

" التنظيم المالي للأسواق المالية: أية حدود لمواجهة الأزمات المالية؟ "

عبد الرزاق حبار

جامعة الشلف

ملخص:

تواجه الأسواق المالية مخاطر متعددة تتعاضد من يوم لآخر، وتعكس المستحدثات التكنولوجية، والمنتجات المالية المبتكرة، وتلاشي المسافات والحدود، تحت ضغط العولمة المالية، ومن ثم الانتقال والتأثير السريع بين الأسواق المالية الدولية، وكذلك الأزمات المالية، وتزايد مشكلات المديونية الخارجية للعديد من الدول، وتباطؤ معدلات النمو وموجات الركود، عكس ذلك كله ضغوطا متزايدة على الأسواق المالية في بلدان متعددة، وأحدثت عددا من الأزمات المالية، تراوحت درجة حدتها وعمقها من دولة لأخرى.

هذه الوضعية ألزمت وجودا منظما للسوق المالية، يسهر على حماية المدخرين، والسير الحسن لنشاط السوق، من خلال اتخاذ مجموعة من القواعد التنظيمية، تخص نشاط المتعاملين، تهدف في مجملها إلى معالجة المخاطر والحد من تكرار حدوث الأزمات المالية، غير أن عملية التنظيم المالي للأسواق المالية، لا تزال تطرح الكثير من الجدل، بين مؤيد ومعارض، بالنظر للقيود التي قد تعيق نمو الأسواق، وتقيّد حرية التعاملات، في ظل نظام رأسمالي أصبح السمة الغالبة للاقتصاد الدولي، ولعل التبرير الأكثر إقناعا لاعتماد التنظيم المالي في الأسواق المالية هو تواصل حدوث الأزمات المالية بشكل مستمر على مر العديد من السنوات.

Résumé:

Aujourd'hui Les marchés financiers font face aux multiples risques qui se développent de jour en jour, reflétant les innovations technologiques, les produits financiers innovants et l'érosion des distances et des frontières sous l'effet de la mondialisation financière qui induit à un passage et un impact

rapide entre les marchés financiers internationaux, ainsi que la crise financière et les problèmes croissants de la dette extérieure de nombreux pays et un ralentissement des taux de croissance et les vagues de récession, ce sont tous des facteurs qui ont mis une pression croissante sur les marchés financiers dans plusieurs pays et qui ont provoqué des crises financières dont les effets négatifs se varient d'un pays à un autre .

Cette situation a obligé la présence d'un régulateur du marché financier pour assurer la protection des épargnants et le bon fonctionnement de l'activité du marché à travers l'adoption d'un ensemble de règlements concernant les différents acteurs du marché dont l'objectif est de faire face aux risques et réduire la récurrence des crises financières. La régulation du marché financier ne cesse de poser beaucoup de controverses entre partisans et opposants vu les restrictions qui pourraient influencer la croissance du marché et restreindre la liberté des transactions dans un système totalement capitalisé. L'argument le plus convaincant en faveur de l'adoption de la réglementation financière sur les marchés financiers est sans doute l'occurrence des crises financières en continu.

مقدمة:

تكمن أهمية هذا البحث في حاجة الأسواق المالية إلى مزيد من الأبحاث والأعمال المتعلقة بالتنظيم المالي، للحد من تأثير الأزمات المالية التي تترك غالبا آثارا سلبية كبيرة على مستوى الاقتصاديات الوطنية والدولية على حد سواء، غير أنه في المقابل لابد أن لا يمثل التنظيم المالي قيда على حرية التعامل في الأسواق الدافع القوي لنموها وتطورها، حيث أظهرت أزمة الرهن العقاري التي تطورت إلى أزمة مالية سنة 2008، اختلالات كبيرة في عمل الأسواق المالية، وسهولة تأثرها عند وقوع المخاطر، مما يستوجب إعادة النظر في آليات مراقبة المتعاملين، وأنشطتهم في السوق المالية.

يتمثل هدف هذه الدراسة في تبين مضمون التنظيم المالي للأسواق المالية، مبرراته وأهدافه، والبحث في الإصلاحات و/أو التعديلات الواجب اعتمادها للرفع من كفاءة التنظيم المالي في مواجهة الأزمات المالية الدورية الحدوث.

بناء على أهمية موضوع البحث، والهدف منه، نطرح السؤال الرئيسي التالي: كيف يمكن للتنظيم المالي للأسواق المالية أن يساهم في رسم سياسة فعالة لمواجهة الأزمات المالية؟

وقبل الشروع في دراسة الموضوع، نطرح الفرضيات التالية كإجابات مسبقة:

- **الفرضية الأولى:** تعتبر السوق المالية السمة الغالبة للاقتصاد العالمي وهي تتطلب تبني فكر الاقتصاد الليبرالي الحر، وتوفير رؤوس الأموال للتطور للنمو.

- **الفرضية الثانية:** سجلت السوق المالية تطورا كبيرا منذ نشأتها تماشيا مع تطور النشاط الاقتصادي، وهذا أدى إلى تزايد حدة المخاطر كما ونوعا.

- **الفرضية الثالثة:** يهدف التنظيم المالي للسوق المالية، بغض النظر عن إمكانية وجود اختلافات بين الدول، إلى حماية المستثمرين وضمان أمن أنشطة السوق.

- **الفرضية الرابعة:** إن استمرار حدوث الأزمات المالية يعكس بالدرجة الأولى نقص فعالية التنظيم المعتمد في الأسواق المالية.

و لمعالجة إشكالية هذا البحث اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي.

1- ماهية الأسواق المالية:

قبل الخوض في التعريف المباشر للسوق المالية، من المهم التعرض لبعض العناصر الأساسية ذات العلاقة، والتي نذكرها فيما يلي⁽¹⁾:

- موضوع المبادلة في هذه السوق هو المال، وبه توصف: السوق المالية، وإليه تضاف: سوق المال.

- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب وتجميع مدخرات الأفراد، والفوائض المالية لدى منشآت الأعمال وغيرها.

- تؤدي السوق المالية وظيفتها هذه من خلال أدوات مالية معينة، كالأسهم والسندات وغيرها، حيث تصدر الجهات المحتاجة إلى المال مثل هذه الأدوات، وتبيعها للجهات ذات الفائض المالي، فتحصل منها - مقابل هذه الأدوات - على احتياجاتها المالية.

- تطلق السوق المالية على عملية تتكون من مرحلتين:

المرحلة الأولى: المرحلة التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية، وهي ما تعرف بالسوق الأولية.

المرحلة الثانية: المرحلة التي يتم فيها تداول هذه الأوراق، وهي ما تعرف بالسوق الثانوية.

- تتناول السوق المالية الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية الطويلة الأجل، كالأسهم والسندات، وهي ما تعرف بسوق رأس المال، والحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، كأذون الخزانة، وشهادات الإيداع، وهي ما تعرف بسوق النقد.

- تتضمن الأسواق المالية القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع، إلى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين، والتي يطلق عليها "الوسطاء الماليون"⁽²⁾.

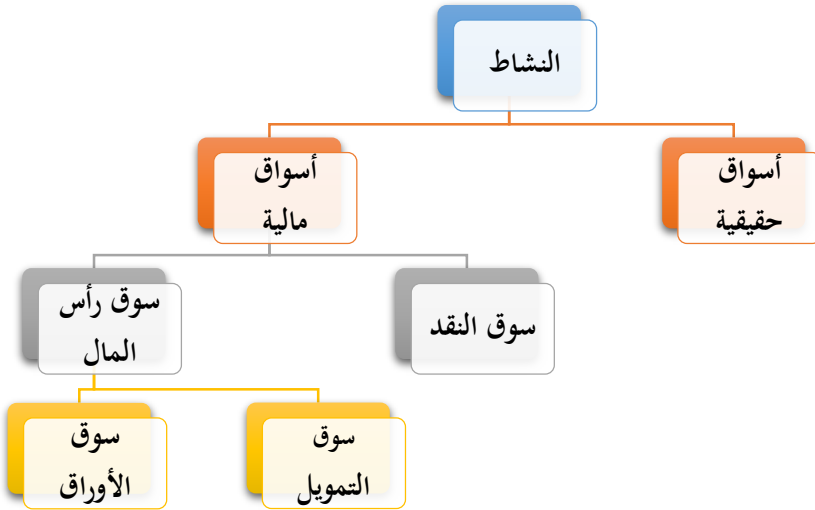
- تعتبر مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمؤسسات الادخارية جزءا من السوق المالية.

- تستمد السوق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، فالسوق المالية تعني التعامل في الأموال عرضا وطلبا، سواء تم ذلك في أماكن محددة، كما في بورصات

الأوراق المالية، أو تم بواسطة وسائل الاتصال المختلفة، من خلال ما يعرف بالسوق الموازية، أي من خلال المؤسسات المالية المتخصصة في التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء، كبيوت السمسرة، وشركات الاستثمار، والبنوك التجارية.

- يتم في السوق المالية إصدار وتداول الأصول المالية بنوعيتها، أي الأصول التي تعبر عن الملكية كالأسهم، والأصول التي تعبر عن المديونية كالسندات، بالإضافة إلى أنواع من القروض التي تصدر في شكل أدوات مالية قابلة للتداول، كشهادات الإيداع، والأوراق التجارية، وغيرها.

الشكل رقم 01: الأسواق التي توجد في النشاط الاقتصادي



المصدر: رفعت السيد ألعوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي - رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010، ص: 12.

1-1 تعريف السوق المالية: تتمثل السوق المالية في المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين رغبات الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي من خلال وسطاء سوق المال.⁽³⁾

1-2 وظائف السوق المالية: تؤدي الأسواق المالية وظائف هامة على مستوى الاقتصاد

الوطني والمؤسسات والأفراد، فبالنسبة للاقتصاد الوطني تحقق السوق المالية المزايا التالية⁽⁴⁾:

- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المنتجة؛
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية؛
- تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية؛
- تمهد الطريق أمام السلطات النقدية للمزج بين السياستين المالية والنقدية؛
- تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية؛
- تعتبر مؤشرا هاما على حقيقة الوضع الاقتصادي، واتجاهات الأسعار، ومعدلات الادخار والاستثمار.

أما أهمية السوق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات فهي كما يأتي:

- تسهيل عملية الاستثمار للأجل القصيرة؛
- تساعد على سرعة تداول الأوراق المالية، ومعرفة أسعارها، وتحويلها إلى نقد سائل؛
- التعرف على المراكز المالية للشركات، من خلال إدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.

1-3 الشروط الأساسية لتكوين السوق المالية: يمكن إجمال الشروط الأساسية

لتكوين السوق المالية بما يلي⁽⁵⁾:

- تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية، والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي؛
- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات - بشقيها الوطني والأجنبي - المعروضة للاستثمار من خلال السوق، يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة؛
- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة، وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المحزنة؛

- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة، والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية؛
- توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية، واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية، وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى؛
- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة، التي تضمن للسوق توسيعا وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين؛
- ربط السوق المالية محليا وإقليميا ودوليا عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها، والأخذ بما يستحدث في هذا المجال.

2- تطور الأسواق المالية وتزايد حدة المخاطر:

2-1 التطور التاريخي للأسواق المالية: عرف مفهوم ومصطلح السوق المالية منذ العصور القديمة، حيث يشير المؤرخون إلى أن أصول السوق المالية تعود إلى عهد روما القديمة التي شهدت مثل هذه السوق لتطور مؤسسات رأس المال التي أنشأها "الفرسان" و"العشارين"، فحسب⁽⁶⁾ Braudel (1979) أنشأت السوق المالية في القرن الرابع عشر عن طريق الإيطاليين الذين أسسوا لمبدأ التسيير المشترك لرؤوس الأموال، وقد حظيت السوق بحيز مكاني مخصص لعقد الصفقات حول الأصول بايطاليا سنة 1460، أين يلتقي التجار لتداول الأوراق التجارية، الصرف، وأذونات نقل البضائع⁽⁷⁾.

ومع نهاية القرن السادس عشر، وبداية القرن السابع عشر، شهدت أوروبا حركة كبيرة في تحويل الأموال، نتج عنها تطور الأسواق المالية في كل من إنجلترا وهولندا خصوصا، بفضل قوتها البحرية آنذاك، ومع بداية القرن الثامن عشر، شرعت الحكومات في استخدام الأسواق المالية لاستقطاب القروض من العامة بالأقساط، وهي الوسيلة الأقل تكلفة مقارنة بالبنوك.

وفي القرن التاسع عشر حققت الأسواق المالية تطورا كبيرا نتيجة الثورة الصناعية، وشهدت هذه الفترة دخول العديد من الشركات لأول مرة في السوق المالية، على غرار شركات السكة الحديد، الشركات المتخصصة في صناعة القنوات، والفولاذ، والبنوك،

وشركات البترول، ومع بداية القرن العشرين أصبح للأسواق المالية طابعا عالميا وتأثيرا قويا على اقتصاديات الدول بامتدادها وتوسع نشاطها في العديد من دول العالم. إن مرحلة القرن العشرين إلى غاية اليوم تميزت بتقلبات كبيرة في الأسواق المالية، وكان التأثير قويا ومتبادلا بينها وبين الاقتصاد الوطني والدولي، وهذا نتيجة تعدد وتنوع المخاطر، والأزمات المالية، التي أصبحت الميزة الغالبة للاقتصاد العالمي.

2-2 مخاطر الأسواق المالية: يتعرض المستثمر في الأسواق المالية إلى المخاطر⁽⁸⁾ وتباين درجتها وقوتها وفقا لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية، وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر، ناتجة عن رغبته في تحقيق عائد متوقع نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

الشكل رقم 02: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

المخاطر المرتبطة بالسندات	المخاطر المرتبطة بالاسهم
• مخاطر سعر الفائدة • مخاطر التضخم • مخاطر استدعاء السند • مخاطر السيولة • مخاطر الاطفاء السنوي • مخاطر تاريخ الاستحقاق	• مخاطر السوق • مخاطر الادارة • مخاطر الصناعة • مخاطر الاعمال • مخاطر الرفع الشغيلي والمالي • مخاطر الافلاس

المصدر: من إعداد الباحث

إن في تاريخ الأسواق العالمية العديد من الحوادث، التي سجلت فيها هذه الأسواق تقلبات حادة، هبوطا وارتفاعا، وهذه الحالات توضح فرصة حدوث خسارة نتيجة لتقلبات السوق هي أمثلة على مخاطر السوق، وفي هذه الحالات تباينت أسعار الأوراق المالية بشكل كبير، إلى حد لم يتفق مع تقديرات قيم هذه الأوراق المالية الذاتية أو الحقيقية في ذلك الوقت، وحتى خلال فترة الكساد الكبير في الثلاثينيات من القرن العشرين عندما هبطت التقييمات الذاتية، مما تسبب في حالة من الذعر سادت السوق، ورد فعل مبالغ فيه، لأسعار الأوراق المالية، وهبوطها دون مستوى قيمتها الحقيقي، وبصرف النظر عما إذا كانت مخاطر السوق منطقية وعقلانية، فإن وجودها واضح.

وتؤثر مخاطر السوق بشكل أساسي على الأسهم العادية، أما السندات والأوراق المالية الممتازة الأخرى فهي أقل عرضة لمثل هذه التقلبات، لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر من قيمة الأسهم⁽⁹⁾.

وإن كانت المخاطر المشار إليها أعلاه في الشكل السابق تتعلق بالأسهم والسندات، فإن السوق المالية تحتوي على مخاطر أخرى تتعلق بمختلف أنشطتها ومراحلها، فالسوق المالية تعتبر مصدرة وناقلة ومتأثرة بالعديد من المخاطر الخاصة والعامة، المباشرة وغير المباشرة، وهي شديدة التأثير بمحيطها ومتغيراته، على غرار المخاطر السياسية التي تشمل تدخل السياسيين، وحدوث الاضطرابات المدنية والاجتماعية، ونشوء الحروب والمعارك والصراعات المسلحة، وقد يكون أكثر الاستثمارات هروبا ونزوحا على الدوام الاستثمارات الأجنبية، لأنها تعتبر ضعيفة أمام أية تطورات وتقلبات سياسية واجتماعية، قد تهدد كيان أي دولة ونظام سياسي، على الرغم من وجوب الأخذ بتلك المخاطر قبل الدخول لأي دولة وسوق مالي.

لا يوجد للمستثمرين إلا خياران في مواجهة أية مخاطر سياسية، إما البقاء خارج السوق المالي وفقدان أية فرص استثمارية، قد لا تتكرر في ظل وجود رغبة متصاعدة لدى العديد من المستثمرين لأخذ هذا النوع من المخاطر، أو التعامل مع المخاطر وتحملها ومواجهتها بأخذ مراكز مالية واستثمارية، والتكيف مع المخاطر السياسية هو الخيار الأفضل، لأنه يساعد كافة أنواع المستثمرين على اختلاف أنواعهم وأحجامهم وجنسياتهم

في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة في الأسواق المتقلبة، مما يؤدي إلى عوائد أفضل عندما تستقر التقلبات⁽¹⁰⁾.

تصنف المخاطر في السوق المالية على عدة أقسام غير متجانسة وغير موحدة على حسب الهدف من دراستها، وإذا أخذنا مثالا على ذلك من الأسواق المالية في أوروبا نسجل ثلاثة أقسام للمخاطر تخص الاستقرار المالي، تنظيم وعمل السوق، وتمويل الاقتصاد.

الجدول رقم 01: تصنيف المخاطر في الأسواق المالية الأوروبية 2013

تغير 2013-2012	مستوى منتصف 2013	تعريف الخطر	
↖		1. ضغوط على الأسواق المالية بنقص مصداقية استراتيجيات توحيد المالية العامة لدول الاتحاد الأوروبي الأكثر ضعفا.	الاستقرار المالي
↖		2. صعوبات المؤسسات المالية وغير المالية لرفع تحدي الريحية في محيط متردي.	
↖		3. تحمل مخاطر عالية من طرف مستثمرين يبحثون على تحقيق العوائد في ظل معدل منخفض (بشكل دائم) مع احتمال حدوث فقاعة السندات.	تنظيم وعمل السوق
↖		4. مخاطر السيولة، ويرجع ذلك أساسا إلى تشتت وغموض الأسواق، مع عدم وجود الشفافية، ومخاطر البنية التحتية للسوق	
↖		5. الحاجة الكبيرة للتنوع الجيدة، مع خطر إعادة الاستخدام والتحويل في مرحلة الضغوط المالية.	
↖		6. صعوبة الوصول إلى أسواق الأسهم بالنسبة لجميع المؤسسات المصدرة، ولجميع منتجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.	تمويل الاقتصاد
↖		7. عدم كفاية حماية المخدرات ومصالح المستثمرين في حالة سوء فهم أداء المنتجات والمشورات غير المناسبة.	
↖		8. تخصيص المخدرات في مجالات ذات سيولة عالية وخطر التنظيم غير الملائم لصناعة تخضع للمنافسة الأوروبية.	
↖		9. تنظيم غير ملائم لطرق تمويل غير تقليدية: التوريق، صناديق الديون، استثمار رأس المال، ... الخ.	



المصدر: 2013 cartographie des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne, division études, stratégie et risques, risques et tendances n 13, juillet 2013, p:12.

تشير نوعية المخاطر الواردة في الجدول أعلاه طبيعة عمل الأسواق المالية، وطبيعة المخاطر المرتبطة بها، حيث لا يمكن حصرها ولا عدها في مجموعة محددة ومصنفة، بل قد نجد لكل سوق مخاطرها الخاصة بها بناء على نشاطها، وظروف بيئتها المحيطة، إضافة للمخاطر التي يمكن أن نقول عنها أنها "كلاسيكية" أو "معيارية" معروفة، الأمر الذي يعطيها أهمية متزايدة تحتم وجود إطار تنظيمي يؤطر نشاطها، ويسمح بالحد من تأثيراتها في حالة مواجهتها لأي أزمة محتملة.

3- سياسة التنظيم المالي للأسواق المالية:

يعتبر الكلاسيكيون الجدد أن السوق هو ذاتي التنظيم، وإن وجد عامل خارجي يؤثر بشكل سلبي على عمل السوق، فإن هذا التأثير لن يكون طويل المدى، وينطبق هذا المبدأ أيضا على الأسواق المالية التي يجب أن تكون "فعالة"⁽¹¹⁾، وفي المقابل يرى خبراء اقتصاديون آخرون أن الاقتصاد الحر يؤدي إلى حدوث فقاعات المضاربة، حيث يقدم المضاربون على اتخاذ نفس القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية دون أن يعكس ذلك القيمة الحقيقية للمؤسسات المسعرة، وهذا بسبب نقص المعلومات لدى المتعاملين في السوق.

3-1 تعريف التنظيم المالي: يمكن تعريف التنظيم على أنه مجموعة من الآليات والقواعد التي تكفل حسن سير العمل، واستقرار الأسواق، ومن الناحية المالية، يشمل الإجراءات التنظيمية للبنوك (القواعد الاحترازية)، وللخدمات المالية الأخرى (التأمين وصناديق الاستثمار)، وللأسواق والمنتجات المالية، فضلا عن الإجراءات الرقابية للأسواق المالية⁽¹²⁾.

على المستوى الوطني، توكل مهمة التنظيم للحكومات والبنوك المركزية، وللمجموعة من السلطات المستقلة، على غرار سلطة الأسواق المالية (AMF) المنشأة في فرنسا سنة 2003 بهدف الإشراف على السير الحسن والشفافية في الأسواق المالية الفرنسية.

3-2 مبررات التنظيم المالي للسوق المالية: تخضع السوق المالية لقوانين محددة ومفصلة، وهذه القوانين تشمل تنظيم السوق الأولية التي تنظم الاكتتاب في الأسهم الجديدة المصدرة، وكذلك تنظيم السوق الثانوية التي يتم فيها تداول الأسهم التي سبق

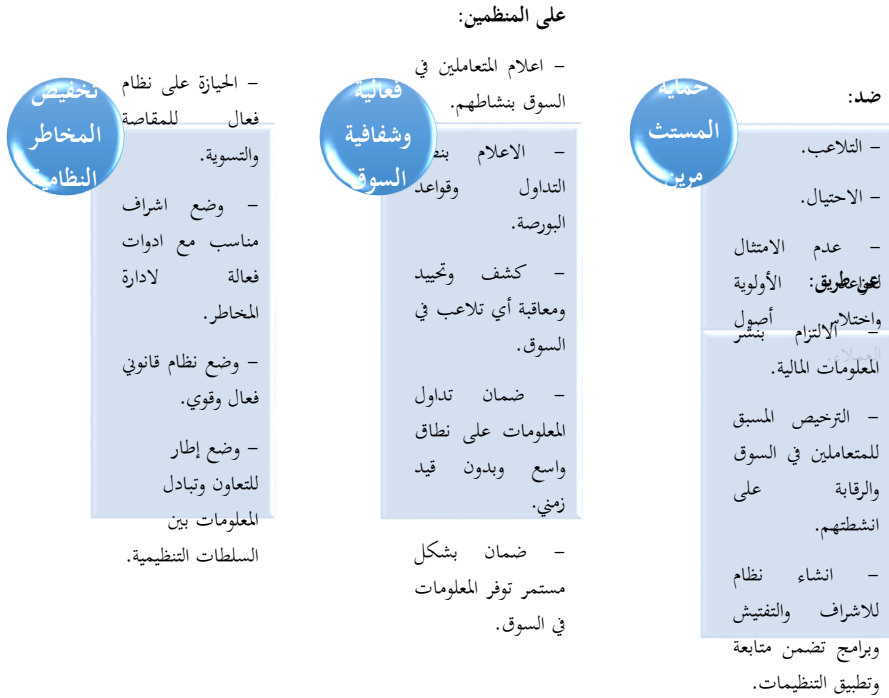
الاكتتاب فيها، وبالنظر لأهمية السوق المالية، فإنها تتعدد الجهات التي تشرف عليها في جميع معاملاته، وأن القوانين تحدد الأعضاء الذين يشاركون في إدارة وتنظيم هذه السوق، ويدخل فيهم السماسرة، وممثلو البنوك وممثل الحكومة.

وتجد السوق المالية مبرراتها في خضوعها للتنظيم في العناصر التالية⁽¹³⁾:

- طبيعة الأوراق التي يجري عليها التعامل؛
- طبيعة التعامل في هذه الأسواق؛
- الخطورة التي تتولد في الاقتصاد عند اضطراب هذه الأسواق.

3-3 أهداف التنظيم المالي: تتمثل مهمة الهيئة التنظيمية للسوق المالي في ضمان حماية المستثمرين، وضمان سلاسة عمل السوق المالية، ولأجل تحقيق هذا الهدف المزدوج، يتم اعتماد مجموعة من القواعد والإجراءات في مختلف مجالات الأنشطة التي ليمارسها المتعاملون في السوق المالية، كما يمكننا إضافة هدف ثالث للتنظيم المالي، يتمثل في تخفيض المخاطر النظامية.

الشكل رقم 03: أهداف التنظيم المالي للسوق المالية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

LA COSUMAF, **les fondements de la régulation financière**, feuille de travail, octobre 2007, p: 04.

3-4 مضمون التنظيم المالي للسوق المالية⁽¹⁴⁾: ينبغي على المنظمين اتخاذ القواعد والإجراءات التي تستند إلى سلطتهم التنظيمية المخولة لهم، وعليه فهم مطالبون بتحديد المبادئ التنظيمية التي تحكم تنظيم السوق، والوساطة المالية، وتستند هذه الأنشطة على مجموعة من المبادئ الأخلاقية التي يحددها المنظم، وتخضع لاحترام جميع اللاعبين في السوق.

3-4-1 تأطير الأنشطة في السوق المالية :

أ- **تحديد المبادئ الأخلاقية:** يتوجب على جميع المتعاملين في الأسواق المالية، بما في ذلك المنظمين أنفسهم الالتزام بالقواعد الأخلاقية، هذه الأخيرة يمكن تعريفها بأنها "مجموعة من الواجبات والقواعد التي تفرض على المتعاملين لدى ممارستهم لأعمالهم المهنية⁽¹⁵⁾، وفي الجانب المالي، يمكن تعريفها بأنها "الإصلاح الأخلاقي للسوق من خلال الالتزام الذاتي للمتعاملين⁽¹⁶⁾، ونسجل في هذا المجال مبدئين أساسيين يحكمان الأخلاقيات في السوق المالية هما: مبدأ أولوية العميل، ومبدأ نزاهة السوق.

ب- **تنظيم السوق:** تتولى السلطات التنظيمية تحديد المبادئ العامة لتنظيم وعمل السوق، وكذا القواعد المتعلقة بتنفيذ المعاملات في هذه الأسواق، وتمكن هذه المهمة السلطات التنظيمية من ممارسة الاحتكار التنظيمي للسوق، وعموما تحصر جميع الدول على إخضاع السوق المالية لسلطتها في إطار قانوني يسمح لها بالمراقبة المستمرة لأنشطة السوق إدراكا منها لأهميته، وتأثيره، في حالة حدوث أية اختلالات أو أزمات محتملة على الاقتصاد الوطني.

إن تنظيم السوق المالية يمر عبر تحديد الإطار القانوني لعنصرين أساسيين هما:

- مراقبة المؤسسات الناشطة في السوق؛

- تسوية المعاملات في السوق.

ج- **مراقبة الوساطة المالية:** تتميز أنشطة الوساطة المالية بالتنوع الذي يعكس الخيارات غير المحدودة لتسيير الأصول الاجتماعية التي تحققت بفضل الابتكار المالي⁽¹⁷⁾، ويقع تنظيم هذه الأنشطة ضمن اختصاص المنظمين، الذين يمنحون إضافة إلى ذلك الموافقة اللازمة لممارسة هذه الأنشطة، ويحددون الإطار القانوني لهؤلاء الوسطاء من خلال إصدار لائحة عامة واجبة التطبيق، وفي هذا الإطار نسجل فئتين رئيسيتين من الأنشطة التي تتبع نظامين قانونيين مختلفين: أنشطة التسيير الفردية، وأنشطة التسيير الجماعية.

يتم تسيير الحقوق الفردية للمستثمرين في السوق المالية من طرف الوسطاء المعتمدين الذين يمارسون مهنتهم بترخيص مسبق، ويخضعون لمجموعة من الالتزامات الإدارية والمالية

والأخلاقية الصارمة، بينما يتم تسيير الحقوق الجامعية للمستثمرين في السوق المالية من طرف هيئات إدارة مصالح المستثمرين التي تعرف بـ "هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة" (OPCVM)⁽¹⁸⁾، وتأخذ هذه الهيئة مسميات أخرى في دول مختلفة، بينما يتمثل هدفها في إعفاء صغار المستثمرين من التسيير المباشر لأموالهم، خصوصا في ظل عولمة الاقتصاد، والتعقيد المتزايد للأدوات المالية، وبنحهم عائدا أفضل من خلال تمكينهم إلى الوصول بشكل جماعي لمجالات استثمارية غير متاحة للاستثمارات بمبالغ متواضعة، كما تسمح هذه الهيئات بالتقليل من الخطر إلى درجة حيث تعتمد على التنوع في الاستثمارات⁽¹⁹⁾.

3-4-2 تأطير المعلومة المالية في السوق المالية: تمثل الوقاية الموضوع الرئيسي لأي نشاط تنظيمي، وتعتبر القطاعات التي تخضع للتنظيم معنية أكثر من غيرها بالخطر، على غرار القطاع البنكي والمالي أين تعدد وتنوع فيها المخاطر بشكل كبير، وغالبا ما يرتبط هدف عملية التنظيم بعملة الوقاية من المخاطر، وليس القضاء على المخاطر، وهذا بسبب أن المنظم للسوق لا يملك إلا معلومات ناقصة حول خصائص المؤسسات الناشطة، والإجراءات التي يمكن أن تتخذها⁽²⁰⁾.

إن استراتيجية الوقاية من المخاطر المتعلقة بنشر المعلومات، ترتبط بتأطير صارم للمعلومات بشكل قبلي وبعدي، فمن جانب تقع على المنظمين مسؤولية حماية مصالح المستثمرين بتحديد المحتوى الدقيق للمعلومات المقدمة من الشركات المصدرة للأوراق المالية، والوسطاء الماليين، قبل دخولهم إلى السوق المالي، ومن جانب آخر، يقع على المنظمين مسؤولية تحديد مجموعة القواعد الاحترازية التي يخضع لها المتعاملون بعد حصولهم على الترخيص لمزاولة نشاطهم في السوق المالية، وهذا في سبيل التقليل من احتمال وقوع المخاطر، والحد من تأثيراتها السلبية.

4- الأزمات المالية وإشكالية التنظيم المالي:

يعتبر العديد من الاقتصاديين أن الأزمات المالية لها سياقها الخاص المرتبط أساسا بالابتكارات المالية، وتحرير النظام المالي، وسهولة الحصول على الائتمان، وهي تحدث بصفة دورية بشكل يطرح التساؤل حول فعالية التنظيم المعتمد في الأسواق المالية.

4-1 مفهوم الأزمات المالية: من أبرز التعريفات للأزمات المالية تعريف (Mishkin 1996) بأنها "اختلال غير خطي في الأسواق المالية، بحيث تتفاقم فيها مشكلات الاختيار المعاكس⁽²¹⁾، والمخاطر المعنوية⁽²²⁾، فتصبح الأسواق غير كفاءة، بمعنى انخفاض قدرتها على أداء دورها كقناة لتمويل المستثمرين، وهو ما قد يؤدي إلى حدوث انكماش حاد في النشاط الاقتصادي⁽²³⁾.

ويشير هذا التعريف إلى أن المعلومات غير المتماثلة قد تؤدي إلى حدوث أزمات مصرفية، وأزمة الدين، وأزمات متعلقة بتدهور أسعار الأصول في الأسواق المالية⁽²⁴⁾، ويقصد بأزمة الدين عجز و/أو عدم قدرة المؤسسات والأفراد على سداد التزاماتهم للبنوك التجارية، مما قد يؤثر على ميزانيتها، وقد تكون أزمة دين داخلية (محلية) أو خارجية (دولية)، مما قد يؤدي إلى حدوث أزمة البنوك نتيجة لانخفاض إيراداتها، والتي قد تؤثر في بعض الأحيان على قدرتها في منح الائتمان.

ويشير بعض الاقتصاديين إلى أن الأزمات المالية قد تتكون من ثلاثة أنواع من الأزمات، متمثلة في أزمة عملة، وأزمة مصرفية، وأزمة دين⁽²⁵⁾.

ويلعب تدهور أسعار الأصول في الأسواق المالية دوراً هاماً في تصعيد الأزمات المالية والمصرفية، ويقصد باختيار سوق الأسهم بالانخفاض الحاد في سعر الأسهم، ومع زيادة مشكلات الاختيار المعاكس، والمخاطر المعنوية في الأسواق المالية، فإنها تتسبب في انخفاض أكبر في صافي القيمة السوقية لأصول المؤسسات، وبالتالي فإن هذا الانخفاض يقلل من رغبة المقرضين في منح الائتمان، ويؤدي إلى زيادة المخاطر المعنوية للمؤسسات التي تسعى للاقتراض لتمويل الاستثمارات، مما يترتب عليه انخفاض في النشاط الاقتصادي.

4-2 أزمة الرهن العقاري: فرض الرهن العقاري هو قرض ممنوح لشخص ملائمة المالية ضعيفة، وهو المتسبب الرئيسي في أزمة الرهن العقاري الذي عرفه العالم سنة 2008، حيث أقدمت البنوك الأمريكية مع بداية سنة 2002 على التوسع في منح القروض العقارية، تزامناً آنذاك مع تطور سوق العقارات في أمريكا، وانخفاض معدلات الفائدة،

ومن الناحية النظرية كان جميع المعنيين في هذه العملية مستفيدين، فالمقترض يأمل في امتلاك مسكن، البنك ينقل الخطر عن طريق التوريق، السمسار يحصل على عمولات، والدائنين في أمان بفعل الارتفاع المتزايد لقيمة العقارات (تحصيل الأموال عن طريق الرهن)⁽²⁶⁾.

لقد ساهمت هذه القروض في حدوث فقاعة العقارات، وعوض أن تكون قيمة العقارات المتزايدة ضمانا لدفع القروض من خلال عملية الرهن، حدث العكس، بانخفاض قيمتها نتيجة الفقاعة في مقابل ارتفاع تلقائي لقيمة الفائدة المترتبة عن القرض، الأمر الذي أدى إلى تدهور الملائة المالية للمقترضين وتوالى بعد ذلك انهيار كبرى البنوك الأمريكية على غرار بنك Lehman Brothers سنة 2005، لتليها كبرى بنوك باقي دول العالم التي اكتسبت قروض الرهن العقاري عن طريق التوريق مما أدى إلى انخفاض أسهمها بشكل عام وكلي في البورصة، وتحدث الأزمة المالية التي أدت بدورها إلى حدوث أزمة سيولة بين البنوك غير القادرة على إقراض بعضها البعض، وغير قادرة على الإيفاء بالتزاماتها المستحقة، لتصبح الأزمة فيما بعد ذات بعد اقتصادي.

3-4 دور التنظيم المالي في الحد من الأزمات المالية: لقد أظهرت أزمة الرهن العقاري حاجة الأسواق المالية لتنظيم مالي يهتم أكثر بالمخاطر النظامية⁽²⁷⁾ ويركز على مراقبة المتعاملين، وأنشطتهم في السوق المالية، وعلى هذا الأساس، لابد لكل عملية تنظيم مالي أن تعنى بالعناصر الأساسية التالية:

- اعتماد سياسة احترازية كلية وجزئية تخص البنوك، والمؤسسات المالية، والمتعاملين في السوق (وقد تم إصدار الاتفاق الثالث للجنة بازل التي تعنى بالرقابة المصرفية على البنوك سنة 2010 كرد فعل للأزمة المالية)؛

- ارتكز التنظيم المالي - خصوصا بعد الأزمة المالية الأخيرة - على تدعيم الجانب الدفاعي للسوق المالية، وهو جانب مهم لاستعادة الثقة، غير أنه لابد من دفع التنظيم المالي نحو تدعيم القدرة التنافسية في السوق؛

- تشجيع وتدعيم التعاون في إطار مؤسساتي بين مختلف المتعاملين في السوق المالية، والسلطات التنظيمية، وهذا بهدف تدعيم المركز المالي للأسواق؛

- تسهيل الوصول إلى الأسواق المالية على الصعيد الدولي؛
- تدعيم المعلومة المالية في الأسواق من خلال رفع احتكار القلة الممارس من طرف وكالات التنقيط العالمية التي تعتبر حكما وطرفا في نفس الوقت، باعتبار أنها تقوم بتنقيط المؤسسات المسعرة والتي تدفع لها في نفس الوقت، والحل يكمن في إمكانية رفع عدد هذه الوكالات، أو إنشاء وكالة تنقيط وطنية؛
- إنشاء غرفة مقاصة لتسجيل الصفقات المبرمة في السوق، خصوصا في ظل تنامي سوق المشتقات المالية التي يتميز نشاطها بالغموض، وفي كثير من الحالات بتحمل مخاطر عالية من جانب بعض المتعاملين⁽²⁸⁾.

إن مستقبل التنظيم المالي يركز على ثلاثة محاور أساسية: كيفية تصميم إطار تنظيمي يحد من تقلبات الأزمات المالية، وكيفية تعزيز مقاومة المتعاملين في السوق المالية للصدمات، والبحث عن تحقيق التوازن بين القواعد والتدابير التنظيمية⁽²⁹⁾

خاتمة:

تمكنا من خلال دراستنا لموضوع هذا البحث من رصد مجموعة من النتائج التي على أساسها قمنا باختبار الفرضيات، وعليه ثبت لنا صحة ونفي الفرضيات وفق الشكل التالي:

- **الفرضية الأولى:** ثبت لنا صحة هذه الفرضية، حيث تعتبر السوق المالية في وقتنا المعاصر السمة الغالبة للاقتصاد العالمي، وهي تتطلب تبني فكر الاقتصاد الليبرالي الحر، وتوفير رؤوس الأموال بالدرجة الأولى، لتحقيق تطورها ونموها، إضافة إلى عوامل وعناصر أخرى تأتي في الدرجة الثانية، على غرار وجود الأطر التشريعية والتنظيمية للسوق، وتنوع المتعاملين والمنتجات، وحياسة وسائل الاتصال الحديثة.

- **الفرضية الثانية:** ثبت لنا صحة هذه الفرضية، فالسوق المالية سجلت تطورا كبيرا منذ نشأتها تماشيا مع تطور النشاط الاقتصادي، وهذا أدى إلى تزايد حدة المخاطر كما ونوعا، إلى درجة أنه لا يمكن حصرها ولا عدها في مجموعة محددة أو مصنفة، حيث تختلف نوعية ودرجة السوق المالية.

– **الفرضية الثالثة:** ثبت لنا صحة هذه الفرضية جزئياً، حيث يهدف التنظيم المالي للسوق المالية – بغض النظر عن إمكانية وجود اختلافات بين الدول – إلى حماية المستثمرين، وضمان أمن أنشطة السوق، غير أنه لا بد من إضافة هدف ثالث مهم للغاية، يتمثل في تخفيض المخاطر النظامية التي تعتبر من أهم المخاطر التي تواجه الأسواق المالية، وسببا مباشرا في حدوث وتفاقم الأزمات المالية.

– **الفرضية الرابعة:** ثبت لنا عدم صحة هذه الفرضية، فاستمرار حدوث الأزمات المالية لا يعكس بالدرجة الأولى نقص فعالية التنظيم المعتمد في الأسواق المالية، بل يعتبر من بين أسبابها التي تساهم في تفاقم حدتها في حالة ضعف التنظيم المعمول به

– المراجع:

^{1/} مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي**، مذكرة تدرسية، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الطبعة الأولى، 2010، ص ص: 03-05.

^{2/} نادية أبو فخره مكاي، **اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية**، مكتبة النهضة العربية، الطبعة الأولى، 1990، ص: 15.

^{3/} طارق محمد خليل الأعرج، **الأسواق المالية**، مقرر دراسي، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، ص: 03.

^{4/} كمال توفيق خطاب، **نحو سوق مالية إسلامية**، ورقة بحثية، جامعة اليرموك – اربد، ص: 04.

^{5/} مصطفى رشدي شبيحه & زينب حسن عوض الله، **النقد والبنوك والبورصات**، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1992، ص: 455.

^{6/} Braudel F, **civilisation matérielle, économie et capitalisme**, XV^e-XVIII^e siècles, Armand Collin, 1979.

^{7/} [Erwan Le Saout](#), **Introduction aux marchés financiers**, *économica*, avril 2013.

^{8/} ترتبط المخاطرة بعدم التأكد من تحقيق العوائد النقدية المتوقعة، كما يمكن تصنيفها حسب مصادرها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

^{9/} قتيبة إبراهيم، **إدارة مخاطر الاستثمارات المالية**، ورقة بحثية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2010، ص: 04.

^{10/} لؤي بطاينة، المخاطر السياسية والأسواق المالية، من الموقع الإلكتروني (أطلع عليه يوم 16 أكتوبر 2013): <http://main.omandaily.om/?p=23449>

^{11/} Paul Milan, **comment expliquer les crises financières et réguler le système financier?**, feuille de travail, juin 2013, p: 02.

^{12/} Paul Milan, op-cit, p: 06.

^{13/} رفعت السيد العوضي، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

^{14/} Daniel Ebénézer KEUFFI, **la régulation des marchés financiers dans l'espace OHADA**, thèse du doctorat en droit, Université de Strasbourg – Université de Dschang, 2010, pp: 47-87.

^{15/} P. VLAISLOIR, **déontologie: conformité et autorégulation?**, revue: analyse financière n° 22, Jan-Février, Mars 2007, P: 01.

^{16/} C. LAVIALLE, **les normes déontologiques boursières**, JCP E, n° 17, 1993-1, P: 215.

^{17/} A. COURET, **innovation financière et règle de droit**, recueil Dalloz Sirey, 1990, Chronique, P: 135.

^{18/} OPCVM: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières

^{19/} /لأكثر تفصيل راجع:

- P. BEZARD, Rép. Dalloz Sociétés, v° fonds communs de placement.

- T. BONNEAU, **les fonds communs de placement, les fonds communs de créance et le droit civil**, RTD Civ, 1991, P: 1.

- R. ROBLOT et M. GERMAIN, **les OPCVM**, 2e éd., ANSA, 1995.

^{20/} T. CAZENAVE et autres, **Crise et régulation**, in M-A FRISON-ROCHE, les risques de régulation, presses de sciences-Po/Dalloz, 2005, P: 4.

^{21/} يقصد بمشكلات الاختيار المعاكس هي المشكلات التي تنتج عن تقديم المؤسسات المالية ائتمان إلى عملاء ذو جدارة ائتمانية منخفضة مما قد يؤدي إلى عدم قدرتهم على السداد.
^{22/} يقصد بالمخاطر المعنوية تلك المخاطر التي قد تواجه المقرض (البنك) نتيجة اتجاه المقرض (العميل) إلى الاستثمار في مشروعات ذات درجة خطر مرتفعة ويعتبرها المقرض غير مقبولة لأنها قد تتسبب في حالة الخسارة في عدم استرداده لأمواله.

^{23/} Frederic S Mishkin, **Understanding financial crisis, a developing country perspective**, NBER, Working paper series, wp 5600, May 1996, p: 17.

^{24/} Goetz Von Peter, **Asset prices and banking distress, a macro economic approach**, Bank for International Settlements, October 2004, pp: 1-2.

^{25/} Jahangir Azia & all, **Currency crisis: in search of common elements**, IMF working paper, wp/00/67, USA 2002, p: 05.

^{26/} مثلت قروض الرهن العقاري حصة 24% من إجمالي القروض العقارية الممنوحة في أمريكا سنة 2006.

^{27/} مخاطر التدهور المفاجئ للاستقرار المالي الذي ينقص من قدرة النظام المالي على أداء وظيفته الأساسية، وتوفير الخدمات المالية، مع تداعيات سلبية على الاقتصاد الحقيقي.

^{28/} Paul Milan, op-cit, p: 07.

^{29/} CHRISTIAN NOYER, **Quelle régulation financière pour l'après-crise?**, banque de France, revue de la stabilité financière, N° 13, quel avenir pour la régulation financière?, Septembre 2009, p: 08.