

ثالثاً: أسواق النقد والمال الدولية

١. سوق النقد الدولية، هي المكان أو الميكانيكية التي بموجبها ومن خلالها يتم الحصول على الأموال المستثمرة لأجل قصيرة، ويتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل... وهناك سوق أولية يتم فيها الحصول على الأموال الموظفة لأجل قصيرة بأسعار فوائد تختلف باختلاف مصدر هذه الأموال، ومتانة المقترض وشهرته وسمعه... وهناك أيضاً سوق ثانوية يجرى فيها تداول الموجودات المالية القصيرة الأجل بأسعار تحدد بحسب قانون العرض والطلب لهذه الموجودات.. فهذه السوق عبارة عن مجموع أنشطة المقرضين والمقترضين لأجل قصيرة... ويقوم الأفراد والمؤسسات بتغذية هذه السوق... فالسوق الأولية تتيح للمقترضين الحصول على الأموال، بينما السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة للمقترضين، وبالتالي تشجعهم على إقراض أموالهم بمعدلات فوائد مقبولة، تعتبر ذات أهمية للأسباب الآتية:

- (١) تعتبر كمؤشر للعائد الممكن الحصول عليه من خلال توظيف أموال بشعر أصحابها بضرورة إبقائها في حالة سيولة دائمة.
- (٢) تعطي دلالة حول كلفة الإقراض للأشخاص أو المؤسسات التي تحتاج إلى تمويل قصير الأجل، وبالتالي حول سهولة أو صعوبة الإقراض من السوق النقدية بشكل عام.
- (٣) تعتبر الأسواق النقدية مهمة في عمليات رسم وتوجيه السياسة المالية للدولة.

وتتضح أهمية سوق النقد الدولية بما يلي:

* من وجهة نظر المستثمر أو المقرض، تعتبر هذه السوق مهمة من حيث عامل المخاطرة لكونها تقلل كثيراً من خطر خسارة المال، حيث تكون المخاطرة في النقود مصفرة إلى الحد الأدنى لأن الموجودات المستثمرة فيها لأجل قصيرة، وأي تغيير في

معدلات الفوائد لا يؤثر في أسعار هذه الموجودات بشكل جوهرى لأن قيمة الإستحقاقات المضمونة لهذه الموجودات تكون قابلة للخصم لفترة قصيرة فقط.

* من وجهة الاقتصاد القومى.. فإن وجود سوق نقدية فعّالة يعنى أن الموجودات المالية القصيرة الأجل يمكن تحويلها بسرعة إلى مبالغ نقدية سائلة تستخدم فى إجراء عمليات الدفع.

* من وجهة نظر المصارف المركزية... فإن وجود سوق نقدية نشطة يعتبر مؤشراً هاماً ووسيلة أهم لزيادة أو تقليص إحتياطى المصارف التجارية، وبالتالي التأثير فى معدلات الفوائد القصيرة الأجل مباشرة، وفى معدلات الفوائد الطويلة الأجل بشكل غير مباشر عن طريق التعامل المباشر بالموجودات المالية طويلة الأجل.

* يؤمن سوق النقد للمقرض (الخزينة العامة - المصارف التجارية - بعض المؤسسات المالية وشركات الأعمال...) سرعة الحصول على الأموال، وللمقرض (المصارف التجارية - المؤسسات المالية - الدولة - الحكومات الأجنبية - المصارف المركزية - بعض المستثمرين المحليين والأجانب...) إمكانية تحويل موجوداته إلى نقود سائلة.

وتقوم الأسواق المالية الدولية بإعادة توزيع الأموال القصيرة الأجل التى تم الحصول عليها بواسطة السوق النقدية وتوجيهها نحو الإستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل... وتلعب البورصة دوراً مهماً فى هذا المجال من حيث كونها مركزاً يتم فيه بيع وشراء الأسهم والسندات والقروض والقبولات... إلخ.

وتشمل أهم الوسائط المستخدمة فى سوق النقد الدولية ما يلى:

* **سندات الخزينة...** وهى سندات تصدرها الحكومة لأجال تتراوح بين ٣ - ١٢ شهراً.. وتوجد بيوتات وعملاء توفر لهذه السندات سوقاً ثانوية مهمة تدعمها وتخلق لها نسبة سيولة عالية.

* **قبولات المصارف الكبيرة...** والقبول المصرفى هو سند مسحوب على مصرف من قبل عميل يكون غالباً مصدراً أو بائع يطلب فيه من المصرف الدفع له أو لشخص ثالث مبلغ محدد من المال فى المستقبل فى موعد يحدد سلفاً.. والسند المقبول من قبل

المصرف (القبول المصرفي) يمكن بيعه في السوق الثانوى أو الإحتفاظ به حتى الإستحقاق من قبل المصرف نفسه الذى قبله.. ومن الملاحظ أن معظم هذه القبولات المصرفية تنتج عن عمليات التجارة الدولية.

✳ **شهادة الإيداع القابلة للتداول**... وهى وثائق قابلة للتداول يصدرها المصرف، تثبت إيداع مبلغ معين من المال لفترة معينة وبفائدة محددة... وتعتبر هذه الشهادات فى الواقع تطوراً لمفهوم الوديعة المصرفية التقليدية.. ويصدر المصرف هذه الشهادات بقيمة إسمية كاملة يدفعها لحامله عند الإستحقاق زائداً الفوائد.. ويجرى تداول هذه الشهادات فى السوق الثانوية بعد الإصدار بإعتماد مبدأ العائد الزمنى لحين الاستحقاق.

✳ **الأوراق التجارية**... وتعتبر من أقدم وسائل السوق النقدية القصيرة الأجل، ومن وسائل التمويل الهامة فى ميدان التجارة الخارجية والداخلية.. وتصدر هذه الأوراق عادة عن الشركات أو المؤسسات التى تتمتع بالملاءة المالية والسمعة التجارية الطيبة وغيرها لأجل أقصاها (٢٧٠) يوماً.. ويتم شراؤها من قبل المصارف والشركات والمؤسسات الغير مصرفية لما تتمتع به من أمان وسيولة.. والسوق الثانوية لهذه الأوراق تكون عادة ضعيفة وذلك نتيجة إحتفاظ أكثر المستثمرين بها لغاية الإستحقاق مما يعطى إمكانية حصول تذبذبات مهمة فى أسعارها.

٢. **سوق المال الدولية**، وهى السوق التى يقوم فيها المقرضون بعرض قروض مالية طويلة الأجل مقابل الحصول على موجودات مالية يعرضها المقرضون، وبالتالي فإن نسبة الربعية (العائد) التى تُحدد نتيجة العرض والطلب تعد أساسية من حيث كونها تُحدد الطلب على هذه القروض.. وفى هذه السوق يجرى شراء وبيع الموجودات المالية الطويلة الأجل باستحقاق يتجاوز السنة.

وتنقسم أسواق رأس المال إلى: أسواق حاضرة، وأسواق أجل.

✳ **والأسواق الحاضرة**.. تتم فيها المعاملات بصورة فورية، حيث تتم عملية الإستلام والتسليم فور إتمام الصفقة.

* **والأسواق الآجلة..** تتم فيها المعاملات من خلال العقود والإنفاقيات، حيث يتم تنفيذ الصفقات فى أوقات لاحقة لإبرام العقود والإنفاقيات، أى يوجد بعد زمنى بين عملية الإبرام أو الإنفاق وعملية التنفيذ.

وتتم المعاملات فى سوق رأس المال بصفة عامة، وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، من خلال:

* **الأسواق المنظمة...** ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية.

* **الأسواق غير المنظمة...** وفيها تداول الأوراق المالية من خلال المصارف التجارية، وبيوت السمرة.

* **أسواق رأس المال الحكومية...** وفيها يقتصر التعامل على أوراق معينة تصدرها الحكومة من خلال المصرف المركزى أو وزارة المالية.

وسواء كانت أسواق رأس المال حاضرة أو آجلة، منظمة أو غير منظمة، فإنه يتم التمييز بين:

* **السوق الأولى (سوق الإصدار)...** ويمثل السوق الذى يتم فيه الاكتتاب الأولى للأوراق المالية حيث يتيح فرصاً متعددة للمدخرين لإستثمار مدخراتهم فى أشكال متعددة من الأوراق المالية، والتي تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية، ومن ناحية أخرى فهو يتيح للمستثمرين ومنتشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو... وهذا السوق تخلقه أو تصنعه مؤسسات متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية عادة يطلق عليها: المتعهد أو مصرف الإستثمار أو جهة الإكتتاب.

* **السوق الثانوى (سوق التداول)...** ويمثل السوق الذى يتم فيه تداول الأوراق المالية التى سبق إصدارها والإكتتاب فيها فى السوق الأولى، وبالتالي فإنه يوفر السيولة للمستثمرين الذين اشترى الأوراق المالية للشركات والمؤسسات حيث يمكنهم تحويلها إلى نقدية بسهولة ويسر نسبياً، ويتحقق ذلك من خلال وجود سوق ثانوى

قوى ومنتطور لرأس المال يكون له أهمية مزدوجة لكل من المنشآت المصدرة للأوراق المالية، والمكتتبين في تلك الأوراق، كما يلي:

- **بالنسبة للمنشآت المصدرة..** فإن سعر الورقة المالية سوف يتحدد وفقاً للمعلومات المتاحة عنها، وبالتالي فإن أى إصدار إضافي للمنشأة مستقبلاً سوف يتم في السوق الأولى بسعر قريب جداً من السعر الذى تباع به في السوق الثانوى.

وأيضاً سوف تتحدد تكلفة الأموال للمنشآت التى تتداول أوراقها من خلال السوق الثانوى، فكلما زادت أسعار الأوراق المالية في السوق الثانوى كلما زادت حصيلة الإصدارات الجديدة في السوق الأولى وإنخفضت تكلفة الأموال وزادت القيمة السوقية للمنشأة ككل، والعكس صحيح.

- **وبالنسبة للمكتتبين..** فإن السوق الثانوى يمارس دوراً جوهرياً في تخصيص وتوجيه الموارد المتاحة لهم.. فهم عندما يشترون أسهم منشأة معينة يضحون بقيمة مشترياتهم الحالية في سبيل الحصول على عوائد مستقبلية، وبالتالي فإن المنشآت التى تتوافر لها فرصاً استثمارية، ويعلم بها المتعاملون في السوق، سوف يتوافر لها فرصاً جيدة وملائمة لإصدار أسهم جديدة، وبيعها بأسعار مرتفعة نسبياً تقترب من قيمتها المحورية، ويتوقع زيادة حصيلة الإصدارات وإنخفاض تكلفته، ومزيداً من الإرتفاع في القيمة السوقية للمنشأة... وزيادة إقبال الأفراد على الإكتتاب في أسهم منشأة يعد بمثابة شهادة أمان وضمآن للمقترضين، مما يزيد من مقدرة المنشأة على الإقراض بشروط سهلة وميسرة نسبياً.

ويمكن تقسيم الموجودات المالية طويلة الأجل إلى:

* **موجودات مالية حقيقية** (آلات ومعدات وتجهيزات - معامل...) وهى تنتج أرباحاً، ولها نسب ريعية، وتحدد بشكل أساسى مفهوم الطلب على الأموال والقروض الموجهة إلى الإستثمار (والتي تنتج أساساً من الإدخار) وتنعكس قيم هذه الموجودات بشكل أو بآخر في قيم الأسهم التى تصدرها الشركة أو المؤسسة التى تملك هذه الموجودات.

* موجودات مالية طويلة الأجل، لكل منها سوق ثانوية متميزة، وهي:

- الإصدارات الحكومية طويلة الأجل (سندات - سندات إذنية).

- الإصدارات طويلة الأجل للمؤسسات المراقبة من قبل الحكومة.

- إصدارات الدولة، والإدارات المحلية، والبلديات.

- سندات المؤسسات الخاصة.

- سندات الرهن.

- الأسهم.

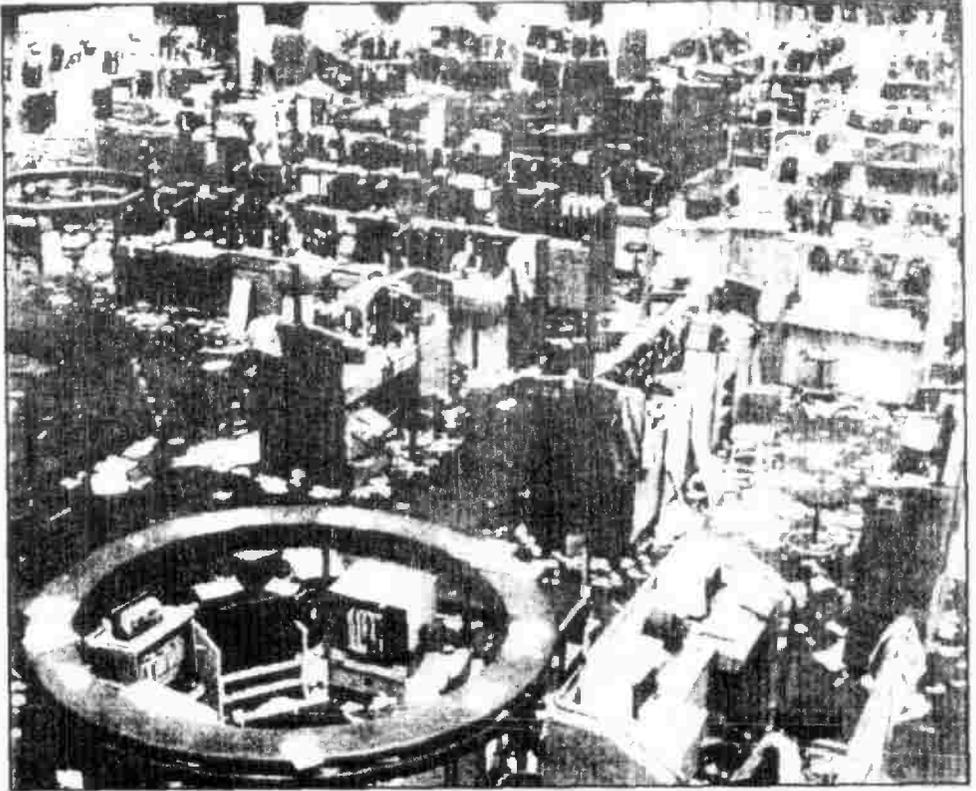
- سندات السوق المالية الأوروبية.

ومن أهم شروط سوق المال وجود تدفق مستمر للأموال تبحث عن الإستثمار، وفي نفس الوقت، وجود مؤسسات مالية قادرة على إمتصاص هذه الأموال وتوجيهها نحو الإستثمارات الأكثر ربحاً وأماناً التي تتيحها وجود مثل هذه السوق... وهذه المؤسسات المالية يجب أن تتمتع بالخبرة الكافية في التعامل بالموجودات المالية مما يؤهلها للحصول على ثقة المستثمرين وبالتالي تتيح لها تسويق خدماتها بسهولة وفعالية، وبحيث تعتمد على وجود عرض مستمر من الأموال التي يرغب أصحابها في استثمارها لآجال طويلة، يتم بعدها إيصال هذه الأموال إلى مقترضين ممتازين بحاجة إليها، ويتم كل ذلك عبر ميكانيكية تختلف من مؤسسة لأخرى ومن بلد لآخر.



انحصار اسهم ہونے کو بیچ





٣. إنهيارات البوصات الدولية

الآثار والنتائج. الحلول. الدروس المستفادة

تتجه أسواق المال العالمية نحو التكامل فيما بينها لتوفير فرص الاستثمار الأمثل لرؤوس الأموال، ولقد ساعد إنفتاح الأسواق على بعضها في زيادة صافي حركة رؤوس الأموال إلى الدول النامية، مما أتاح لها المزيد من الفرص والإمكانات لزيادة صافي وتيرة الإستثمار بها، ورفع إنتاجها، وإيجاد المزيد من فرص العمل لديها، وزيادة صادراتها، وتعزيز نموها الاقتصادي.

بيد أن عوامة الأسواق المالية تنطوى على بعض المخاطر، فقد تبين بوضوح من جراء الأزمة المالية التي شهدتها المكسيك عام ١٩٩٤، والاضطرابات التي عصفت بأسواق الأسهم والعملات في العديد من دول جنوب شرق آسيا مؤخراً عام ١٩٩٧، أن المستثمرين العالميين قد يغيرون نظرتهم للأسواق المالية النامية ويتحولون عنها بشكل فجائي مما يترك آثاراً سلبية واضحة على هذه الأسواق.

وشهدت بلدان جنوب شرق آسيا اضطرابات مالية وإنهيارات في أسواقها المالية، وهي البلدان نفسها التي وُصفت اقتصاداتها بـ (المعجزة الآسيوية). ولقد حدثت قبلها أزمات مالية ومصرفية في المكسيك في أواخر عام ١٩٩٤ وأوائل عام ١٩٩٥، وكان سببها عجز كبير في الميزان التجاري وخسائر كبيرة في الإحتياطي النقدي من العملات الأجنبية، مما أجبر السلطات النقدية على إعطاء الحرية لعملتها (البيزو) الذي تدهورت قيمته. وحدث قبل ذلك أزمة (مصارف الإدخار والإقراض) في الولايات المتحدة الأمريكية في الثمانينات. كما أن النظام المالي والمصرفي في اليابان مازال يعاني من صعوبات.. وقبل ذلك برزت أزمة المديونية الخارجية التي كادت أن تدمر النظام المالي العالمي نى أغسطس ١٩٨٢.. إن الأزمات سالفه الذكر جاءت في ظل تزايد الإنفتاح الاقتصادي، والتكامل في أسواق المال، وعوامة المعاملات الاقتصادية، مما أدى إلى تقوية قنوات إنتقال عدوى الأزمات، وفقدان الثقة في اقتصاد يعاني من أزمة مالية إلى اقتصادات أخرى قد تكون أساسيات اقتصاداتها

سليمة.. وكما يلاحظ، فإن إنتعاش الأسهم فى سوق طوكيو يتبعه، فى معظم الأحيان، إنتعاش الأسواق فى أوروبا وفى نيويورك وغيرها، والعكس صحيح أيضاً.. وفى ظل مثل هذه الأوضاع، نظراً للتعقيد وسرعة الإبتكار فى الأسواق المالية وإتساع نطاقها ليشمل العالم، فإن المراقبة الفعّالة والمتابعة النشطة، يتطلبان عملية مستمرة من التفتيش والفحص الدقيقين، والتحليل والإستفسار عن الأنشطة.

ومنذ شهر يوليو ١٩٩٧ عمت البورصات الناشئة العالمية موجة من الإنهيارات بسبب السياسات النقدية فى بلدان جنوب شرق آسيا، ذلك أن تدنى اقتصاد البلدان المجاورة لهونج كونج مثل **تايلاند**، حيث نفشى الفساد فى الحكومة التايلاندية وجوءها إلى تخفيض عملتها (الباهت) مقابل الدولار الأمريكى، وهروب رؤوس الأموال من أسواقها، قد أجبر باقى البلدان مثل **ماليزيا**، حيث بدأت رؤوس الأموال فى الهروب من أسواقها بالإضافة إلى معاناة نظامها المصرفى من أزمة قروض غير مخدومة، و**أندونيسيا** التى حاولت إنقاذ سعر صرف عملتها الوطنية (الروبية) التى تعرضت لضغوط شديدة، وإضطرت إلى تخفيض عملتها مقابل الدولار الأمريكى، وهى سياسة اقتصادية عادة ما تتبعها الدول المصدرة لتعالج اقتصادها.. وقد تأثر دولار هونج كونج نتيجة هذه الإجراءات وانخفض كثيراً (من ١١ إلى ٧٫٨ للدولار الأمريكى) مما إضطرت البنك المركزى للتدخل برفع سعر الفائدة على دولار هونج كونج.. ولما كانت دول الشرق الأقصى هى المستورد الرئيسى للتقنيات العلمية الأمريكية، فقد أدى ذلك إلى شعور المستثمرين بتدنى مستوى الأرباح فى الشركات الأمريكية، مما أدى إلى هبوط فى أسعار الأسهم الأمريكية، وبالتالي هبوط فى مؤشر (داوجنز) الأمريكى لأسهم الشركات الصناعية الأمريكية والذى يقود أسهم العالم، والذى أدى بدوره إلى هبوط الأسعار فى الأسواق العالمية، حتى أن بورصة (وول ستريت) فى نيويورك أعلنت وقف التعامل بها بعد حدوث أكبر هبوط منذ إنهيار السوق عام ١٩٨٧...

وفى طوكيو تراجع مؤشر (نيكاي)، وفى كوريا الجنوبية سجلت بورصة سيول تراجعاً، وكذلك الحال بالنسبة لبورصات سنغافورة، وكوالالمبور، وجاكرتا.. وفى لندن

إنخفض مؤشر (فايننشال تايمز) للأسهم البريطانية الممتازة والذي يضم (١٠٠) شركة رئيسية وذلك بعد هبوط مؤشر (هانج سانج) للأسهم فى هونج كونج، ويعزى هذا الإنخفاض فى بورصة لندن إلى البيان الرسمى لوزير المالية بعدم إنضمام بريطانيا إلى العملة الأوروبية الموحدة (اليورو) والتي بدأ تطبيقها اعتباراً من أول عام ١٩٩٨... ويمكن القول أن المشاكل التي تواجه أسواق اليابان ودول جنوب شرق آسيا تحمل مخاطرها إلى مناطق العالم الأخرى بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية.

لا شك أن النمو السريع فى اقتصاديات دول شرق آسيا (النمور الآسيوية) أبهر العديد من الاقتصاديين ورجال الأعمال والسياسيين لمعدلات النمو الاقتصادى العالية، وللأداء المتميز، وإن المصاعب التي واجهتها هى عوارض مرضية، ذلك أن النمو السريع وحالة الإزدهار تدفعان العديد من رجال الأعمال للتوسع فى أنشطتهم الاقتصادية، ولقد إندفع الكثير من المستثمرين فى توظيف أموالهم الذاتية الطائلة وما اقترضوه من المصارف والمؤسسات المالية فى العديد من المشاريع فى مختلف القطاعات الاقتصادية.

وإن الإستثمار فى البوصات العالمية محفوف بمخاطر يصعب السيطرة عليها... وصحيح أن أرباح الإستثمارات فى قطاع الأسهم العالمية كانت مرتفعة خلال السنوات الأخيرة الماضية، لكن المخاطر أيضاً مرتفعة.. وهذا الإنهيار فى البورصات العالمية يتوقع له أن يستمر تارجحاً، صعوداً وهبوطاً، حتى تصل أسواق المال إلى حالة من التوازن وتعود أسعار الأسهم إلى مستوى تعكس فيه القيم الحقيقية والأداء الفعلى للشركات.. والمعروف أن إرتفاع أسعار الأسهم يعكس عادة حالة الثقة بين المستثمرين عن صحة وسلامة اقتصاديات دولهم، وذلك يساعد على إنخفاض معدلات التضخم وأسعار الفائدة حيث يكون لهما تأثير كبير على التطورات فى سوق المال العالمى... وقد لوحظ أن إنفباع أسعار الأسهم العالمية خلال الفترة الماضية إلى مستويات لا تعكس الحقائق الاقتصادية أو معدلات الربحية، بل إرتبطت هذه الأسعار بتوقعات المستثمرين عن معدلات الأرباح المستقبلية والتي تعتمد أساساً على مقدار ربح السهم فى نهاية العام، ونمو رأس مال الشركة، والذي ينعكس على مستوى أدائها.

ولفهم أبعاد الأزمة يتعين النظر فيما شهدته البلاد الآسيوية من ظاهرة الإفراط فى الاستثمار السلبى، وما تعانیه مصارفها من محنة بسبب نقوض قيم الأصول التى شكلت ضمانات لقروضها للقطاع الخاص، وما يمثله الإنهيار المتعلل لقيم العملات من تعميق غير ضرورى للأزمة يعقد الخروج منها دون الإضرار بالاقتصاد الحقيقى..

فقد واجهت معظم إقتصاديات دول منطقة جنوب شرق آسيا ظاهرة الإفراط فى الإستثمار السلبى الذى يحدث عندما يتجاوز نمو الإستثمارات معدل زيادة الطلب الداخلى عن الإنتاج المحلى، والطلب الخارجى عن الصادرات .. لقد شهدت المنطقة تدفقاً غزيراً لرؤوس الأموال تزامن مع فتح أسواقها للمنافسة الخارجية بلغت ذروته عام ١٩٩٦ بجذبها لنحو ١٤٢ مليار دولار (أى أكثر من نصف صافى تدفقات رؤوس الأموال الخارجية فى هذا العام) وظلت رؤوس الأموال تتدفق عليها حتى وقت قريب من بداية الأزمة فى شهر يوليو ١٩٩٧ معلقة بذلك آليات السوق التى كان يمكنها أن تفرض على حكومات دول المنطقة الإستجابة لمؤشرات الضعف التى برزت منذ ذلك الوقت بإنخفاض الطلب على الصادرات الإلكترونية والصلب، وتصاعد المنافسة الصينية بخفضها لقيمة عملتها، وكذلك من دول أخرى فى أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية... هذا بالإضافة إلى الموقف الحرج للمصارف الآسيوية التى كانت أحد أسباب الأزمة وأكبر ضحاياها فى نفس الوقت، حيث قامت هذه المصارف بدور محورى وتاريخى خلال فترة الثمانينات وبداية التسعينات فى تعبئة المدخرات وتوفير رؤوس الأموال اللازمة للقطاع الخاص لتمكينه من تمويل عملياته الإنتاجية والإنشائية، والتعاون معه فى إقامة صناعات رئيسية أحجمت الإستثمارات الغربية عن الإستثمار فيها بسبب ربحيتها المنخفضة، ومن خلال هذا التعاون بين المصارف ومجموعات الشركات تمكنت دول جنوب شرق آسيا من تحقيق طفرة تنموية، كما نجحت الشركات فى إجتياز إختبارات وسنوات صعبة، غير أنه لم يتوافر نظام صارم للرقابة على أنشطة المصارف، وأخفقت أغلبها فى إجراء التقييم الصحيح لمخاطر الديون المقدمة للقطاع الخاص، ولم تجنب الإحتياطى الكافى من أرباحها للتغلب على مشكلة عدم سداد بعض الديون مما أضعف من مصداقيتها الإئتمانية

العالمية، وتقليص قدرتها على تقديم الإئتمان اللازم، لتزيد بذلك من عمق الإنكماش، وزعزعة الثقة في العملات، وإثارة المزيد من الذعر في صفوف المستثمرين المترددين في العودة إلى المنطقة.

وقبل أن تلقى الأزمة الراهنة بظلالها على دول جنوب شرق آسيا، شهدت المنطقة ولعدة سنوات تدفقات رأسمالية ضخمة من بقية دول العالم، جذبها إنفتاح هذه الأسواق والنمو الاقتصادي المطرد لدولها، وكانت نسبة كبيرة من هذه التدفقات في شكل محافظ استثمارية قصيرة الأجل في أسواق الأسهم والسندات المحلية، وهذه يسهل تسيلها عند الطلب، بعكس الاستثمارات المباشرة طويلة الأجل، مما زاد مخاطر تعرض دول المنطقة لتحويلات معاكسة ومفاجئة في هذه التدفقات.

ويلاحظ أن أسواق السندات في الدول النامية لم تتأثر كثيراً بالأزمة الآسيوية حيث لم تسجل موجات بيع كبيرة للسندات مثلما حدث للأسهم ... ويبدو أن أحد ردود الفعل المتفائلة من جانب المستثمرين تجاه سندات الأسواق الناشئة هو الإحساس بأن هذه البلدان لن تصل إلى مرحلة التخلف عن سداد ما عليها من مستحقات نظراً لأن صندوق النقد الدولي والدول الصناعية سوف تسرع في مساعدتها عند الحاجة.

(أ) آثار ونتائج أزمة البورصات العالمية على أسواق المال

العالمية والعربية والخليجية:

كان لإنهيار الأسهم في الأسواق العالمية ودول جنوب شرق آسيا، منذ يوليو ١٩٩٧، آثارها السلبية على هذه الأسواق، والأسواق المالية الأخرى العالمية والعربية والخليجية.

١. بالنسبة للأسواق العالمية... فإنه لوحظ أن تأثير أزمة جنوب شرق آسيا على النمو الاقتصادي في العالم كان محدوداً عام ١٩٩٧، وعدم حدوث إنكماش اقتصادي حاد بالمنطقة ككل في العام ١٩٩٨... بينما يتوقع أن تلقى الأمة بظلالها على النمو الاقتصادي في دول منطقة جنوب آسيا، إذ يتوقع لهذا النمو أن يتراجع عن المعدلات المرتفعة التي سجلت خلال الأعوام ٩٣ - ١٩٩٦ والتي كانت في حدود ٧٪ وأكثر من

٦٪ عام ١٩٩٧ إلى نحو ٣٪ عام ١٩٩٨.. ولقد أخذت تفاعلات الإضطرابات التي عمت الأسواق المالية في جنوب شرق آسيا تخف تدريجياً، بيد أن العديد من المؤسسات الإستثمارية العالمية تساورها مخاوف من أن تكون هذه الأزمة قد أدت إلى إرتفاع درجة مخاطر الإستثمار في الأسواق الناشئة، وقد يصحبها تناقص في التدفقات الرأسمالية إلى هذه الدول.

٢. بالنسبة لأسواق الدول العربية وإستثماراتها في الخارج... فقد تأثرت أسواق الأسهم العربية، والإستثمارات العربية في الخارج، بشكل محدود، وظهرت عودة جزئية للإستثمارات العربية من الخارج، وكانت الأسواق المستفيدة هي تلك التي تتميز بسهولة حركة الدخول والخروج، ويتاح فيها الإستثمار الأجنبي مثل : مصر - لبنان - المغرب - الأردن..، بالإضافة إلى بعض الشركات في بورصتى البحرين وعمان.. وأغلب الإستثمارات العربية بالأسهم العالمية موزعة ومنوعة في محافظ مختلفة وفي (سلات) إستثمارية عديدة، وبالتالي فإن إنخفاض الأسهم كان له أثر طفيف على إجمالى الإستثمارات .. ومن إكتتب منذ بداية العام أو خلاله فإنه كان رابحاً لأن الإنخفاض كان تصحيحاً لأسعار كانت عالية جداً.. وسوف تعود الأسواق إلى استقرارها عند توازن العرض والطلب، وتصحيح الأسعار التضخمة.. وقد تجذب بعض الأسواق المالية العربية المنفتحة بعض الإستثمارات العربية والعالمية في الخارج مستفيدة بذلك من هذه الهزات والإنهيارات الراهنة. وإن إجراءات التصحيح الدورية في الأسواق المختلفة (الأسهم - الأوراق المالية - السلع..) دائماً تكون مفيدة وصحية، فالأسعار لا تستمر فى الصعود دائماً وإنما أحياناً تتراجع.. كذلك فإن هذه الأزمات المؤقتة التى تواجهها أسواق الأسهم العالمية حالياً تعتبر أو قاتاً مناسبة للمستثمرين لتدوين ملاحظاتهم، والأفضل دائماً الانتفاع بخدمات مصارف معتمدة وإدارات صناديق إستثمارية والتي من مسؤولياتها إختيار الإستثمارات المجدية.

٣. مصر.. إن ما حدث من إنهيارات واضطرابات فى بورصات دول جنوب شرق آسيا والعالم منذ شهر يوليو ١٩٩٧ دفع مديرى المحافظ للأوراق المالية فى مصر إلى دراسة وتقييم الموقف بهدف الاتجاه إلى بورصات وأسواق المال فى شمال إفريقيا

حيث ستصدر بورصة الأوراق المالية المصرية هذه البورصات.. ذلك أن ما حدث في البورصات العالمية من إنهيارات لأسواق الأسهم العالمية يشكل عنصر جذب للبورصة المصرية التي لم تتأثر بما حدث في بورصات العالم، بل كان التأثير إيجابياً مما يعكس قوة الاقتصاد المصري، ذلك أن سوق صرف النقد الأجنبي مستقرة، والجنيه المصرى أمام العملات الحرة يعمل ضمن آليات العرض والطلب، وهو أيضاً مستقر على مدار السنوات الخمس الماضية، ولدى البنك المركزى المصرى إحتياطى ضخيم من النقد الأجنبى تزيد على (٢٠) مليار دولار ويغطى واردات مصر لمدة (١٨) شهراً.. وكذلك قوى البنك المركزى المصرى رقابته على المصارف المختلفة، ولا توجد لدى الجهاز المصرفى المصرى قروض قصيرة الأجل ممنوحة لتمويل شراء أوراق مالية أو للتمويل العقارى، و تلك كانت ضمن الأسباب التى عانت منها الأسواق المالية فى دول جنوب شرق آسيا.

٤. **وبالنسبة للدول الخليجية..** فقد تأثر أداء أسواق دول مجلس التعاون الخليجى بمناخ الإضطرابات فى أسواق المال العالمية (خصوصاً: السعودية - الكويت - الإمارات) حيث شهدت تراجعاً كبيرة فى المستويات السعرية وذلك لأسباب نفسية أكثر منها حقيقية نظراً لعدم وجود ارتباط مباشر بين هذه الأسواق وأسواق المال العالمية.. وقد استطاعت معظم أسواق الأسهم الخليجية إستعادة جميع خسائرها، واستمرت التداولات عند مستويات مرتفعة فى محاولات للإستفادة من التراجعات السعرية المؤقتة.. وهكذا لم توجد انعكاسات مباشرة لازمة الأسواق العالمية على دول الخليج، فأسعار أسواق الأسهم الخليجية واصلت إرتفاعها خلال الربع الثالث من عام ١٩٩٧ وحافظت دول المنطقة على ثبات أسعار صرف عملاتها مقابل الدولار الأمريكى.. وكان أداء كافة أسواق الأسهم الخليجية جيداً مع تحسن الأوضاع الاقتصادية فى دول الخليج خلال السنوات الأخيرة، وتراجع العجز فى الموازين الخارجية والداخلية، واستقرت أسعار النفط عند معدلات مرتفعة.. ورغم أن دول مجلس التعاون الخليجى تعاني من عجوزات فى حساباتها الجارية منذ عدة سنوات، إلا أن طريقة تمويل هذه العجوزات تميزها عن غيرها من الدول التى تعاني إختلالاً فى

موازينها الخارجية، فمعظم رؤوس الأموال اللازمة لهذا الغرض يتم توفيرها من التدفقات المالية المستثمرة في الخارج والتي تعود ملكيتها إلى أفراد ومؤسسات من القطاع الخاص الخليجي بما فيها المصارف المحلية، وأيضاً ومن مستثمرين أجنب يرغبون في الدخول في مشاريع مشتركة، وتميزت هذه التدفقات بأنها جاءت تبحث عن مجالات استثمارية طويلة الأجل وليس عن فرص تحقيق عائد سريع.

٥. دولة الإمارات العربية المتحدة... لم تتعرض أو تتأثر سوق الأسهم المحلية الإماراتية بهذه الإنهيارات وذلك بسبب الثقة الكبيرة للمستثمرين المحليين في اقتصادهم الداخلي وشركاتهم المساهمة وهم الحريصون على تملك أسهم هذه الشركات لثقتهم في أدائها ومستقبلها الواعد.. كما لا توجد أسهم شركات إماراتية تتداول في الخارج.. ولذلك أيضاً يجب عدم مقارنة مؤشرات سوق الأسهم المحلية بمؤشرات أسواق الأسهم العالمية، فالسوق المحلية لها خصوصياتها وأهمها إرتباطها بقطاعات اقتصادية محدودة، وإقتصار التملك على مواطني الدولة، ومحدودية عدد اللاعبين الرئيسيين في السوق، وإن العامل المشترك بين الأسهم المحلية وبعض أسواق الأسهم العالمية هو سعر الفائدة على الدولار الأمريكي والمرتبط به سعر الفائدة على الدرهم، وبالتالي فإن أي إرتفاع في سعر الفائدة يؤثر سلباً في سوق الأسهم المحلية.. وما يلزم التنويه عنه هو خطورة الإستثمار الفردي في أسواق الأسهم العالمية نظراً لحساسية هذه الأسواق والمتابعة المستمرة التي يحتاجها الإستثمار فيها، إضافة إلى عولمة هذه الأسواق.. ولذلك فيما يتعلق بتعرض مستثمرين إماراتيين للخسائر بالخارج فإن ذلك بسبب المشاركة على المستوى الشخصي في البورصات العالمية، ومع غياب معلومات دقيقة عن إستثمارات الإمارات في هذه الأسواق سواء على مستوى الأفراد أو محافظ المصارف أو شركات الإستثمار أو شركات التأمين أو غيرها، فلا بد من وجود خسائر لحقت بهؤلاء المستثمرين.

(ب) وتتمثل الحلول للخروج من الأزمة فيما يلي:

* ضرورة عودة التوازن إلى قيم العملات، والثقة في بورصات المنطقة حتى يمكن

تجسيم الخسارة الناتجة عن المضاربة، وخفض قيم العملات حتى يمكن لدول المنطقة تخفيض تكلفة الإنتاج والمحافظة على قدرتها التنافسية.

* إقناع المستثمرين الدوليين بأن الأزمة لا تتعلق بسياسات حكومية خاطئة ولكن نتيجة تجاوزات للقطاع الخاص صاحبت تحرر الأسواق المالية دون مراقبتها وإلزامها بضوابط صارمة، وأن المضاربة الشرسة على العملات قد خفضت قيمتها بأكثر من المستويات التي تعبر عن الثواب الاقتصادية لاقتصاديات دول المنطقة.

* التزام الدول الغنية بفتح أسواقها أمام صادرات دول المنطقة حتى يمكنها إستغلال الأوضاع التنافسية الجديدة المترتبة على خفض قيم العملات في تنشيط صادراتها في وقت ينكمش فيه الطلب الداخلي، وحتى تعود الثقة إلى المستثمرين.

* تهدئة العوامل التي تدفع المنطقة إلى الركود، فالوضع لا يحتاج إلى تقييد الإئتمان، وتقليص الميزانيات، وإغلاق المصارف، بل يستدعى إنتهاج سياسات نقدية ومالية توسعية لتعويض الإنخفاض المتوقع في القروض الأجنبية.. وتكتسب قدرة المنطقة على تعديل أوضاعها بسرعة أهمية كبيرة لأنها بحالتها الراهنة ستؤدي إلى تفاقم محنة الفقر، وزعزعة الإستقرار الإجتماعى والسياسى فى العديد من دول المنطقة، و تراجع معدلات النمو، وإضطراب قيم العملات، وإرتفاع معدل البطالة، وهذا ما سوف يحدث عندما تغلق كثير من المصارف أبوابها، وتخلص الشركات من العمالة الزائدة للتخفيف من الأعباء، وتبدأ التأثيرات التضخمية لانخفاض أسعار العملات.

وبالإضافة إلى ما تقدم:

* سعت عدة مؤسسات فى مقدمتها صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، و وزارة الخزانة الأمريكية، والدول الآسيوية المتأثرة، وعدد من المؤسسات المصرفية والمالية الدولية لإنقاذ اقتصاديات بعض دول جنوب شرق آسيا خاصة أندونيسيا واليابان وتايلاند والفيلبين و كوريا الجنوبية، وذلك فى محاولة لإيقاف التدهور الكبير فى اقتصاديات وثروات هذه الدول الآسيوية.

* إتفق وزراء مالية رابطة دول جنوب شرق آسيا (آسيان) - في اجتماعهم في شهر سبتمبر ١٩٩٧ - على التعاون فيما بين دولهم من أجل مواجهة الأزمات النقدية في المنطقة، وعلى تأسيس صندوق نقد إقليمي على غرار صندوق النقد الدولي، وإقامة نظام تعاون إقليمي لحماية عملات دول الرابطة (آسيان) أثناء أية أزمات نقدية مثل تلك التي حدثت في يوليو ١٩٩٧ وأدت إلى إنخفاض قيمة العملة التايلاندية (الباهت) وإمتد تأثيرها إلى دول مجاورة، كذلك عقد إجتماع آسيوى - أوروبى بهدف تعميق وتوثيق التعاون بين آسيا وأوروبا خاصة فى تايلاند وفى عدد من الدول المجاورة نظراً للأهمية النسبية لاقتصاديات هذه الدول ضمن الاقتصاد العالمى.

(ج) الدروس المستفادة من الأزمة الآسيوية.

لقد طرحت الأزمة الآسيوية دروساً وتساؤلات كثيرة، وسوف يتعين على المجتمع الدولي البحث عن إجابات جادة عليها حتى لا تتراجع الثقة والمصدقية فى النتائج الإيجابية للعمولة، ولعل فى مقدمة هذه الدروس ما يلى:

١ - أن تحرير الاقتصاد والعمولة لا يمكن أن يكون فى إتحاء واحد، ولذا يتعين على الدول الغنية فتح أسواقها أمام صادرات الدول النامية للوصول إلى تجارة أكثر توسعاً فقط.. وأن تركز الدول الغنية أيضاً على نقل التكنولوجيا إلى الدول النامية قبل فرض الجداول الزمنية الخاصة بتحرير تجارة الخدمات خاصة فى مجال الإتصالات.

٢ - ضرورة فتح الأسواق، وتحرير حركة رؤوس الأموال من كافة القيود، مع نهية المصارف والنظم المصرفية، والأسواق المالية فى الاقتصاديات الناشئة لمواجهة التحديات الناشئة عن ذلك.

٣ - ضرورة إنتهاج أسلوب لمعالجة الأزمات يستهدف أساساً الحيلولة دون إنتقال الآثار السلبية للتقلبات فى الأسواق المالية إلى الاقتصاد الفعلى.

٤ - ضرورة مراعاة الاقتصاديات الناشئة عند إنتهاجها سياسات لجذب رؤوس الأموال الخارجية ما يلي:

(أ) التمييز بين جذب الإستثمار المباشر الذى يخلق مصالح حقيقية ومستقرة، وبين الإستثمار فى أسهم البورصات، والمضاربة على أسعار العملات الذى يتميز بالحركة السريعة دخولاً وخروجاً، وأثار ذلك على الأداء الاقتصادى.

(ب) إنتهاج سياسات مالية ونقدية حذرة، وتجنب تراكم المعجز فى الموازين الداخلية والخارجية بحيث لا يزيد المعجز فى الحساب الجارى عن ٥٪ من الناتج المحلى الإجمالى، وأن يكون المعجز بسبب زيادة الواردات الرأسمالية التى تسهم بدورها فى القدرة على سداد الديون مستقبلاً، وليس عجزاً ناتجاً عن إنفاق إستهلاكى أو لتمويل عجز الميزانية .. كذلك يتعين مراعاة عدم تمويل مشروعات طويلة الأجل بقروض قصيرة الأجل، وإنتهاج سياسة مرنة لتسعير العملات، وتحديد أسعار الفائدة صعوداً وهبوطاً بما يتمشى مع الأوضاع الاقتصادية المتغيرة وفى الوقت المناسب لذلك.

(ج) متابعة أية مؤشرات على بدء الأزمات مثل : الإرتفاع الملحوظ فى أسعار الأصول العقارية - صعود مؤشرات الأسهم على نحو لا يعكس التغير الحقيقى فى ربحية نشاط الشركات المصدرة للأسهم - عدم التزام المصارف بالحصول على ضمانات قوية وكافية للقروض التى تقدمها للقطاع الخاص.

٥ - ضرورة تنسيق الجهود والتعاون على مستوى التجمعات الإقليمية لمراقبة التغيرات المستمرة، وتوجيه النصح لبعضها البعض فيما يتعلق بالإجراءات الواجب إتخاذها لتفادى إنتشار أية أزمة، وتنسيق السياسات فيما يتعلق بتغيير أسعار العملات صعوداً وهبوطاً، وبالسياسات المالية التى يتم إتخاذها، والنظر فى إنشاء صناديق إقليمية يمكن للأعضاء السحب من إعماداتها لدعم العملات فى أوقات الأزمات حتى يتم إجتيازها.

٦ - أهمية السياسات الاقتصادية السليمة والمتجانسة.. وإن الدعم الإصطناعى للعملات لا يفيد على المدى المتوسط والطويل.

٧ - أهمية الإدخار الوطنى وتشجيعه فى عملية النمو الاقتصادى النوعى وذلك عبر تفعيل دور الأسواق المالية ومؤسساتها، وخلق أدوات تناسب المواطنين فى أسعارها وإستحقاقاتها ومردودها، وعبر سياسات مالية محافظة تقلل من الهدر ومن النفقات غير الضرورية، وبالإضافة إلى ضرورة تخفيض التضخم من خلال سياسات نقدية واقعية، وتطوير مؤسسات الضمان الإجتماعى والصحى.

٨ - تفعيل دور المؤسسات المالية الدولية كأجهزة تمويل ورقابة بحيث يمكن للدول تجنب أزمات مماثلة ونفادى آثارها السلبية الإقليمية والدولية... وكذلك فإن دور المؤسسات المالية الدولية يكمن ليس فقط فى تأمين التمويل الخارجى للإستثمارات الطويلة الأجل وإنما فى تشجيعها عبر ضمان الأخطار السياسية المصاحبة لها.

٩ - أهمية توسيع الأسواق الاقتصادية وإفتاحها على بعضها البعض.. فإنضمام المكسيك إلى السوق الأمريكية الشمالية للتجارة الحرة، وإنضمام تايلاند إلى مجموعة الدول الآسيوية سهل لهما التمويل المناسب عندما دعت الحاجة إلى ذلك... وتوسيع الأسواق العربية عبر تنشيط الحركة الاقتصادية واتفاقيات إقتصادية تنتهى إلى السوق العربية المشتركة هو أمر ضرورى للنمو الإقتصادى النوعى، خاصة وأن زمن (الجات) يحتم على كل الدول العربية أن تفتح على بعضها البعض لتشكيل قوة إقتصادية واحدة تستطيع منافسة التجمعات الاقتصادية الكبرى.

إن المنطقة مازالت تتمتع بثوابت إقتصادية قوية وديناميكية وحيوية يصعب تكرارها فى أسواق ناشئة عديدة، والأخطاء التى وقعت فيها سبق للعديد من الدول المتقدمة أن واجهتها وإستطاعت التغلب عليها.. وليس هناك ما يحول دون إستئناف المنطقة معدلات النمو المرتفعة بعد فترة سوف تطول أو تقصر بقدر إتساع ذبذباتها على نطاق الاقتصاد العالمى كله.

إن هذه الإضطرابات لن تكون الأخيرة للمتعاملين فى الأسواق المالية، أو التى يتعرض فيها المستثمر لخسائر فادحة بناء على توقعات خاطئة.. ومن المقترحات

التي تعين الأسواق المالية على الاستجابة لهذه الإضطرابات غير المتوقعة والحادة مايلي:

* وضع معالجة أكثر شمولية لمخاطر الأسواق الثانوية بأن تتضمن فصل قروض المصارف، وعزل مخاطر السوق، وفصل مخاطر التغيرات غير المتوقعة في أسعار الفائدة والصرف عن مخاطر أخرى معينة.

* تحسين معايير إعلان النتائج والنظم المحاسبية، وزيادة الشفافية عن المراكز المجمعة في الأسواق الثانوية، الأمر الذي يساعد على خفض مخاطر التعاملات غير الحذرة المعتمدة على معلومات خاطئة ومضللة.

* تحسين البنية الأساسية للأسواق، والانتقال إلى نظم تسوية كاملة بحيث توفر موعداً نهائياً وفورياً للمدفوعات، ومن ثم خفض مخاطر التسويات، وتطبيق هيكلية مقاصة لتعاملات وتسويات قياسية عند التعامل الفوري في سوق الأوراق المالية الثانوية.

* قيام المصرف المركزي في كل بلد بدور إشرافى على المصارف اعتماداً على خصائص وظروف كل بلد.. ذلك أنه في ظل بيئة مليئة بالتغيرات الجوهريّة والمستمرة في النظام المالى وفي المراكز المالية التي تسيطر عليها أنشطة عالية السيولة، فإن صدمات السيولة تشكل مخاطر هيكلية مالم تعالج بسرعة، وفي مثل هذه الظروف يكون من الأفضل للمصرف المركزي أن يقوم بدور فوري في الإشراف والرقابة على المصارف.