

# الخاتمة العامة

تتضمن الخاتمة العامة خلاصة عامة للدراسة ونتائج اختبار الفرضيات والتوصيات والاقتراحات إضافة إلى آفاق البحث وذلك على النحو التالي:

**الخلاصة العامة:**

حمل التحرير المالي العديد من الانعكاسات التي أثرت على عمل أسواق الأوراق المالية الدولية، ودفعتها إلى تعديل وتطوير آليات عملها لمواكبة هذه التحديات، في ظل بيئة مالية واقتصادية متغيرة تتميز بالانفتاح والاندماج العالمي وتنطلع نحو المزيد من عمليات الابتكار والتجديد في المجال المالي.

وقد تم التعرض لذلك من خلال دراسة مظاهر التجديد المالي التي جاءت بها متطلبات عولمة الأسواق المالية وأثرها على عمل هذه الأسواق من خلال فتح المجال أمامها ل القيام بعمليات الترابط والتكامل الماليين بينها وبين أسواق الأوراق المالية الدولية الأخرى وفرضت عليها التعامل بالعديد من المنتجات المالية المستحدثة وطرق تعامل جديدة وإحداث تغيرات جذرية في هيكلها ووظائفها، وظهرت معها بيئة مالية متغيرة تتسم بحركية مستمرة ودائمة في وسائل وأدوات العمل ضمن ما تفرضه هذه البيئة من متطلبات التجديد والابتكار الماليين، في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد العالمي موجات من التغيرات والتطورات المستمرة والسريعة في جميع قطاعاته وفي جميع دول العالم.

إن لتقنولوجيا المعلومات والثورة التكنولوجية مساهمة واسعة في سرعة انتشار المعلومات وإبرام الصفقات على مستوى دولي، كما أن ظهور بعض الاختلالات والاضطرابات على مستوى سوق معين سوف تتمد آثارها وتداعياتها إلى باقي الأسواق بفعل عمليات الترابط بين هذه الأسواق. وظهور مثل هذه الأزمات المالية يعتبر مؤشر سلبي يعكس عدم قدرة أو جاهزية هذه الأسواق سواء من حيث الأدوات المتداولة فيها أو هيكلها والتعامل غير العقلاني من قبل المتعاملين

وتزايد حدة المضاربة يعكس عدم موائمتها وتماشيها مع ظروف العمل الجديدة، في الوقت الذي ظهرت العديد من مظاهر التجديد المالي وتحديداً الابتكارات المالية "المشتقات المالية" والتي يعتبر الهدف الأساسي من ظهورها الحد أو التقليل من الاضطرابات التي تصيب أسواق الأوراق المالية، فضلاً عن تحقيق المزيد من الأرباح وبمستويات متدنية من المخاطر، إلا أنه اتضح أن هذه الأدوات يمكن أن تكون هي سبباً أساسياً في حدوث أزمات مالية إذا ما تم استخدامها بشكل غير صحيح وكثرة المضاربات بشأنها، لأن التعامل بهذه الأدوات بجميع أنواعها يكون على أصل المالي مستقبلي، فتغيرات الأسعار بين فترة الاتفاق وفترة التنفيذ من الممكن أن تكون في غير صالح الطرفين وهذا ما يقود إلى حدوث حالة عدم استقرار في السوق، والتي تؤدي في الأجل المتوسط أو الطويل وحتى الأجل القصير عند استمرارها إلى أزمة.

وساهمت ظاهرة العولمة المالية والى حد كبير في عالمية هذه المنتجات وساعدتها على ذلك تطور الاتصالات والتكنولوجيا العالمية، وفقاً لهذه المتطلبات زادت المنافسة بين البنوك والمؤسسات المالية والمؤسسات الأخرى على التسابق لابتكار وخلق أدوات جديدة وطرحها للتداول في أسواق الأوراق المالية وهي أدوات تصاحبها العديد من المخاطر والاضطرابات في مستويات الأسعار المرتبطة بها، وعند عدم جاهزية أسواق الأوراق المالية وبعض الأنظمة المالية العالمية كل لتبني مثل هذه الاستراتيجيات والسياسات والاستعمال المفرط والخاطئ لها فإنها سوف تفرض تحديات وآثار سلبية تتعكس سلباً على عمل أسواق الأوراق المالية الدولية. وقد اتضح من خلال هذه الدراسة وجود علاقة ازدواجية على مستوى أسواق الأوراق المالية بين مظاهر التجديد والأزمات المالية.

تعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 من أهم آثار هذه العلاقة، حيث ظهرت هذه الأزمة على مستوى قطاع معين وهو قطاع العقارات نتيجة التوسيع المفرط والهائل من قبل البنوك في منح القروض العقارية للمقترضين الأمريكيين لشراء مساكن دون التأكد من الملاءة المالية لهم، ولم تكتفي البنوك بهذا وحسب بل قامت بعملية توريق هذه القروض وتحويلها إلى أوراق المالية تداول في البورصات من طرف مستثمرين محليين وأجانب، وهذه التقنية ساعدت على تحويل جزء كبير من المخاطر إلى البورصات وتحمل المستثمرين هذا العبء فتوسعت دائرة المتضررين من هذه

المخاطر فضلاً عن دخول مؤسسات التأمين فيها، وعملت سياسات التحرير والانفتاح الماليين على نقلها إلى باقي أسواق الأوراق المالية الدولية الأخرى لتصبح أزمة على مستوى عالمي.

بينت الأزمة المالية العالمية 2008 بشكل واضح الضعف الشديد في عمل الأجهزة الرقابية لأعمال البنوك وعدم ضبط أنشطتها خاصة في ظل ما تفرضه الضغوط التنافسية التي تتعرض لها من مثيلاتها أو من المؤسسات المالية الأخرى والممارسة غير الأخلاقية للمنتجات المالية، وبالتالي التأثير المباشر أو غير المباشر على نشاط البورصات، لأن الخلل لا يمكن في عدم اندماجها مع ظروف بيئه العمل الجديدة بهذه الأسواق تتمتع بمزايا عالية من التكنولوجيا والسرعة والدقة مما يعني استكمالها على جميع المعايير الواجب توفرها للترابط والاندماج والتحرر العالمي، فيمكن القول أن منتجات مظاهر التجديد خلقت هذه الأزمة وأن عولمة أسواق الأوراق المالية عملت على تدويلها، ومن الممكن أنه لو كانت هناك ضوابط فعالة تحكم وترافق هذه الأنشطة لقللت من حدتها أو توافر مؤشرات الإنذار المبكر بحدوث أزمات وبالتالي خلق رؤى اقتصادية ومالية من خلال أنظمة وبرامج متكاملة لمعالجة الأزمات وإدارتها قبل انتشارها بالشكل الذي ظهرت به الأزمة المالية العالمية 2008.

### **نتائج اختبار فرضيات البحث**

للحظ من خلال البحث أن تزايد الاعتماد على أسواق الأوراق المالية في تمويل المشاريع الاستثمارية في الاقتصاد وتجديد وتطوير الأدوات التي تتعامل بها في الوقت الذي تراجع فيه التمويل عن طريق السوق النقدية والجهاز المصرفي، حيث قامت العديد من الدول خاصة المتقدمة منها باللجوء إلى أسواق الأوراق المالية في عمليات التمويل وانتهاج طريقة التمويل المباشر عن طريق البورصات حيث العلاقة المباشرة بين المستثمرين والمدخرين بدلاً من اللجوء إلى الوساطة المالية والحصول على قروض لاستخدامها في عمليات التمويل، وجاء هذا بعد رغبة معظم الدول تغيير أنماطها التمويلية واتجاهها من اقتصاديات تعتمد على المديونية إلى اقتصاديات تعتمد بشكل كبير على أسواق الأوراق المالية، أما بالنسبة إلى الدول الناشئة والدول العربية فإن اغلب هذه الدول تسعى جاهدة إلى فتح المجال نحو عمليات التحرير المالي وإلغاء دور الوساطة المالية في متطلبات

التمويل ومواكبة التطورات الحاصلة على مستوى البيئة المالية العالمية فعمدت إلى افتتاح الأسواق على العالم الخارجي والعمل على توفير جميع الظروف والشروط الازمة لذلك، وهو ما يوافق طرحتنا في الفرضية الأولى.

بعد الدراسة اتضح أن عملية عولمة الأسواق المالية وترابطها إلى جانب تداول منتجات التجديد المالي في هذه الأسواق، يمكن أن يحدث بعض حالات عدم الاستقرار خاصة ونحن نعلم أن أسعار هذه المنتجات هي شديدة التقلب، كما تعمل العولمة على نشر هذه الاضطرابات حيث تم استعراض الأزمة المالية العالمية 2008 والتي بينت بوضوح دور كل من العولمة المالية والترابط بين الأسواق من جهة وعمل الابتكارات المالية من جهة أخرى في نشوءها ومن ثم انتشارها عالميا، حيث يستطيع المستثمرين العالميين تحويل وإبرام صفقات بكميات كبيرة بين سوق وآخر بفضل التقنيات التكنولوجية العالمية إضافة إلى المضاربات الشديدة على المشتقات المالية بهدف تعظيم الأرباح كل هذا له آثار سلبية على الاقتصاد، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

بعد اختبار الفرضية الثالثة وجدنا أن الاعتماد على التكنولوجيا المتطرفة في أسواق الأوراق المالية الدولية يؤدي إلى تميزها من خلال تقديم أفضل الخدمات المالية وأحسنها حيث تتميز بالسرعة والدقة وهذا ما يجعلها تعزز دورها الاقتصادي، لأن هذا التميز في تقديم الخدمات المالية في ظل التطورات التي تشهدها الصناعة المالية العالمية يرتبط بمستوى التكنولوجيا المستخدم فيها غير أن هذا مرتبط بالأسواق في الدول المتقدمة التي تستطيع ابتكار هذه التكنولوجيا وخلقها وفق ما يناسبها، أما فيما يخص الدول الناشئة والدول النامية خاصة فإنها تعمل على استيراد هذه التكنولوجيا من الدول المتقدمة لمواكبة أداء أسواق الأوراق المالية فيها في الوقت الذي نتحدث فيه عن سوق مفتوحة، وفي كثير من الأحيان تكون التكنولوجيا سبب أساسي في نقل الأزمات وزيادة حدتها كما هو الحال في الأزمة المالية العالمية 2008. وبالتالي فإن صحة الفرضية الثالثة أمر غير مؤكد.

## نتائج البحث

تم من خلال هذا البحث استخلاص جملة من النتائج المتعلقة به، وهي كما يلي:

- إن أسواق الأوراق المالية تعتبر من مصادر التمويل الهامة التي تعتمد عليها معظم الاقتصاديات، خاصة وأنها توفر العديد من الخدمات المالية المميزة وتقوم بوظائف ومهام متعددة تعمل جميعها على تطوير الاقتصاد وتحديثه، وهو ما نلاحظه في توجه اغلب الدول إلى اقتصاديات الأسواق المالية.

- إن العولمة المالية وما جاءت به من عمليات التحرير المالي وتزايد درجات الترابط والاندماج بين أسواق الأوراق المالية الدولية وإزالة كافة القيود والعرقلة بينها أدت إلى تسريع حركة التحولات والتطورات التي يعيشها النظام المالي العالمي، إلى جانب تطور الاتصالات والثورة التكنولوجية التي سهلت من سرعة وحرية انتقال المعلومات، كلها عوامل فرضت على أسواق الأوراق المالية ضرورة التغيير ومواكبة هذه التغيرات أمر حتمي.

- تعتبر الابتكارات المالية "المشتقات المالية" من المنتجات المالية ومظهر من مظاهر التجديد الذي عرفته أسواق الأوراق المالية في فترة السبعينات من القرن الماضي، وهذا ضمن ما فرضته العولمة المالية في إطار عمليات التجديد والابتكار في مجال الأدوات المالية بهدف تعظيم أرباح المستثمرين والتقليل من المخاطر التي يتعرضون لها، كما جاءت هذه المنتجات كوسيلة للحد من التقلبات التي تحدث في البورصات وبالتالي الحد من الأزمات التي تهددها إلا أنها في كثير من الأحيان تأخذ أشكال أخرى من الاستخدام كالمضاربة والمرابحة.

- إن منتجات الابتكار المالي تحتوي في حد ذاتها على العديد من المخاطر لأنها أدوات قيمتها مشتقة من قيمة أصول مالية أخرى كالأسهم، وإن التعامل بها يجري في فترات مستقبلية كما لا يلزم البعض منها توفر الأصل محل التعاقد، إذن أن هذه الأدوات يمكن النظر لها من زاويتين الأولى أنها أدوات مبتكرة تتماشى مع متطلبات البيئة المالية المعاصرة وتعمل على تسهيل عمليات التعامل وتوفير فرص إضافية للربح، كما أن التعامل بها لا يخلو من المخاطر والتقلبات.

- توجد علاقة ازدواجية بين مظاهر التجديد والمنتجات التي تطرحها وبين الأزمات المالية، وبالطبع فإن كلاهما يكون على مستوى أسواق الأوراق المالية.

- إن الأزمة المالية تعبر عن خلل أو اضطراب يمس النظام المالي أو أحد مكوناته والتي يمكن أن تؤدي إلى انهياره إن لم يتم التحكم فيها وإدارتها، حيث يظهر الخلل في أحد المتغيرات المالية

كأسعار الأصول المالية أو تقلب قيمة العملة أو غيره من المتغيرات الأخرى، سرعان ما ينتشر إلى باقي المكونات من النظام أو إلى باقي القطاعات في الاقتصاد بواسطة العديد من القنوات والتي تعتبر أسواق الأوراق المالية أهمها، فالنقلبات والاضطرابات في قيم الأصول المالية المتداولة فيها من شأنه أن يحدث خللاً في السوق وبحكم الترابط بينه وبين الأسواق الأخرى فإن هذا الأثر سوف ينتقل ويمتد ليصبح أزمة مالية على مستوى البورصة.

- عدم تكافؤ المعلومات المتداولة في البورصات إضافة إلى الضغوط التي تفرضها متطلبات العولمة من مظاهر الترابط والتجدد يساهم إلى حد كبير في خلق العديد من الأزمات.
- إن الأزمة المالية العالمية 2008 تعتبر من أهم الأزمات التي أفرزتها عولمة الأسواق المالية ومنتجاتها مظاهر التجدد. وقامت بتصديرها أسواق الأوراق المالية الدولية إلى باقي الأسواق في الدول المتقدمة والناشئة والدول النامية أيضاً.

#### **التوصيات المقترنة:**

- يمكن الإشارة إلى مجموعة من التوصيات المستخلصة والتي تعتبر كإضافة لهذا البحث للوصول إلى صورة أوضح حول الموضوع وهي:
- توفير مناخ ملائم لإنشاء أسواق الأوراق المالية وهذا يتعلق بالجانب التشريعي والتنظيمي لها، وآلية العمل المناسبة مثل سن قانون سوق الأوراق المالية أو قوانين تنظم الشركات المدرجة في السوق، إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار التي تنظم تداول الأوراق المالية واستثماراتها والقوانين التي تراقب وتؤثر على عمل وأداء السوق.
  - العمل على عصرنة أسواق الأوراق المالية من خلال إدخال التقنيات المتقدمة في أنظمة التداول داخل السوق وذلك لرفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية لدى المتعاملين وربط السوق بالأسواق الخارجية وبالتالي كبر حجم التعاملات العالمية. وهي تعتبر من أهم الخدمات التي استفادت منها أسواق الأوراق المالية الدولية.
  - العمل على نشر الوعي الإدخاري وتحفيزه لدى الأفراد والتقليل من الاستهلاك والاتجاه نحو الاستهلاك الأمثل وذلك للعمل على تحقيق عوائد إضافية والمحافظة على نمو وتنشيط سوق الأوراق المالية.

- توفير قواعد وآليات للتعامل بالمشتقات المالية لضمان تحقيق هدفها الرئيسي وهو التقليل من المخاطر والحد منها واستبعاد الممارسات الخاطئة لها والتي تكون سبب في حدوث حالات عدم استقرار داخل السوق.
  - محاولة الاستفادة من الأوضاع التي جاءت بها عملية عولمة الأسواق المالية وترابطها من أجل تسريع وتفعيل التعامل ضمن أسواق الأوراق المالية، عن طريق تهيئة البيئة المالية العالمية لمثل هذه الأوضاع و اختيار الوقت والكيفية المناسبين ل القيام بعمليات الانفتاح المالي والاندماج في الأسواق العالمية والعمل على تحديد الآثار التي تنتج عنها مستقبلاً للتصدي لها.
  - العمل على ربط البورصات في الدول المتقدمة مع بورصات الدول الناشئة والنامية ومحاولات الاستفادة من الخبرات والتقنيات المطبقة فيها والعمل على تبني سياسات وإجراءات تعمل على تفعيل وتنمية هذا الترابط.
  - تطوير مجالات التطوير والابتكار المالي في مجال أسواق الأوراق المالية مع تحديد الآثار الناتجة عن التعامل بهذه الأدوات لتفادي آثارها.
  - وضع أنظمة وأجهزة للإنذار المبكر بحدوث أزمات تتضمن مجموعة من المؤشرات الاقتصادية والمالية التي تنبأ بحدوثها والتي تظهر من خلال التغيرات التي تطرأ على هذه المتغيرات، وبالتالي إمكانية وضع بعض الحلول والاقتراحات لمعالجة هذه الأزمات قبل انتشارها.
- آفاق البحث:**
- بعد التعرض من خلال هذا البحث إلى دراسة الآثار التي فرضتها مظاهر التجديد المالي على عمل أسواق الأوراق المالية من خلال حدوث العديد من الاختلالات التي تمتد لتصبح أزمة مالية ونظراً لتشعب محتوى هذا الموضوع وأهميته فإنه يبقى مفتوحاً لدراسات وبحوث أخرى تكون أكثر عمقاً وتفصيلاً، وذلك من خلال:
- إجراء دراسة متعمقة أو ميدانية للوقوف على الآثار المترتبة على أسواق الأوراق المالية نتيجة التعامل بمنتجات الابتكار المالي باعتبارها أهم مظاهر التجديد في هذا المجال.
  - بحث مستقبل أسواق الأوراق المالية العربية والتوجه نحو سوق عربية موحدة في ظل التزايده نحو عمليات الاندماج العالمي وسياسات التحرر المالي.

- بحث آفاق الترابط بين أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة وأسواق الأوراق المالية في الدول النامية ومدى استفادة الأسواق النامية من مقومات نجاح الأسواق المتقدمة وبالتالي تحديد مجالات المنافسة بينهما.

- البحث في سبب عدم تأثر أسواق الأوراق المالية في الدول النامية بالازمات المالية إلى هددت الكثير من أسواق الأوراق المالية الأخرى بما فيها المتقدمة، وهل هذا راجع إلى قوة ومتانة النظام المالي فيها أو عدم افتتاحها ومواربتها للتطورات المعاصرة.

وفي ختام هذا البحث نرجو أن نكون قد أسلمنا مساهمة بسيطة في إيضاح وتبيان ما أفرزته مظاهر التجديد ومنتجاتها، والإجابة على بعض التساؤلات المتعلقة بها، كما تجدر الإشارة إلى هذا البحث لا يخلو من التقصير والنقص وهو ملازم لأي عمل إنساني، كما واجهتنا الكثير من الصعوبات والعراقيل عند انجاز هذا البحث نظراً لنقص بعض المعلومات الضرورية لإتمام الدراسة وكذلك عدم توفر الدراسة التطبيقية للموضوع بالنسبة لأسواق المالية محل الدراسة نظراً لاعتبارات الحدود المكانية، والذي ينعكس بالطبع على بعض جوانب البحث.