى صانعي السياسة الاقتصادية في السماح لسعر الفائدة بالارتفاع فما ترتب عليه تزايد الاعباء على المقترض.
- ٧- عدم القدرة على السداد نتيجة السجلات الائتمانية الضعيفة للمقترض.

المطلب الثالث:- المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات

يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على التعرض للأزمات وصددمات على نوعين :

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية البنوية
○ ارتفاع معدل التضخم.	○ نظام جمود معدلات التبادل.
○ نمو سريع في التدفق النقدي.	○ إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات.
○ انخفاض حقيقي لنمو الصادرات.	○ قطاع التصدير أكثر تركيزاً.
○ النمو السريع في الاعتمادات المحلية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.	○ ارتفاع معدل التغير في الديون الخارجية.
○ ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة الى إجمالي القروض.	○ ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل.
○ ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.	○ تحرير سوق المال الحديث.
○ نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية.	○ اطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها.
○ ارتفاع معدل الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.	○ أسواق المال مضمونة بأصول مالية او عقارية.
○ انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي.	○ سيطرت بعض المؤسسات على

سوق الأسهم.	
-------------	--

المصدر : عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي ، العولمة المالية وإمكانية التحكم – عدوى الأزمات المالية – دار الفكر الجامعي، الإسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ٣٩).

المبحث الثاني

السوق المالية ((المفهوم والأهمية الاقتصادية))

أصبحت السوق المالية أداة فعالة لتمويل المباشر للاستثمارات ولمشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية العامة والخاصة منها، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور مهم في تعبئة وتحريك وجذب المدخرات المحلية والأجنبية من وحدات الفائض وإعادة توزيعها نحو طالبي الرساميل من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين لتمويل مشاريعهم، كما إن الأسواق المالية وجدت لإشباع رغبات المتعاملين ومن ثم أصبحت ضرورة حتمية استلزمتهها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والشركات والمؤسسات، هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب والعرض، وإنها تتيح الحرية الكاملة لأجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق المال وتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد فيها الاقتصاد على المبادرة والمبادرة الفردية والجماعية.

لقد أصبح التعامل في الأسواق المالية مستمراً وعلى مدار الساعة، وأصبحت مؤشرات الأرقام القياسية للأسواق تعكس التعامل فيها وما يحدث لها من تقلبات لحظة بعد أخرى، وتحت تصرف المتعاملين أولاً بأول، وساعد في ذلك التطور الحاصل في تكنولوجيا

الاتصالات، الأمر الذي مكن المتعاملين أيضاً كان موقعهم من الاتصال ومع سماسرتهم لتنفيذ قراراتهم الاستثمارية، ولقد زادت فاعلية الأسواق المالية ونمت أحجام تعاملاتها وعالميتها، وتزداد تدفق الأموال عبر الحدود كما تزايدت الحاجة لتلك الأموال لمتطلبات التنمية الاقتصادية.

ولقد تعاضم القطاع المالي مع عصر الليبرالية الجديدة وتزايد حجم الموجودات المالية بشكل يلفت النظر ويتطلب الدراسة والاهتمام والمراجعة لكل السياسات التي تنظم هذا القطاع وتشرف عليه فقد وصل حجم الموجودات المالية إلى ٢٤١ ترليون دولار عام ٢٠٠٧ بعد ان كان ١٥٠ ترليون دولار عام ٢٠٠١ ومثلت في عام ٢٠٠٧ ما نسبته ٤٤٠ % من الناتج المحلي الإجمالي العالمي والبالغ حوالي ٥٤ ترليون دولار^(xix)، وبذلك نجد تجاوز كبير للموجودات المالية لحدود تحمل الاقتصاد الحقيقي، وأن عدم التناسب هذا اعتبره بعض المختصين هو احد مسببات الأزمة المالية العالمية.

والشيء الأخر الذي يذكر هو التحول نحو التمويل من السوق المالية واعتبارها مرتكز للنظام المالي العالمي وتراجع دور المصارف في ذلك وهذا كان واضحاً في إجمالي الموجودات المالية المصرفية التي انخفضت إلى ٤٠ % عام ٢٠٠٧ بعد ان كانت ٥٣ % عام ٢٠٠١ من إجمالي الموجودات المالية العالمية، ومن الاعتماد على المصارف في تقديم القروض إلى أنواع متكاثرة من المؤسسات والمبتكرات المالية. وان الخوض في تحديد مفهوم السوق المالية وأهميتها الاقتصادية فلا بد من التعرف على ماهيتها ومكوناتها ولو بشكل مختصر جداً.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية:

أولاً: تعريف السوق المالية

الأسواق المالية (Financial Market)، هي المكان أو الحيز أو نظام الكمبيوتر الآلي الذي تتجمع طلبات بيع وشراء الأوراق المالية Financial Instruments، والتي تؤدي

تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية، ويعد وجوده من الشروط الضرورية لإتمام المبادلات المالية بسرعة وبسعر عادل^(xx).

إن هذا التعريف ينطوي على نوعين من الأسواق هما أسواق النقد Money Market وأسواق رأس المال Capital Market .

ويختلف النوع الأول عن الثاني في آجال الاستحقاق Maturity Dates ، وكذلك في الأدوات المالية التي يجري تداولها في كلا السوقين.

بمعنى إن أسواق النقد تتعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل والتي تقل مدة استحقاقها عن السنة، وتشكل المصارف التجارية والمؤسسات المالية الرئيسية وشركات الصيرفة والوكلاء والعمالين بأذونات الخزينة ولأوراق المالية قصيرة الأجل والودائع الجارية ولادخارية والمصرفية ومنها شهادات الإيداع والقبولات المصرفية والأوراق التجارية وغيرها، في حين يتعامل الثاني بالأدوات المالية طويلة الأجل وهي الأسهم Scotck والسندات Bonds والخيارات

Options وعقود المستقبلات Futures Contral .

ثانيا: مؤشرات السوق المالية

ومن اجل تحديد مستوى نشاط السوق المالية ودرجة تطوره ومدى فعاليته في الاقتصاد لا بد من الارتكاز على مجموعة من المؤشرات المستنبطة من واقع فعالية السوق المالي ويمكن ادراجها كالآتي^(xxi):

١- مؤشر القيمة السوقية (Market Value) :- وهو مجموع القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في السوق، بمعنى عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً بسعر إغلاق أسهم الشركة في نهاية الفترة.

ويقال له ايضاً الحجم الكلي لرأس مال السوق المالي في نهاية السنة تحديداً ولا تأخذ بنظر الاعتبار الاقيام التي تمت خلال السنة. وهذه القيمة السوقية مهمة لرصد التطورات الحاصلة في النشاط الاستثماري للاقتصاد خلال الزمن وعلى أساس الأسهم تزداد مع زيادة حجم

المشاريع الاستثمارية التي يتم تمويلها بالأسهم، وارتفاع القيمة السوقية يعول عليه كثيراً في الدراسات على أساس علاقته بالنمو الاقتصادي^(xxii).

٢- حجم التداول (قيمة الأسهم المتداولة) :- وتمثل قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال الفترة، أي انه لا يمثل قيمة الإغلاق التي تم التداول بها في الربع الأخير، بل قيام التداول للأرباع الأربعة من السنة .

٣- عدد الشركات المدرجة :- ويبين لنا عدد الشركات التي يسمح لها بالتعامل بالأدوات المالية المتداولة في السوق المالية والتي استوفت الشروط وفق اللوائح والتعليمات الصادرة، كما إن هذا المؤشر يستخدم للدلالة على حجم السوق ومدى تمثيله للقطاعات الاقتصادية في اقتصاده .

٦- معدل دوران السهم :- ويشير إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{قيمة الأسهم المتداولة (حجم التداول)}}{\text{القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها خلال الفترة}} \times 100$$

وكلما ارتفعت قيمته دل على ان الأوراق المالية تتداول بسهولة ويسر وكلفة قليلة وعدم وجود المعوقات أمام ابرام وتسوية الصفقات المالية وبالتالي فهو مؤشر على نشاط التداول في السوق المالية علاوة على انه يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي للسوق.

٧- معدل حصة الشركة :- وهو خارج قسمة القيمة السوقية للسوق على عدد الشركات المدرجة في السوق، وهو يبين لنا مستوى النشاط المالي للشركات المدرجة في السوق ومدى قدرتها على تمويل فعاليتها الاستثمارية.

٨- مؤشر صندوق النقد العربي: وهو مؤشر مركب يشمل الأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة البيانات، ويعتمد في حسابه على أسهم بعض الشركات المدرجة والتي تمتاز بأمر معينه كارتفاع معدل دوران الأسهم، وارتفاع القيمة السوقية في السهم والأهمية الاقتصادية للشركة المدرجة، إذن هذا المؤشر يتضمن الأسهم نشطة التداول ومماثلة بصورة أكثر للقطاعات الاقتصادية.

ثالثاً: الأهمية الاقتصادية للسوق المالية^(xxiii)

الأسواق المالية تحتل مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، وهي تعد انعكاساً للنظم المالية والاقتصادية للدولة، ويمكنها ان تؤثر في النمو الاقتصادي بصورة ايجابية من خلال تعبئة المدخرات الكفاء والتوزيع الكافي لها على الاستثمارات المختلفة، فلقد أكد صندوق النقد العربي هو الآخر وبالحاح مستمر ومن خلال تقييمه لفعالية الأسواق المالية في الاقتصادات العربية على ضرورة أن يكون الهدف التنموي لأدائها هو محور الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها الدول العربية من وراء إنشائها والاستمرار على تحديثها لمواكبة التطورات العالمية، ولهذا يمكن إجمال أهمية وجود السوق المالية بالحقائق الآتية: (xxiv)

١- تمويل خطط التنمية :- أصبحت الأسواق المالية أهم الوسائل للاستثمار وتجميع المدخرات في المجتمع ولمصلحته وان البنوك التجارية لا تستطيع وحدها وبإمكانيتها تحمل مخاطر التنمية التي تلتزم قروضاً طويلة الأجل (Long-Term Coons) ووجود السوق المالية من شأنه عمل ذلك بتكلفة قياسية إذا ما قورن بالافتراض من الخارج والآجال المختلفة.

٢- تجنب الآثار التضخمية :- أي إنها القناة الأساسية للحكومة في تخطيط وإدارة السياسة النقدية للدولة، إن وجودها الفاعل يمكن السلطة النقدية في إدارة التأثير على المعروض النقدي ومن خلال دخول البنك المركزي بائعاً وشارياً للأوراق المالية ووفقاً للظروف الاقتصادية السائدة، ومن خلال ممارسة دوره في إحداث تغييرات في أسعار الفائدة والاحتياطي القانوني، وبالتالي التحكم بأحتياطات البنوك التجارية، وكل ذلك يجنب الآثار التضخمية، كما يتيح السوق المالي وخاصة النقدي منه أسلوباً لتحويل العجزات الحكومية دون إحداث مشكلة التضخيم في الاقتصاد القومي.

٣- تمويل القطاعات الاقتصادية:- إن وجود السوق المالية يمكن القطاعات الاقتصادية وخصوصاً المنتجة منها ومؤسسات القطاع العام والخاص أيضا من الحصول على مواردها المالية بسهولة ويسر وذلك على أساس المشاركة من خلال طرح الأسهم في السوق المالية

دون تحميلها أعباء المدفوعات التعاقدية للقروض الناجحة من الاستدانة من البنوك أو أي جملة أجنبية.

٤- سد الفجوة الزمنية: إن وجود السوق المالية هو سد الفجوة الزمنية الحاصلة بين الحاجة إلى الأموال (الطلب) وبين حجم الأموال الموجودة لدى المدخرين (العرض)، فهو مستودعاً للأرصدة الفائضة عن الحاجة لحين قيام الطلب الاستثماري عليها وبأسعار فائدة معلنة، وهو يساهم بذلك في تخفيض تكاليف الحصول على الأموال بدون الوساطات المالية المتعددة.

٥- زيادة الوعي الاستثماري: إن ملاحظة ما يجري في السوق المالية وتطويرها ومن خلال قنوات المعلومات المختلفة (الإعلام . المناهج . البحوث . الخ) قد يشكل الأرضية المناسبة والخلافة لتنمية النشاط الاقتصادي من خلال تشجيع الابتكارات المالية الحديثة وتنوعها، علاوة رفع الوعي الاستثماري وتحفيز الآخرين للاستثمار في السوق المالية وقد يؤدي إلى الاندماج مع الأسواق الإقليمية والدولية

٦- جذب الاستثمارات: تتزايد أهمية الأسواق المالية من خلال قدرتها على جذب رؤوس الأموال الأجنبية وإتاحة الفرص للدول في الحصول على الأموال بدلاً من الافتراض الخارجي، فهي إحدى قنوات جذب الاستثمارات الحافظة المالية، وللمساهمة الأجنبية في أسهم الشركات المحلية قد تعود بالنفع الكثير كونها تحمل معها خبرة الإدارة والتكنولوجيا الحديثة ونظم التمويل والتسويق، وكل ذلك يعتمد على كفاءة السوق المالية وسيولتها.

٧- الحد من البطالة: فهي تساهم من خلال التمويل لإقامة مشاريع جديدة، وتوسيع وتطوير القائمة منها على زيادة التوظيف وكذلك زيادة الدخول سواء على المستوى الفردي أو القومي.

المطلب الثاني: التطورات في أسواق المال العربية

ان عملية إنشاء وتطوير أسواق المال العربية تقف وراءها أهداف عدة تمثلت في تجميع المدخرات الوطنية وإعادة توزيعها نحو المشاريع لتمويل التنمية فيها، إضافة الى جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة والتي ستنعكس بآثارها الايجابية على التنمية الاقتصادية فيها لما تحمله من مزايا حمل الإدارة والتكنولوجيا وغيرها، كما أن تأسيسها جاء

لمتطلبات مواكبة التطورات العالمية، فضلاً عن مساهمتها الواضحة في تسهيل وتسريع عمليات تخصيص القطاع العام والإصلاحات الهيكلية الأخرى، وعلى الرغم من حداثة أسواق المال العربية وان دورها المالي لم يظهر في النشاط الاقتصادي إلا مع بداية الربع الأخير من القرن العشرين الماضي، إلا أنها خطت خطوات واسعة في سبيل جعلها تساير التطورات الحاصلة في الأسواق المالية الإقليمية والدولية وقد تميزت جهود القائمين على إصلاحها ومعالجة المشاكل التي عانت منها، وخصوصاً مع بداية الألفية الجديدة وكانت سنوات الألفية الجديدة متميزة من حيث الانجازات والإصلاحات الهيكلية التي تتطلبها الأسواق العربية وكل ذلك انعكس على تطوير مؤشراتها، حيث ازدادت رسملتها وأحجام التداول بمعدات كبيرة جداً، وحققت الشركات المدرجة فيها إرباح بمستويات عالية حفزت إلى تأسيس العديد من الشركات تطرح أسهمها للاكتتاب العام في السوق.

لقد اتخذت الحكومات العربية العديد من الإجراءات والممارسات التي تهدف إلى مراجعة التشريعات الخاصة بأسواقها المالية وتحديثها وسن قوانين جديدة كقانون الأوراق المالية واللوائح التنظيمية وقانون الشركات، كما عملت الحكومات بمعالجة فصل الأدوار التشريعية والرقابية للحكومة عن الدور التنفيذي للسوق، وأسست هيئات وشركات مستقلة لإدارة السوق كما هو الحال (شركة تداول السعودية)، وشركة الدوحة وغيرها، كما تم إقرار القوانين التي تنظم عمل المستثمرين الأجانب في الأسواق المال العربية والسماح لهم في الاستثمار في أسهم الشركات وبنسب تملك تتفاوت بين الأسواق، إذ تسمح بعض الأسواق بنسب تملك تصل إلى ١٠٠% في بعض المشروعات و ٤٩% في مشروعات أخرى^(xxv)

فضلاً عن إخضاع العديد من القوانين والأنظمة إلى تعديلات وإصلاحات استهدفت تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية للأسواق المالية، وتحقيق المزيد من الكفاءة والشفافية والوضوح وسلامة وعدالة التعامل في الأسواق، فقد تم وفي جميع الأسواق المالية إعداد لائحة داخلية جديدة للسوق تتضمن تعديلات شاملة وإضافات جديدة تعطي مختلف جوانب العمل في السوق، ويأتي ذلك انسجاماً مع

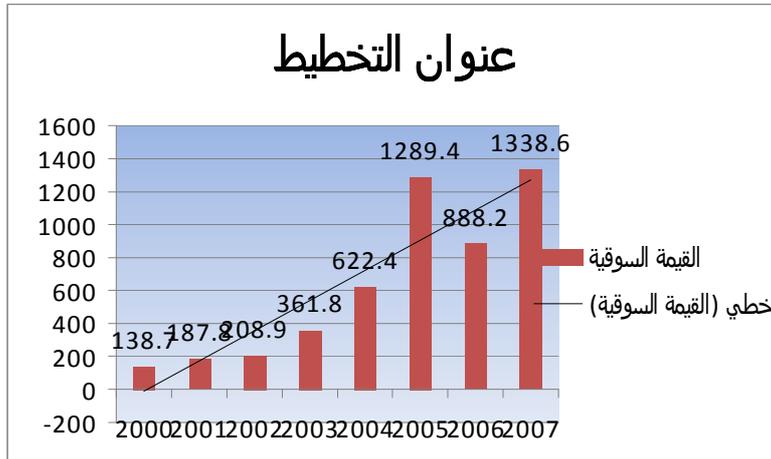
التطورات والمستجدات التي شهدتها السوق المالية العربية في المجالات المختلفة، وسعيًا للتوافق مع المعايير الدولية في مجال الشفافية والإفصاح والتنوع في أدوات الأوراق المالية، كما تم إعداد لوائح خاصة لحماية المستثمرين ضد مخاطر إفلاس الشركات، وخيانة الأمانة، كما تم في اغلب الأسواق إصدار القوانين التي توجد الإطار التشريعي الذي ينظم إجراءات التأسيس والإدارة والتصنيف للشركات، كما ألزمت الحكومات جميع الشركات العاملة في السوق الامتثال وتطبيق قواعد حوكمة الشركات المرتبطة بعمليات الإفصاح في تقارير مجال الإدارة، وحماية المستثمرين وتطبيق قواعد المحاسبة الدولية، كما تم تنظيم ووضع تعليمات تتعلق بأنشطة الوساطة لديها تهدف للمحافظة على الملاءة المالية لشركات الوساطة باعتبار إن سلامة الأوضاع المالية للوسطاء تعتبر من أهم مقومات سلامة التداول، علاوة على تشغيل أنظمة تداول حديثة والعمل باستمرار على تحديثها تتيح للمستثمرين الاستثمار عن بعد وإجراء عمليات البيع والشراء عدة مرات.

وفيما يخص التعامل المشترك بين الأسواق العربية وبينها وبين الأسواق الإقليمية والدولية، فأقدمت العديد منها على عقد اتفاقيات تهدف إلى زيادة التعاون وخاصة في المجالات المتعلقة بعمليات إصدار وتداول الأوراق المالية وتنظيم آليات وعمليات التسوية والمقاصة وتبادل الخبرات، علاوة على الإدراج المشترك للأوراق المالية، إضافة إلى انضمام اغلب البورصات العربية إلى المنظمات الدولية لهيئات الأوراق المالية Iosco والتي تعني بكافة الشؤون المتعلقة بالرقابة وبصناعة الأوراق المالية، وقد يتيح الانضمام هذا فرصة الاستفادة من احداث التطورات المختلفة والاستفادة من تبادل المعلومات والخبرات وغيرها .

لقد شهد أداء غالبية أسواق المال العربية تطورات واضحة نوعية وكمية وأداءً جيداً يرجع إلى الجهود المبذولة لكافة الحكومات العربية لتطوير وتحديث أسواقها، وعند النظر الى أداء مؤشراتنا يتأكد لنا ذلك ويعكس لنا الجهود المبذولة إلى

تطويرها، والشكل البياني الآتي يعكس لنا تطور إجماع القيمة السوقية لأسواق المال العربية للفترة (٢٠٠٧-٢٠٠٠).

الشكل(١):تطور القيمة السوقية لأسواق المال العربية للفترة (٢٠٠٧/٢٠٠٠) مليار دولار أمريكي



المصدر:- من عمل الباحثان استنادا إلى بيانات قاعدة أسواق المال العربية، سنوات متفرقة.

ويلاحظ من الشكل أعلاه، إن انخفاض القيمة السوقية لعام ٢٠٠٦ كان بسبب حركات تصحيح الأسعار للأسهم في أسواق المال الخليجية والتي استمرت طيلة عامي ٢٠٠٦ بعد

ارتفاعها بشكل غير طبيعي نتيجة زيادة الطلب عليها وكذلك المضاربات عليها وخصوصاً في أسواق المال الخليجية.

المبحث الثالث

الأزمة المالية العالمية تضرب أسواق المال العربية

المطلب الأول: الأسواق المالية العربية في عام الأزمة

إن الأزمات المالية مهما تعددت واختلفت فهي لا بد وان يمتد تأثيرها إلى الأسواق المالية وبذلك تكون من أكثر القطاعات تأثراً بها سواء في الأسواق المالية الكبرى او الناشئة، وان اختلفت درجة التأثير طبقاً لدرجة التكامل والتشابك فيما بينها، لقد بدأت بوادر الأزمة المالية منذ بداية (يوليو/ ٢٠٠٧) وحينها عاشت الأسواق المالية الدولية بقية العام نفسه باضطراب واضح وتقلبات مشهودة، فانخفضت مؤشراتنا وتبددت معها مليارات الدولارات، فقد انخفض مؤشر (داو جونز) إلى (١٣٠٦٦.٦) نقطة بعد ان كان (١٣٥٣٥.٦) نقطة خلال الفترة (٢ يوليو - ١٠ أغسطس/ ٢٠٠٧)، وكذلك مؤشر سوق طوكيو (Nikkei) انخفض الى (١٦٧٤٩) نقطة بعد ان كان (١٨٠١٤٦) نقطة ولنفس الفترة ايضاً، في حين فقد مؤشر سوق لندن المالي حوالي (٥٤٠) نقطة بعد ان كان (٦٥٩٠) نقطة في بداية الفترة المذكورة، اما سوق

باريس فانخفض مؤشر (كالك) الى (٥٤٤٨) نقطة بعد ان كان (٥٦٢٦) نقطة ولنفس المدة ايضاً، وقد انعكس الحال هذا على بقية الأسواق في آسيا وأمريكا اللاتينية^(xxvi). في حين بقيت مؤشرات أسواق المال العربية دون تذبذبات تذكر من حيث أحجام التداول والقيمة السوقية وغيرها من المؤشرات بل بعضها حققت ارتفاعات واضحة في مؤشراتهما تراوحت بين (٦٩.٨%) في سوق ابو ظبي و(١.٤%) في بورصة الجزائر، وكانت الارتفاعات واضحة في أسواق دبي ومسقط والسعودية والدوحة والكويت ومصر وبلغت (٥٦، ٤٦.٧ ، ٣٧.٦، 59.1، ٢٩.١، ٥١%) على التوالي.

وكل ذلك انعكس على تحقيق مؤشر صندوق النقد العربي المركب ارتفاعاً فاق ما تحقق من مؤشرات تعكس أداء الأسواق الدولية، بحيث اقتصررت نسب الارتفاع التي سجلها كل من مؤشر (S&P500) وفوتسي (FT.SE100) على حوالي (٣.٥ ، ٣.٨)% ، في حين انخفض مؤشر (نيكاي) بنحو (١١%) ويعود هذا الارتفاع الموجب اقله إلى ما تحقق في النصف الأول من عام ٢٠٠٧^(xxvii).

والخلاصة في ذلك هو بقاء أسواق المال العربية بعيدة عن مخاطر الأزمة المالية بعد تزايد المخاوف من ارتفاع حالات التعثر عن السداد في سوق الرهون العقارية العالية المخاطر وفي سياق عمليات تصحيح تشهده سوق العقار الأمريكي.

وفعلاً هذا ما أوضحته بعض التقارير الصادرة حينها والتي أشارت وبموجب تقارير التحليل المالي وغيرها الى استبعاد حدوث تراجع حادة في مؤشرات أسواق المال العربية على المدى المتوسط والبعيد مستندين في ذلك على حالة الاستقرار النسبي فيها، إضافة إلى عدم وجود أنظمة مفتوحة ١٠٠% للمستثمرين الأجانب تخولهم الدخول في شراء وبيع الأسهم للشركات المدرجة وبشكل مباشر، حيث اغلب الأنظمة الصادرة والمعمول بها في الأسواق العربية تسمح لهم بالدخول غير المباشر وعبر صناديق الاستثمار التابعة للبنوك التجارية، عدا حالة بعض الأسواق كبورصة دبي ومصر ولبنان كونها أكثر انفتاحاً على المستثمرين الأجانب والتي توقعت لها التقارير أن تتراجع مؤشراتهما في النصف الثاني من عام

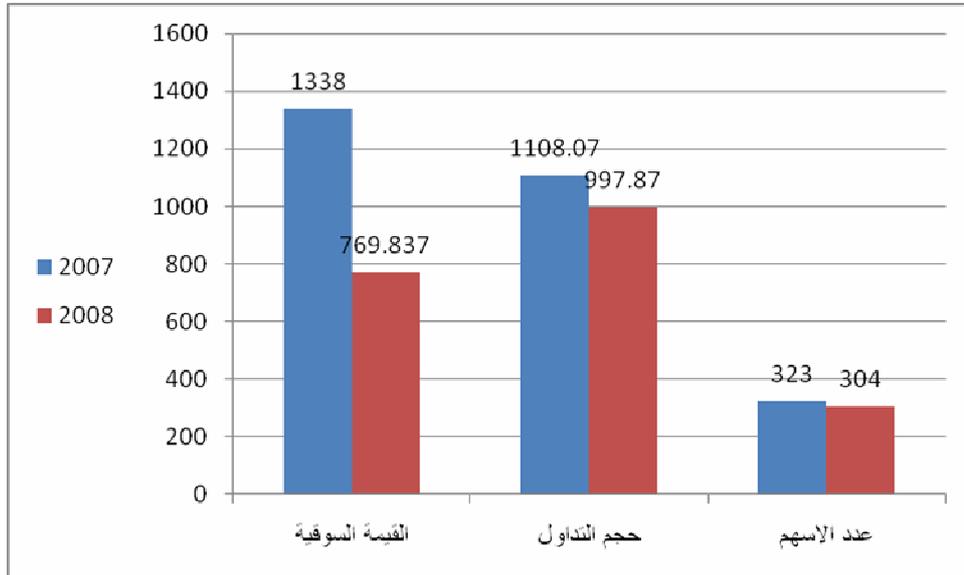
٢٠٠٧ وبشكل محدود وعلى المدى القصير ويمكن تجاوزها نظراً للأداء الجيد والمستقر لها^(xxviii)، علاوة على تأثر بعض الشركات العربية التي تمتلك أسهماً في شركات أجنبية ولاسيما في كبرى البنوك العالمية ذات العلاقة بالشركات العقارية، فضلاً عن مواجهة صعوبات أخرى في عملية تسويق السندات لبعضها^(xxix)، وهنا نشير أيضاً وهذا ما لحظناه في التقارير الربع سنوية الأخيرة من عام ٢٠٠٧ في وجود آثار بسيطة على مؤشرات الأسواق الأكثر انفتاحاً ولكنها لا تتعدى ٢% وكانت مقبولة في حينها مقارنة مع ما تعرضت له الأسواق العالمية خلال نفس الفترة هذا إذا ما علمنا إن الضغوط النفسية للمستثمرين والشائعات سرعان ما تؤدي إلى فقدان الثقة في الأسواق المالية كونها أكثر الأسواق ارتباطاً بالأحوال النفسية للتداول والتشاؤم وفقدان الثقة بالمستقبل، مما يؤدي إلى أحجام المستثمرين عن الاستثمار والبحث عن الملاذ الأمان لأموالهم.

لكن ما إن وقعت الأزمة المالية في يوم الاثنين الأسود (١٥ سبتمبر ٢٠٠٨) وهو الإعلان الرسمي لها والذي تزامن من إعلان بنك (ليمان براذرز) وهو رابع أكبر بنك في أمريكا تقدمه بطلب لإشهار إفلاسه وحمايته من المودعين، وإذا نرى تهاوي مؤشرات أسواق المال العربية في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨ وبشكل ملفت للنظر ولتعيش الربع الأخير من العام نفسه اضطراباً نتج عنه انخفاضات متضاعفة في جميع الأسواق العربية، وكان من الطبيعي إن تؤثر معنويًا ومادياً في البورصات العربية، فقد انخفض المؤشر المركب الذي يحتسبه صندوق النقد العربي للأسواق المشاركة في قاعدة البيانات* بنسبة ٤٩.٤% وبلغ ١٦٦.٢ نقطة في نهاية عام ٢٠٠٨ مقابل ٣٢٨.٧ نقطة نهاية عام ٢٠٠٧، وهو كذلك ينخفض بنسبة ٣٤.٢% عند مقارنته مع نهاية الربع الثالث من عام ٢٠٠٨. وكان الانخفاض عالياً عند مقارنته مع أداء الأسواق الدولية، حيث انخفض مؤشر (S&P500) بنسبة ٣٨% (وفوتوسي) بمعدل ٣١% (نيكاي) بنحو ٤٢% وأخيراً مؤشر (كاك) الفرنسي بنسبة ٤٢,٨%^(xxx).

ويرجع ذلك الانخفاض إلى تراجع أداء أسواق المال العربية باستثناء بورصة تونس، حيث انخفضت إجماع القيم السوقية والتداول ومؤشرات الأسعار وبسبب ما أفرزته الأزمة المالية

العالمية، حيث انخفضت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة حوالي ٤٣% وخسرت التداولات أكثر من ١٠% من قيمتها وكذلك انخفض عدد الأسهم المتداولة وكما موضح في الشكل البياني التالي:

الشكل (٢): يوضح مؤشرات الأسواق المالية العربية للمدة (٢٠٠٧- ٢٠٠٨)



المصدر: من عمل الباحثان استنادا على:

- قاعدة بيانات أسواق المال العربية لعامي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨.

أما المؤشر الذي يقيس معدل دوران السهم فهو يرتفع ويتجاوز حاجز ١٠٠% ليعكس لنا حركة سريعة للتداولات وتعني لنا التخلص من الأسهم وبيعها خلال عام ٢٠٠٨ مقارنة مع حركة دوران كانت ٨٣% في نهاية عام ٢٠٠٧.

أما على مستوى أسواق المال العربية وبشكل انفرادي فقد سجلت القيمة السوقية لأسواق المال العربية الرئيسية انخفاضاً حاداً كانت الأعلى في سوق دبي المالي ٥٤,٣% حيث انخفضت إلى حوالي ٦٣ مليار دولار بعد أن كانت حوالي ١٣٨ مليار دولار عام ٢٠٠٧، وسوق الأسهم السعودي ٥٢,٥% حيث بلغت ٢٤٦,٣ مليار دولار بعد أن كانت حوالي ٥١٩ مليار دولار، ثم سوق الكويت للأوراق المالية بمعدل ٤٨,١% (انظر الجدول التالي والذي يوضح لنا انخفاض مؤشرات أداء أسواق المال العربية نهاية عام ٢٠٠٨ ومقارنة مع ما تحقق في نهاية عام ٢٠٠٧).

الجدول(١): مقارنة مؤشرات أسواق المال العربية لعامي (٢٠٠٧ - ٢٠٠٨)

الأسواق	المؤشرات في نهاية عام ٢٠٠٧				المؤشرات في نهاية عام ٢٠٠٨				نسبة تغير القيمة السوقية %
	مؤشر الأسعار (نقطة)	مؤشر القيمة السوقية (مليار \$)	درجة عمق السوق %	معدل دوران السهم %	مؤشر الأسعار (نقطة)	مؤشر القيمة السوقية (مليار \$)	درجة عمق السوق %	معدل دوران السهم %	
ابو ظبي	4551.8	121.1	50%	39.4%	2390.0	68.6	-	91.7%	-43.4
عمان	7519.3	41.232	260%	42.3%	2.758	35.844	179.1	80.1%	-13.1
البحرين	2755.3	27.016	146%	4.0%	1.804.1	19.947	82	10.5%	-26.3
السعودية	1555.6	518.984	138%	131.4%	226.8	246.337	52.7	212.3%	-52.5
الكويت	12.588	135.362	127%	100%	7.782	70.181	81.8	106.9%	-48.2
المغرب	12.695	75.494	108.9%	29.8%	10.984	65.748	67.7	20.4%	-12.9
الجزائر	67.2	0.972	0.1%	0.22%	64.1	0.922	0.1	0.33%	-5.1
تونس	1.936.8	5.338	15.4%	14.02%	1.971.3	6.304	15.2	25.41%	+18.1
دبي	5.932	138.179	72%	74.8%	1636.3	63.099	-	131.7%	-54.3
الخرطوم	-	4.913	10%	2.6%	-	3.804	6.2	13.6%	-22.6

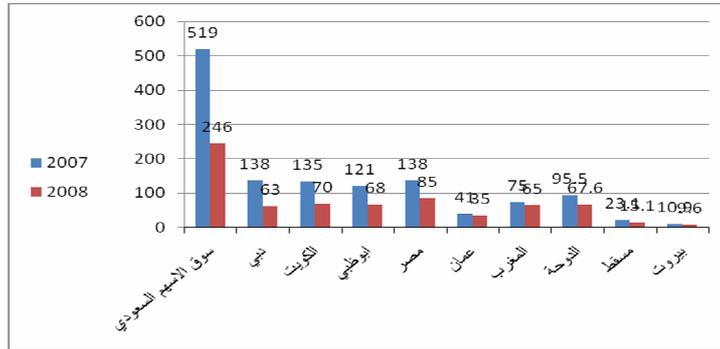
-14.2	-16.2	58.2%	-	2.123	441.7	33%	-	2.473	527.3	فلسطين
-34.4	-39.8	57.4%	25.3	15.139	544.1	22.6%	57%	23.086	9.0355	مسقط
-11.8	-21.1	62.9%	74.9	67.627	6.886	31.3%	150%	95.505	9.580	الدوحة
-29.4	-20.7	17.8%	32.4	9.609	102.4	9.1%	49.1%	10.894	129.2	بيروت
-38.1	-53.9	100.6%	52.8	85.923	1.573	47.3%	108%	138.828	3.412	القاهرة والإسكندرية
43%				769.827	-	-	-	1338.5		المجموع

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد على:

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، لسنتي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨.

ومن الجدول نلاحظ أيضا إن سوق المال بمصر هو الآخر تعرض لخسائر واضحة في رسملة سوقه وجاء في المرتبة الرابعة ونسبة ٣٨,١%، ثم سوق مسقط بخسارة بلغت حوالي ٣٤%، وكان أدنى انخفاض قد تحقق في بورصة الجزائر عندما بلغت بمعدل ٥,١% في حين إن بورصة الأوراق المالية بتونس هي الوحيدة من بين أسواق المال العربية التي حققت ارتفاعا في رسملتها السوقية ونسبة ١٨,١% والشكل البياني (٣) يوضح لنا ما تعرضت له أسواق المال العربية من خسائر واضحة في أحجام القيمة السوقية.

الشكل(٣): يوضح أهم الأسواق المالية العربية الخاسرة (حسب مؤشر القيمة السوقية)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى:

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، لسنة ٢٠٠٨ .

خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ بسبب الاضطرابات التي أحدثتها الأزمة المالية والتي جعلت المستثمرين الإكثار من حالات البيع والتخلص مما بحوزتهم من أسهم. وأشار مؤشر عمق السوق المالي في الاقتصاد إلى التراجع الواضح، وكان وراء ذلك التراجع هو الانخفاض الملحوظ في القيمة السوقية للأسواق، وبين المؤشر لعام ٢٠٠٨ الانخفاض الكبير لجميع أسواق المال العربية ماعدا سوق عمان المالي والذي بلغت درجة عمقه نحو ١٧٩% وهو عكس ما تحقق في ٢٠٠٧ عندما تجاوز حاجز الناتج المحلي الإجمالي وفي جميع الأسواق.

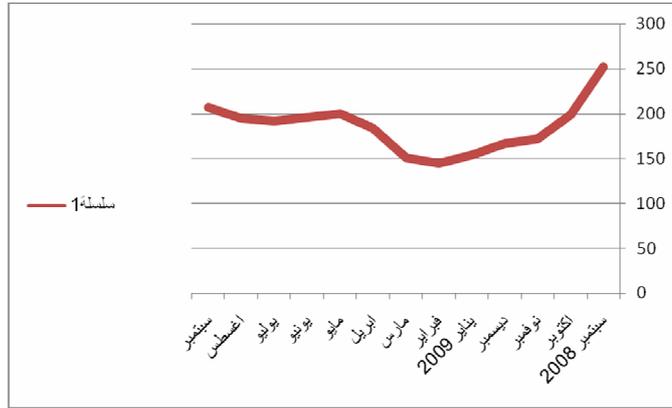
المطلب الثاني: أسواق المال العربية بعد عام من الأزمة:

عند متابعة التطورات الحاصلة في أداء أسواق المال العربية بعد عام من الأزمة، فنجد حالة عدم الاستقرار النسبي في أداء مؤشراتها على الرغم من التحسن الملحوظ في نهاية الربع الثالث من عام ٢٠٠٩ مقارنة مع الربع الثاني من العام نفسه ولكنها لم تستطع الوصول إلى المؤشرات المتحققة في نهاية الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ وهذه صفة تنطبق على جميع الأسواق، في حين حققت أسواق أخرى انخفاضات في أداء مؤشراتها كما هو حاصل في أسواق الكويت والبحرين وعمان وفلسطين والدار البيضاء.

فقد ارتفع المؤشر المركب للأسعار الذي يحتسبه صندوق النقد العربي والذي يقيس أداء الأسواق العربية وبمعدل ٥.٩% وليصل الى ٢٠٦.٨ نقطة في نهاية الربع الثالث من عام ٢٠٠٩ مقارنة بمستوى ١٩٥.٥ نقطة نهاية الربع الثاني ٢٠٠٩، ولكنه لم يصل إلى مستواه المتحقق في نهاية الربع الثالث ٢٠٠٨ وينخفض عنه بمعدل ١٨,١%. والشيء الذي يذكر أيضا على الرغم من التحسن في الأداء وحسب ما أظهره المؤشر المركب في نهاية الربع الثالث ٢٠٠٩ ولكن أداؤها لم يكن الأفضل عند مقارنتها مع أداء الأسواق الدولية، فقد سجلت ارتفاعات في مؤشراتها فمثلا مؤشر (S&P500) حقق ارتفاعا بلغ ١٦% ومؤشر (فوتسي) بنحو ٢٠,٨% ومؤشر(نيكاي) بنحو ٣% وارتفع مؤشر (كاك) الفرنسي بنحو

٢٠٠٩% خلال الربع الثالث من عام ٢٠٠٩^{xxxi} ويمكن توضيح اتجاه مؤشر صندوق النقد العربي المركب بالشكل البياني التالي:

الشكل (٥): اتجاه مؤشر صندوق النقد العربي المركب للفترة (سبتمبر ٢٠٠٨ – سبتمبر ٢٠٠٩)

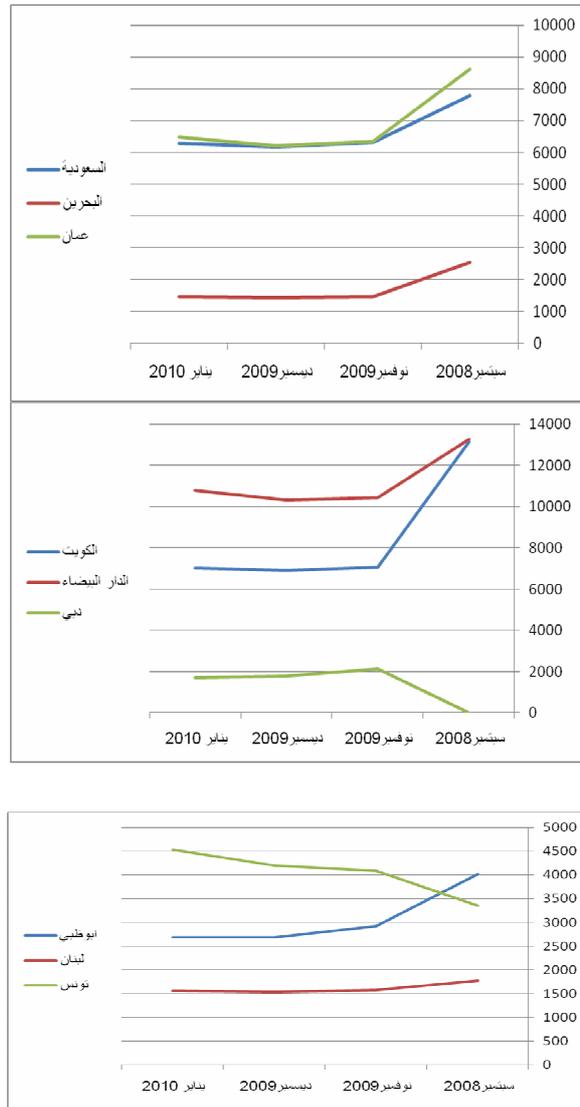


المصدر: من عمل الباحثان استنادا على قاعدة بيانات أسواق المال العربية، الربع الثالث ٢٠٠٩.

أما مؤشرات الأسعار في الأسواق العربية على المستوى المحلي^(٦) فقد حققت أغلبها ارتفاعا في نهاية الربع الثالث ٢٠٠٩ تراوحت بين ٢٢.٨% في سوق دبي و ٣.٢% في

بورصة بيروت، وكانت الارتفاعات بنسب بلغت (18.7)، (17.1)، (16.1)، (14.2)، (13.0) (10.5)% في أسواق أبو ظبي ومسقط ومصر والدوحة والسعودية وتونس على التوالي، في حين انخفضت في أسواق الدار البيضاء وفلسطين والكويت والبحرين وعمان وبنسب بلغت (7.1 ، 4.9 ، 3.3 ، 1.7 ، 1.7)% على التوالي. ولكن بالرغم من هذا التحسن إلا أنها لم تصل الى ما تحقق في الربع الثالث من عام 2008، ولبيان التذبذب وعدم الاستقرار النسبي في مؤشرات الأسعار المحلية نعرض الشكل (5).

الشكل (5): تذبذب مؤشرات أسعار أسواق المال العربية بعد عام من الأزمة

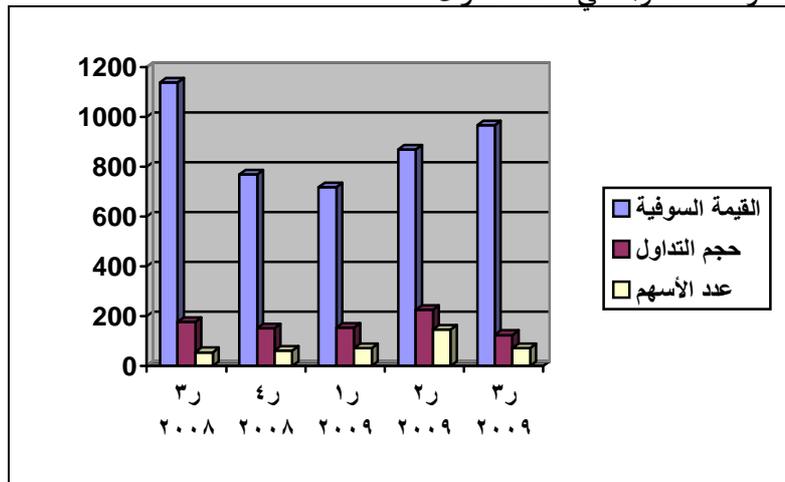


المصدر: من عمل الباحث بالاعتماد على نشرة متابعة أسواق المال العالمية والعربية والمحلية، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مصر، العدد/٨، شباط ٢٠١٠. وفيما يتعلق بالمؤشر الذي يقيس القيمة السوقية للأسواق العربية، فقد ارتفعت القيمة السوقية إلى ٩٦٦.٣ مليار دولار نهاية الربع الثالث ٢٠٠٩ مقارنة مع ٨٧٠.٥ مليار دولار في

الربع السابق له من العام نفسه، أي بمعدل ارتفاع بلغ ١٢.٢% وعلى الرغم من ذلك فأنها لم تصل إلى ما تحقق في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨ عندما كانت ١١٣٧.٧ مليار دولار. أما على مستوى الأسواق العربية وبشكل انفرادي، فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسواق الدوحة ومصر ومسقط وأبو ظبي والسعودية ودبي وبيروت وبنسب بلغت (٢٤.٣، ٢٣.٩، ١٨، ١٨.٨، ١٥، ٩، ٣)% على التوالي في حين انخفضت في أسواق الأردن والبحرين والكويت والمغرب وفلسطين، ولكن يؤشر ايضا إنها لم تستطيع الوصول إلى ما تحقق من أحجام في رسميتها السوقية إلى ما وصلت إليه في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨. ^{xxxii}

وفيما يتعلق بحجم التداول في أسواق المال العربية فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في الربع الثالث من ٢٠٠٩ حوالي (١٢٥.٥) مليار دولار مسجلة نسبة انخفاض كبيرة بلغت حوالي (٤٤.٤%) مقارنة مع الربع الثاني من العام نفسه، وقد سجلت اغلب أسواق المال العربية وبشكل انفرادي انخفاضا ملحوظا في حجم التداول وكانت نسب الانخفاض واضحة في أسواق الأسهم السعودية ومصر ودبي والكويت.

أما بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فقد انخفض هذا المؤشر خلال الربع الثالث ٢٠٠٩ إلى (٥٥٠%) ليبلغ حوالي (٧٣.٤) مليار دولار مقارنة مع (١٤٦.٨) مليار سهم تم تداولها في الربع السابق له. ويرجع تفسير ذلك إن الانخفاض راجع إلى عمليات الشطب التي جرت على الشركات المدرجة في تلك الأسواق.



المصدر: إعداد الباحث استناداً إلى بيانات قاعدة أسواق المال العربية.

أما من حيث الأسباب للتراجعات والخسائر التي تعرضت لها أسواق المال العربية فيمكن إجمالها بالآتي: (xxxiii)

١. الصدمة النفسية في فقدان الثقة في مختلف الأسواق، مما ساعد على تعميق الأزمة، والسوق المالية هي أكثر الأسواق ارتباطاً بالاضطرابات النفسية ولحالات التفاؤل والتشاؤم وفقدان الثقة في المستقبل وكل ذلك يؤدي إلى أحجام المستثمرين عن الاستثمار والبحث عن الملاذ الأمان لأموالهم ومن هنا يزداد تفضيل السيولة والاحتفاظ بها وبالتالي الهروب من السوق المالية.

٢. بيع الأجانب معظم ما لديهم من أسهم وسندات في البورصات العربية لحاجتهم الشديدة للسيولة لتغطية مراكزهم في بلدانهم على اثر ما أحدثته الأزمة المالية.

٣. سحب عدد كبير من الأجانب المستثمرين أموالهم وخروجها من الدول العربية، فمثلاً تم سحب أكثر من ١٣ مليار دولار من سوق دبي المالي وحده، حيث كانت هناك استثمارات أجنبية في الدول العربية وخصوصاً الدول النفطية والذين جذبتهم المكاسب المستمرة من جراء زيادة أسعار النفط والقطاع العقاري.

٤. إن الخسائر التي سجلها القطاع العقاري وقطاع البنوك كونها الفاعلين الأساسيين في السوق المالية العربية بعث حالة قلق حول مصير تلك النشاطات الاستثمارية وكل ذلك انعكس سلباً على خطط المستثمرين اتجاه هذه القطاعات.

إن الخسائر التي شهدتها الأسواق العربية ليس بسبب سوء إدارة الشركات المدرجة بل بسبب الهلع والخوف الذي أصاب المستثمرين جراء ما يحصل من تداعيات الأزمة المالية وخصوصاً على الأسواق المالية.

المبحث الرابع

سبل مواجهة الأزمة المالية عربياً

إن التلّف الحاصل في القطاع المالي والأسواق المالية دفع الحكومات والبنوك المركزية على السواء في العالم إلى مزاج لا يتوخى سوى حسن إدارة الأزمات، وهذا ما بدا واضحاً وطبيعياً إن يكون الإجراء الأول والأسرع والأهم الذي تلجأ إليه الحكومات هو سياسة ضخ الأموال وعلى جبهة واسعة لمواجهة مشكلة شح السيولة، إضافة إلى سياسة تخفيض الفوائد، وتقليل نسب الاحتياطي والتخفيضات الضريبية وغيرها المتعلقة بالإصلاحات التنظيمية والرقابية والتشريعية، وهذا ما لمسناه في برنامج (الإنقاذ المالي) في أمريكا، وغيرها من الدول الأوروبية وفي آسيا وأفريقيا وأمريكا اللاتينية* علاوة لما تابعناه من مؤتمرات واجتماعات عقدت على المستوى الدولي والمحلي كان في مقدمتها اجتماع وزراء المالية للدول الصناعية السبع الكبرى في ١١ أكتوبر ٢٠٠٨ والذي خرج بمجموعة من التوصيات لمواجهة الأزمة تعلقت بدعم المؤسسات المالية الحيوية ومنع انهيارها ووضع برامج لحماية المودعين ودعم الدور الحيوي للمؤسسات المالية والنقدية الدولية في مساعدة الدول المتأثرة بالأزمة، علاوة على مناقشة الإصلاحات اللازمة لديمومة عمل تلك المؤسسات، ومن ثم عقدت قمة العشرين للدول المتقدمة والنامية والتي خرجت بتوصيات تؤكد على إشراك جميع الدول في تشكيل إدارة اقتصادية عالمية مقبلة والتأكيد على الحرية الاقتصادية والتجارية، علاوة على تفعيل الإشراف والمراقبة والتقييم لعمل المؤسسات المالية^(xxxiv).

والدول العربية وباعتبارها جزء من منظومة الاقتصاد العالمي هي الأخرى اتخذت الكثير من الإجراءات كل وحسب درجة تأثره بالأزمة إجراءات لا تخرج عن ماتم اتخاذه دولياً مع بعض الخصوصيات لكل دولة، علاوة على المؤتمرات والندوات التي ناقشت الأزمة العالمية من حيث أسبابها ونتائجها وسبل مواجهتها وهي في الحقيقة كثيرة ووضعت أمام الدول العربية الحلول الكثيرة لمواجهة الأزمة العالمية.

ونتناول قسم من الإجراءات والسبل المتخذة وبصورة انفرادية لكل دولة على الرغم من وجود سبل وإجراءات مشتركة اتخذتها قسم من تلك الدول وقدر تعلق الأمر بالأسواق المالية، فقد واصلت الجهات المختصة بتلك الدول جهودها الواضحة من أجل اتخاذ تدابير تحصن

أسواقها المالية وتدعم استقرارها ومن خلال تحديث وتعزيز نظم الرقابة والإشراف والالتزام بتطبيق الممارسات العالمية في عملها التنظيمي والرقابي، حيث واصلت مؤسسات الرقابة المالية في وضع بيئة تشريعية تكفل بالتطبيق الدقيق لمعايير وأسس ومبادئ حوكمة الشركات وشروط الإفصاح والنزاهة والشفافية وخلق المناخ الاستثماري الملائم وبما ينسجم وأهداف التنمية الاقتصادية العربية، حيث أصدرت قسم من الأسواق اطر تنظيمية وإشرافية لتنظيم عمل صفقات الاستحواذ والتملك وإعادة شراء الأسهم، كما قامت أسواق أخرى بمراجعة التشريعات وتحديثها ووضع آليات للرقابة وإدارة المخاطر واستحداث أدوات مالية جديدة، كما تم تشغيل أنظمة تداول حديثة في قسم آخر من الأسواق، في حين قامت أسواق أخرى على تحسين وتحديث قوانين الشركات وضوابط عملها بما فيها شركات الوساطة المالية وشركات الاستعلام والشركات الاستشارية للخدمات المالية.^{xxxv}

ولآجل تبيان أهم السبل والمعالجات المتخذة سنتناول قسم منها وحسب كل دولة على حدة وكالاتي:

أولا: جمهورية مصر العربية:

لقد كانت سبل مواجهة الأزمة فيها هادفة وشاملة لجميع الجوانب وكالاتي :

أ: قامت الحكومة ومن اجل مواجهة نقص السيولة، وتنشيط الطلب الفعال وذلك من خلال زيادة النفقات العامة لصالح الاستخدامات الاستثمارية، ضخمت ما قيمته (٣٠ مليار جنيه مصري) كان نصيب الإنفاق الاستثماري منه ٧٩% وفي مشروعات البنى التحتية كالطرق والجسور والصحة، في حين خصص للإنفاق الجاري ما نسبته ٢١% قدمت لدعم الصادرات وزيادة قدرتها التنافسية، إضافة إلى دعم المشاريع الصناعية على ان ينفق نصفه خلال الخمسة أشهر المتبقية من عام ٢٠٠٨ والباقي لعام ٢٠٠٩.^{xxxvi}

ب: تأسيس شركة برأس مال ضخمة (صانع السوق) وظيفتها تحليل أوضاع السوق المالية والشركات المدرجة فيه، وعلى ضوء نتائج التحليل تقوم هذه الشركة بتحديد الحد الأدنى والأقصى لأسعار الأسهم، ومن ثم دخولها كبائع ولكميات كبيرة من الأسهم التي ارتفع سعرها عند الحد الأقصى لغرض زيادة عرضها للتأثير على الأسعار بالاتجاه نحو الانخفاض والعودة إلى السعر المحدد، والعكس في حالة نزول أسعار الأسهم دون الحد الأدنى فتدخل شارباً لتلك الأسهم للضغط على أسعارها نحو التزايد لزيادة الطلب عليها.

ج: أصدرت الهيئة العامة لسوق المال موافقتها على تأسيس صناديق للاستثمار وأسس أول صندوق برأسمال قدره ٢٥ مليار جنيه لتمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة، ويعمل هذا الصندوق في السوق المالية.^{xxxvii}

د) تحديث العمل بأدوات مالية جديدة مصرفية وغير مصرفية وفي مجال التأمين والتمويل العقاري والتأجير التمويلي بهدف تعميق العمل المالي وغير المالي.

هـ) تقديم البنوك تسهيلات ائتمانية للشركات المدرجة في السوق والتي ترغب في شراء أسهمها بنظام (أسهم الخزينة) وهذا سينعكس على أسعار أسهم الشركات وبصورة إيجابية، واحتفاظ تلك الشركات بأسهمها بدلاً من قيام المستثمرين الأجانب بشرائها بسبب انخفاض سعرها.

و: تخفيض الفائدة ومتابعة معدل التضخم بشكل دوري والاستمرار بتخفيض الفائدة كما انخفض معدل التضخم دعماً للاستثمار.

ر: إعداد قاعدة بيانات عن تطورات الأزمة المالية على الاقتصاد القومي لاتخاذ القرارات اللازمة لذلك، ومراعاة الدقة في تصريحات المسؤولين عند التحدث عن الأزمة.

ز: تقديم الدعم للقطاعات الزراعية والسياحية والنقل والصناعة وغيرها من خلال تقديم الإعفاءات وتخفيض الرسوم.

ثانياً: المملكة العربية السعودية:

١) تعزيز مصادر الاستثمار والتمويل في سوق الأسهم السعودي من خلال إنشاء سوق مالية آلية لتداول الصكوك والسندات وتعتبر هذه وسيلة جديدة لإدارة السيولة وتوجيهها نحو الشركات الكبيرة.

٢) تطوير المؤشرات المالية الصادرة عن شركة (تداول) ومن خلال توقيع الشركة السعودية للسوق المالي إنفاقاً مع شركة (داوجونز) للمؤشرات المالية.

٣) ضخ الحكومة ودائع بقيمة ٣ مليار دولار في بنوك تواجه نقص السيولة للحد من الضغوط التي تواجهها.

٤) إعلان مؤسسة النقد السعودية عن توفيرها للسيولة للبنوك التي تحتاج ذلك.

٥) تخفيض معدلات الفائدة لتصبح ٥% بدلاً من ٧%، كما تم تخفيض سعر اتفاقيات إعادة الشراء إلى ٣% بدلاً من ٥,٥%، كما تم تخفيض معدل الاحتياطي الإلزامي إلى ١٠% بدلاً من ١٣%^{xxxviii}.

٦) ألزمت هيئة سوق المال السعودية جميع الشركات العاملة في السوق تطبيق مبادئ وقواعد حوكمة الشركات وابتدأت من بداية عام ٢٠٠٩ والمرتبطة بعمليات المحاسبة والشفافية والإفصاح.

٧) التأكيد على أهمية الإسراع في عمليات التكامل الخليجي لتكوين سوق مالية خليجية موحدة تستطيع العمل كوحدة واحدة والوقوف ومجابهة الصعوبات.

ثالثاً: الإمارات العربية المتحدة:

١: قيام صندوق الإمارات السيادي (ADIA) بشراء ما قيمته ٦,٥ مليار ريال (١,٧٩ مليار دولار) من المحافظ الاستثمارية للبنوك المتعثرة والمدرجة في سوقها.

٢: قيام مصرف الإمارات المركزي بضخ أموال بقيمة ١٣,٦ مليار دولار، ومنح البنوك تسهيلات كثيرة لاستخدامها كقروض مصرفية، كما قام بإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تبقى عن مدتها ١٤ يوماً، وافر إلغاء السحب على المكشوف لمدة ٣٠ يوماً من الحسابات

الجارية والطرق إتاحة السيولة للبنوك التجارية قام بضخ سيولة إضافية بقيمة ٧٠ مليار ريال إماراتي.

٣: تخفيض سعر إعادة الشراء لمرات عديدة، وضخ أكثر من ٢ مليار دولار في النظام المصرفي.

٤: ضخ وزارة المالية في الإمارات ٢٥ مليار درهم (٦,٨ مليار دولار) في البنوك في إطار تسهيل بقيمة ٧٠ مليار درهم للتمويل الطارئ، كما زادت إنفاقها في ميزانية ٢٠٠٩ بمعدل ٢١%^{xxxix}.

رابعا: المملكة الأردنية:

١) إطلاق مشروع تطوير الأنظمة التحتية لمؤسسات السوق وتشمل العمل بأنظمة الكترونية جديدة للتداول والرقابة والإيداع والتي تنسجم مع المعايير الدولية.

٢) توقيع مذكرة تفاهم مع الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية والمنظمة التطوعية للخدمات المالية للبدء بمشروع برنامج المساعدات لمراجعة التشريعات التي تحكم سوق رأس المال وتحديثها وبما يتواءم مع الممارسات الدولية.

خامسا: مملكة البحرين:

١) اصدر مصرف البحرين المركزي اطر تنظيمية وإشرافية خاصة بتقديم العروض وتنفيذ الصفقات الاستحواذ والتملك وإعادة الشراء للأسهم، حيث تضمنت التعليمات كيفية استفادة المشترين من المعلومات والتقارير والبيانات من اتخاذ قراراتهم المتعلقة بقبول الشراء أو الرفض.

٢) تطبيق تعديلات جديدة خاصة بوحدات المزايمة السعرية في نظام التداول، والذي سينعكس على عملية التسعير في السوق وبشكل يشجع جذب سيولة أكثر للاستثمار نظرا لفرص الربحية التي يمكن لهذه التعديلات توفيرها للمشتريين.

٣) زيادة ضمان الودائع المصرفية إلى ٢٠ ألف دينار (٥٣ ألف دولار) كحد أقصى مقارنة مع المستوى السابق (١٥ ألف دولار).

سادسا: تونس

بدأت الحكومة التونسية في منذ نهاية ٢٠٠٨ باتخاذ العديد من الإجراءات الاقتصادية والمالية الوقائية يمكننا تلخيص أهمها بالنقاط التالية:^{xl}

- إعلان البنك المركزي التونسي تقليص نسبة الفائدة لدى البنوك بـ (0.75) نقطة قاعدية، لتكون هكذا نسبة الفائدة المسحوبة على العمليات التجارية والمالية (٤.٥ %) مقابل (٥.٢٥ %)، وايضا تقديم تسهيلات مستمرة ائتمانية وايداعية لتنشيط وسائل الإقراض التي بقيت متقلصة.

- تشجيع الاستثمارات ودعم المؤسسات الاقتصادية التصديرية لمختلف التسهيلات المالية كالقروض الميسرة وتمكينها من مكافآت هامة لتتمكن من المحافظة على أسواقها الخارجية والأوروبية.

- إنشاء مركز للبحوث والدراسات المالية والنقدية في البنك المركزي التونسي يهتم بالبحث ومتابعة الأزمة المالية.

سابعا: الكويت

اتخذت الدولة إجراءات من اجل التخفيف من حدة التوترات في السوق المالية فقدهت (مليار دينار) كسيولة في الأسواق، وعرض البنك المركزي أموالاً ليلية واحدة، ولأسبوع، ولشهر بقصد توفير السيولة للبنوك خاصة بعد هبوط أسعار البورصة الكويتية.

ثامنا: دولة قطر

بغية تعزيز الثقة في سوق الدوحة المالية قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين ١٠-٢٠% من رأسمال البنوك المدرجة في السوق لتعزيز ثقة الجمهور في الملاءة المالية للبنوك وتم تدعيم ذلك بشراء أسهم محلية لدعم أسعار البورصة خاصة بعد الانخفاضات المتتالية التي عرفتها البورصة وعزوف جماعي للمستثمرين، إلى جانب ذلك قامت بتخفيض أسعار الفائدة

على أدوات السياسة النقدية وهو إجراء اتخذته معظم دول الخليج للتقليل من تكلفة تمويل البنوك.

الاستنتاجات

- ١- الأزمة المالية أضحت وفي ظل العولمة المالية أكثر تكراراً وأسرع انتشاراً وأثقل حجماً عما كانت عليه سابقاً وقد ساعدها في ذلك ما أفرزته العولمة الاقتصادية والثورة المعلوماتية وخصوصاً في مجال الاتصالات.
- ٢- تكاثفت الكثير من العوامل لتكون مسببات للأزمة المالية العالمية، تعلق بعضها بقصور السياسات الاقتصادية في بلد الأزمة، وسوء في الإدارة المالية والسعي وراء تحقيق الربح السريع، علاوة على قصور عمل المؤسسات المالية المحلية والدولية .
- ٣- أصبحت السوق المالية أداة فعالة للتمويل المباشر للاستثمارات ولمشاريع التنمية الاقتصادية وذلك عبر دورها الأساس في دعم وجذب الادخارات وإعادة توزيعها.
- ٤- تعرضت الأسواق المالية العربية الى تقلبات حادة خلال نهاية عام ٢٠٠٨ وخسرت الكثير في أداء مؤشراتها وكانت أعلى مما خسرت مؤشرات الأسواق الدولية، حيث فقدت حوالي ٤٣% من رأسملتها و ١٠% من حجم تداولاتها، وانخفضت أهميتها في اقتصاداتها.
- ٥- هناك عدم استقرار نسبي واضح في أداء مؤشرات أسواق المال العربية بعد مرور عام من الأزمة وكانت متفاوتة خلال الأرباع الثلاثة الأولى من ٢٠٠٩.
- ٦- هنالك العديد من الأسباب التي أدت إلى تراجع أداء مؤشرات الأسواق العربية تعلقت بخروج المستثمرين الأجانب وبيع أسهمهم إضافة إلى ما يتعلق بالعوامل النفسية التي تؤدي إلى حالات تشاؤم اغلب المستثمرين جراء تداعيات الأزمة.
- ٧- كانت هناك العديد من سبل المعالجة للتخفيف من حدة الأزمة تمثلت بضخ الأموال في القطاع المصرفي وبعض الإجراءات فيتعلق بالسياسة النقدية كتخفيض أسعار الفائدة والاحتياطي القانوني، إضافة إلى إصلاحات تنظيمية وتشريعية.

التوصيات

- ١- الاستمرار في مراجعة وتحديث المنظومة التشريعية والتنظيمية والرقابية وبما ينسجم مع المعايير الدولية للتحوط وإدارة المخاطر المصرفية.
- ٢- تأسيس شركات (صناعة للسوق) للتدخل في حالات زيادة أسعار الأصول أكثر من حدودها الطبيعية أو انخفاضها أكثر من الحد الأدنى للتأثير على تلك الأسعار.

- ٣- مراقبة الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المالي) ووضع الضوابط على حركته.
- ٤- إعادة النظر في سياسات وإجراءات البنوك المركزية وسلطات النقد العربية فيما يخص الرقابة على سياسة الائتمان المصرفي وأشكاله الحديثة.
- ٥- زيادة التعاون بين أسواق المال العربية في المجال التنظيمي والتدريبي والإدراج المشترك للأسهم.
- ٦- الرقابة الوقائية واستخدام أفضل الطرق المعاصرة في الرقابة على المصارف بهدف السلامة والأمن للاصول المصرفية وزيادة القدرة على التنبؤ بالأزمات المصرفية قبل حدوثها.
- ٧- الاستعداد والتهيؤ لحالات الانتكاس في الأسواق المالية العربية والرواج المتزايد في منح الائتمان وتوسيع الدور المالي للقطاع الخاص.
- ٨- العمل على تقليل الاضطرابات والمخاطر التي تتعرض لها أسواق المال العربية من خلال استخدام أساليب جديدة في تنويع الشركات المدرجة، واستخدام سياسات تنظيمية تكون أكثر التزاماً بأهدافها.

المصادر

١. نبيل حشاد: الأزمة المالية وتأثيرها على الاقتصاد العربي - متاح على الموقع www.iseg.com
٢. نبيل حاجي نايف: الأزمة الاقتصادية أسبابها وتأثيراتها، الحوار المتمدن، العدد ٢٤٧٤ في ٢٣/١١/٢٠٠٨.
٣. نشرة متابعة أسواق المال العالمية والعربية والمحلية، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، مصر، العدد/٨، شباط ٢٠١٠.

٤. الموقع الإلكتروني: <http://www.Newyork issues/cil4-4-pdf.fed.org>

research/current

٥. المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الأزمة المالية العالمية، التداعيات والآثار على اقتصادات الدول العربية ، بحوث وأوراق عمل - مؤتمر شرم الشيخ - ابريل / ٢٠٠٩ - مصر.
٦. مؤسسة النقد السعودي، أسواق الأسهم والسندات العالمية، التقرير السنوي ٤٤، ٢٠٠٨.
٧. عرفات تقي الحسين، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، ١٩٩٩، ص ٢٠٠.
٨. عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم - عدوى الأزمات المالية - دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ٢٠٠٥.
٩. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، لسنتي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨
١٠. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، لسنة ٢٠٠٨ .
١١. صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، الربع الثالث ٢٠٠٩
١٢. صندوق النقد العربي، قاعدة البيانات أسواق المال العربية، الربع الرابع ٢٠٠٨.
١٣. صندوق النقد العربي، قاعدة أسواق المال العربية ، المؤشرات الاقتصادية.
١٤. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٨
١٥. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٧.
١٦. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد - ٢٠٠٩
١٧. صندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر ٢٠٠٤
١٨. صندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر ٢٠٠٢
١٩. صندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر، ٢٠٠٤
٢٠. السيد عليوة، إدارة الأزمات في المستشفيات، استرال للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٨.
٢١. سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، ٢٠٠٨.
٢٢. زايري بلقاسم، الأزمة المالية المعاصرة، الأسباب والدروس المستفادة، متاح على الموقع <http://www//alasmaq - net/veivs/ 2008/10/12>
٢٣. د.وائل ابراهيم الراشد: رؤية تحليلية لانعكاسات الأزمة المالية على دول مجلس التعاون الخليجي، متاح على الموقع www/jinam.Ib/conf/money
٢٤. د.احمد بريهي العلي، قطاع المال في العالم: تغيير المؤسسات والأسواق المالية والسياق الجديد للأثمان المصرفي، ٢٠٠٩.

٢٥. د. محمد خليل الفياض، الأزمة المالية العالمية وأثارها على أسعار النفط الخام، بحث مقدم للندوة العلمية الثالثة، مركز بحوث العلوم الاقتصادية، بنغازي، ٢٠٠٩.
٢٦. د. محمد العريان - عندما تتصادم الأسواق، استراتيجيات استثمارية في عصر التقلبات الاقتصادية العالمية - ترجمة حليم نسيب نصر، دار الكتاب العربي، بيروت، ٢٠٠٩.
٢٧. د. محمد الصيرفي - البورصات - دار الفكر الجامعي - ط١، الإسكندرية / ٢٠٠٧ .
٢٨. د. فريد كورتل، الأزمة المالية وأثرها على الاقتصادات العربية.
٢٩. د. عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية (أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، ٢٠٠٢.
٣٠. ابراهيم علوش، نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية الموقع www.aljazeera.net/NR/exeres/fe-3852af-fb.e.4e4c-8537-f4e-htmeonsuttele-10/11/2008
٣١. الموقع الإلكتروني: www.jinan.edu-ib/conf/money/I/Kourte/pdf
٣٢. الموقع الإلكتروني: www.aawsat.com/details/asp?section6and=32205
٣٣. محمد السقا ((الدولار الضعيف: الى اين)) ، نقلاً عن **US National Debt Clock**.
34. Frederic S., Mishkin, the Economic of Money, Banking and Financial Market, 6th Edition, Addison / Wesley, USA, 2001.
٣٥. محمد الفينش، " القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة"، الندوة القومية التي أقامها صندوق النقد العربي، ٢٠ - ٣ ابريل - ٢٠٠٣، تحرير محمد الفينش، ابو ظبي، ٢٠٠١.
-
- (i) السيد عليوة، إدارة الأزمات في المستشفيات، استرال للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة، ٢٠٠٨، ص(١٣).
- (ii) ابراهيم علوش نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية الموقع www.aljazeera.net/NR/exeres/fe-3852af-fb.e.4e4c-8537-f4e-htmeonsuttele-10/11/2008
- (iii) عرفات تقي الحسين، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، ١٩٩٩، ص ٢٠٠ .
- (iv) صندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر، ٢٠٠٢، ص ٦٠.
- (v) عرفات تقي الحسين، مصدر سابق، ص ٢٠٠.
- (vi) د. فريد كورتل، الأزمة المالية واثرها على الاقتصادات العربية، على الموقع الإلكتروني: www.jinan.edu-ib/conf/money/I/Kourte/pdf
- (vii) صندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية سبتمبر، ٢٠٠٤، ص ٣١ .

- * ان هذا الازدهار في القطاع العقاري جاء اثر الخسائر التي شهدها قطاع تكنولوجيا المعلومات (الانترنت بشكل خاص **Dot-com Bubblic**) في عام ٢٠٠٠، والتخوف من تعرض الأنشطة الاقتصادية الأخرى بما فيها التكنولوجيا الحديثة للخسائر، والتي ساهمت في تحول الطلب من القطاعات الاقتصادية الى قطاع الاسكان للاستثمار طويل الاجل ولوجود في الفائض في السيولة لدى المؤسسات المالية .
- (viii) زايري بلفاسم :- الأزمة المالية المعاصرة ، الاسباب والدروس المستفادة ، متاح على الموقع <http://www//alaswaq – net/veiws/ 2008/10/12>
- (ix) د. محمد خليل الفياض، الأزمة المالية العالمية واثارها على أسعار النفط الخام، بحث مقدم للندوة العلمية الثالثة، مركز بحوث العلوم الاقتصادية، بنغازي، ٢٠٠٩، ص ٣.
- * في ٢٦ تشرين الثاني / ٢٠٠٧ أعلن مصرف (HSBC) انه ضم الى قيود ميزانية حوالي ٤٥ مليار دولار تتموضع في محفظتين عائدة إلى الأدوات المالية (SIVS) والتي ترتبط بالمصرف ، وكذلك أعلن بعده مصرف سيتي **كروب** انه سيبث في قيود ميزانيته موجودات تركن في برنامجه الضخم للأدوات المالية المهندسة.
- (x) نبيل حاجي نايف:- الأزمة الاقتصادية اسبابها وتأثيراتها ، الحوار المتمدن ، العدد ٢٤٧٤ في ٢٣/١١/٢٠٠٨ .
- (xi) د. محمد العريان: عندما تتصادم الأسواق، استراتيجيات استثمارية في عصر التقلبات الاقتصادية العالمية – ترجمة حليم نسيب نصر – دار الكتاب العربي – بيروت – ٢٠٠٩ – ص ٧٣-٧٤ .
- (xii) المصدر نفسه، ص ٦٢ .
- (xiii) المنظمة العربية للتنمية الادارية :- الأزمة المالية العالمية، النداعيات والاثار على اقتصادات الدول العربية ، بحوث واوراق عمل – مؤتمر شرم الشيخ – ابريل / ٢٠٠٩ – مصر ، ص ٨ .
- (xiv) المنظمة العربية للتنمية الإدارية ، مصدر سابق – ص ٧ .
- (xv) الموقع الالكتروني: <http://www.Newyork fed.Org/research/currentissues/cil4- 4-pdf>
- (xvi) محمد السقا ((الدولار الضعيف : الى أين)) ، نقلاً عن **US National Debt Clock**
- (xvii) المنظمة العربية للتنمية الإدارية – مصدر سابق ، ص ٦ .
- (xviii) المنظمة العربية للتنمية الإدارية – مصدر سابق ، ص ١٠-١١ .
- (xix) د. احمد بريهي العلي، قطاع المال في العالم: تغيير المؤسسات والأسواق المالية والسياق الجديد للأثمان المصرفي، ٢٠٠٩، ص ١٣-١٥ .
- (xx) **Frederic S., Mishkin, the Economic of Money, Banking and Financial Market, 6th Edition, Addison / Wesley, USA, 2001, p3.**
- (xxi) صندوق النقد العربي، قاعدة أسواق المال العربية ، المؤشرات الاقتصادية.
- (xxii) عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية (أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة – بغداد – ٢٠٠٢ ص ٦١)

- (xxiii) د. محمد الصريفي ، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط ١، الإسكندرية / ٢٠٠٧ ص ٨٧ .
- (xxiv) محمد الفنيش، القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة (الندوة القومية التي أقامها صندوق النقد العربي ، ٢٠ ، ٣ ابريل ، ٢٠٠٣ ، تحرير محمد الفنيش ابو ظبي - ٢٠٠١ ، ص ٣٢ .
- (xxv) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد متفرقة.
- (xxvi) مؤسسة النقد السعودي، أسواق الأسهم والسندات العالمية، التقرير السنوي ٤٤ ، ٢٠٠٨ ، ص ٩٠ .
- (xxvii) صندوق النقد العربي : التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٧ ، ص ١٣٧ .
- (xxviii) أسواق المال العربية مرشحة لتجاوز أزمة اضطراب البورصات العالمية، متاح على الموقع الالكتروني التالي: www.aawsat.com/details/asp?section6andarticle=32205
- (xxix) صندوق النقد العربي، قاعدة البيانات أسواق المال العربية، الربع الرابع ٢٠٠٨ ، ص *
- بلغ عدد أسواق المال العربية المدرجة في قاعدة البيانات هي (١٥ سوقا) سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت، البحرين، الدوحة، دبي، ابو ظبي، مسقط، سوق المال بمصر، لبنان، تونس، عمان، السودان، الدار البيضاء، بورصة الجزائر، فلسطين.
- (xxx) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٨ ، ص ١٣٢ .
- xxxi صندوق النقد العربي - التقرير الاقتصادي العربي الموحد - ٢٠٠٩ - ص ١٣٨
- (* لا ينطبق المؤشر المركب لصندوق النقد العربي مع المؤشرات المحلية لأسواق المال العربية لكون مؤشر الصندوق لكل سوق يحتوي على عينة من الشركات المدرجة في السوق وليس جميع الشركات المدرجة فيه.
- (xxxii) للمزيد، انظر صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، الربع الثالث ٢٠٠٩
- (xxxiii) انظر في ذلك:
- ، نبيل حشاد: الأزمة المالية وتأثيرها على الاقتصاد العربي، متاح على الموقع www.iseg.com
- * حيث سمح الكونكرس الأمريكي بضخ ٧٠٠ مليار دولار تستخدم في شراء أصول هالكة وكذلك في المساهمة في رؤوس أموال شركات وبنوك تعاني شح السيولة فيها، وكذلك رفع سقف الضمانات للمودعين ومنح إعفاءات ضريبية، ثم البرنامج الآخر في ١٥ نوفمبر والذي تضمن توفير ٨٠٠ مليار كخطة جديدة لدعم القطاعات الاقتصادية، في حين خصصت الدول الأوربية ما مجموعه ٢,٣ ترليون دولار لدعم القطاع المالي (بريطانيا ٥٠٠ مليار جنيه، ألمانيا ٥٠٠ مليار يورو، فرنسا ٣٥٠ مليار يورو، هولندا ٢٠٠ مليار يورو، اسبانيا ١٠٠ مليار يورو، النمسا ٨٥ مليار يورو، وغيرها في حين ضخت روسيا ما قيمته ٢٣٠ مليار دولار، كوريا الجنوبية ١٣٠ مليار دولار،
- للمزيد انظر في ذلك، الموسوعة الحره، الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨ ، على الموقع الالكتروني www.ar.wikipedia.org
- (xxxiv) انظر في ذلك: المنظمة العربية لتنمية الادارية: بحوث واوراق عمل، مؤتمر تداعيات الأزمة المالية العالمية واثرها على اقتصاديات الدول العربية، شرم الشيخ، مصر ابريل ٢٠٠٩ ص ١٤، ٢٧.

- (xxxv) انظر في ذلك: صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات أسواق المال العربية الربع الثالث، ٢٠٠٩، ص ٥-٨
- (xxxvi) المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصدر سابق، ص ٢٧-٣١
- (xxxvii) صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق المال العربية، الربع الثالث، ٢٠٠٩، ص ٦٧
- (xxxviii) د.وائل ابراهيم الراشد: رؤية تحليلية لانعكاسات الأزمة المالية على دول مجلس التعاون الخليجي، متاح على الموقع www.jinam.Ib/conf/money
- (xxxix) د.وائل ابراهيم الراشد، مصدر سابق، ص ١٥-١٧
- (xl) د. عبد الفتاح العموص، الأزمة الاقتصادية العالمية/الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصادات العالمية، دراسة الحالة التونسية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي العاشر "الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، ديسمبر ٢٠٠٩ ، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، ص ١٩.