



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم : العلوم الاقتصادية



الموضوع

تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية

دراسة حالة بعض الأسواق العربية (القاهرة- عمان- دبي- الدوحة)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في (المسار)
تخصص: مالية واقتصاد دولي

الأستاذ المشرف:

إعداد الطالب:

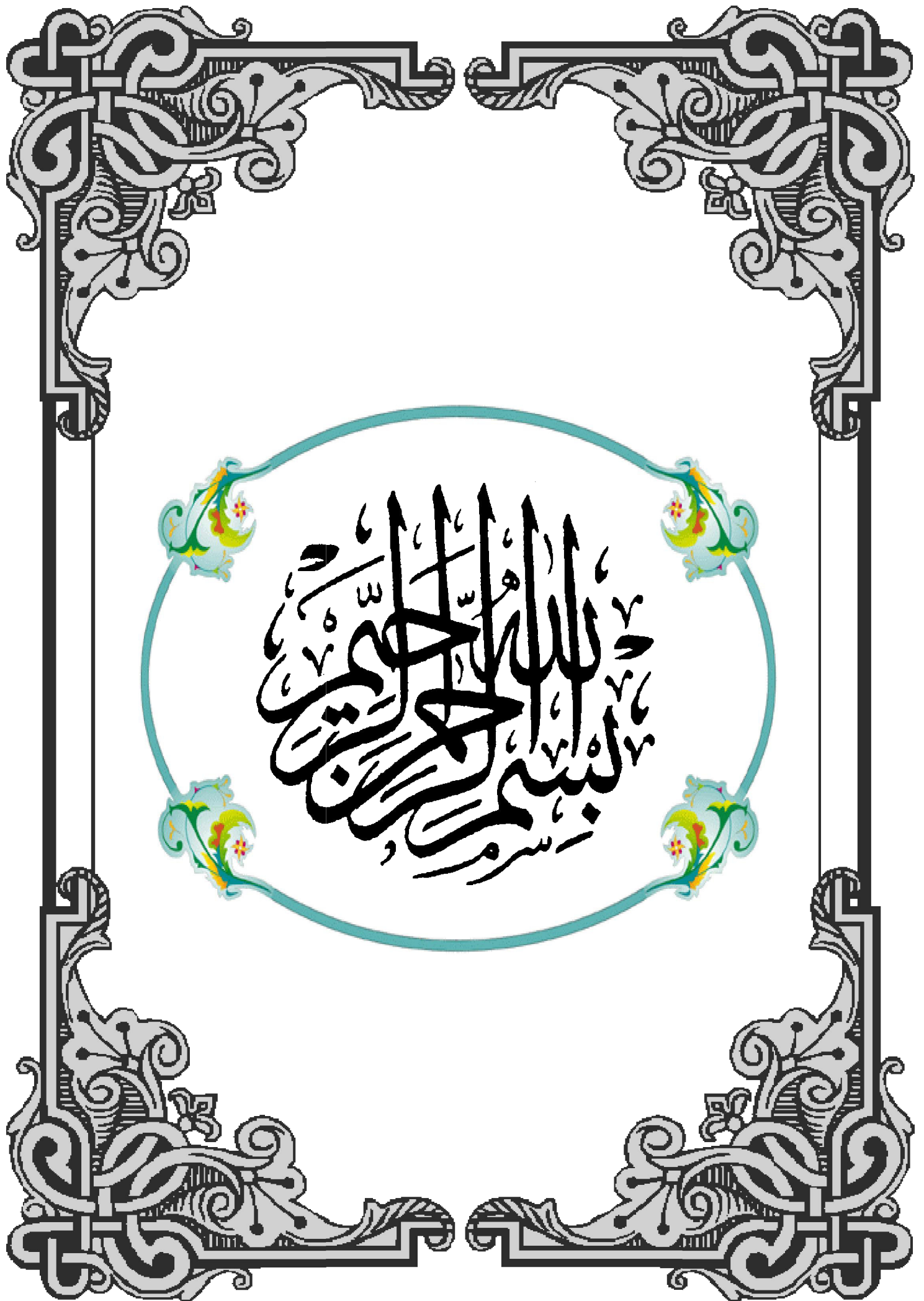
اسماعيل جوامع <

جمال الدين سعد الله <

رقم التسجيل:/2013
تاريخ الإيداع

الموسم الجامعي: 2012-2013

قسم: العلوم الاقتصادية



شكر

بعد حمد الله وشكره الذي وهبني القوة والإرادة والصبر لإنجاز هذا العمل المتواضع، لا املك إلا أن أتوجه
بخالص شكري وتقديري لكل يد أسهمت في انجازه، ولكل صاحب فكر أو رأي فتح أمامي آفاق أرحب
ومجالات أوسع للمعرفة .

ويسعدني كثيرا أن أتقدم بأسمى معاني الشكر والتقدير والاحترام لأستاذي الجليل القدير جوامع اسماعين
لتفضل سيادته بالإشراف على هذا البحث ولما قدمت سيادته من على توجيهات ونصائح وإرشادات
منهجية وما غمرني به من رعاية وحب منذ أن تتلمذت على يد سيادته طالبا بمرحلة الماجستير، فكانت آرائه
منهجية يتبعه الباحثون، فكان بحق الأب والمعلم أذعو الله أن يمتعه بالصحة والهناء لما قدمه ويقدمه للبحث
العلمي .

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان لكل أساتذتي الكرام لما قدموا سيادتهما من نصائح لوضع لبنات هذا
البحث ومن توجيهات سديدة سمحت لنا بالسير على النهج السليم .

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

الصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا ونبينا محمد عليه أفضل الصلاة وأزكى التسليم.
إلى التي ودعتني كل صباح، وذكرتني كل مساء، ونامت على طيفي كل ليلة، إلى التي كلما اقتربت
منها أهالت الأشواق وكلما ابتعدت عنها انهالت الأشواق إلى التي أروتني من فيض حبها.
أهدي لها هذا العمل باقة ورد يفوح شذاها مع نسيم صباح ربيعي عدد ما حملتني وعدد ما رأيتني
وعدد ما تذكرتني

أمي الغالية

إلى الذي كنت أمنيته الغالية إلى الذي لا يهنأ له بال حتى يراني هانئ البال
إلى الذي ألبسني ثوب العز وغمرني بمحبته إلى الذي علمني قيمة الحرف، وأن العلم لا ينال إلا والناس
نيام وأنشئني على حب من علمني

أبي العزيز

تغمري الفرحة وأنا أرى ثمرة جهدكما.
مهما أطلت في الثناء عليكما
لن أبلغ المعاشر من حقكما
فحسبي رضاكما

إلى أخواتي العزيزات ونعم الأخوات
إلى كل معلمي وأساتذتي الكرام من الابتدائي إلى الجامعة، أسمى معاني التقدير والاحترام.
إلى أصدقائي الذين تذلل معهم كل الصعاب.
إلى زملائي وزميلاتي في الدراسة.
إلى كل الذين عرفوني من قريب أو بعيد .

الفهرس

تشكرات

إهداء

محتوى البحث

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

الفصل الاول: الاطار النظري للزمة المالية العالمية

07.....	تمهيد
08.....	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأزمات المالية
08.....	المطلب الأول: الرؤية التاريخية للأزمات
09.....	المطلب الثاني: مفهوم الأزمات المالية
10.....	1 تعريف الأزمة المالية
11.....	2 أنواع الأزمات المالية
12.....	المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية
13.....	1 عدم استقرار الإقتصاد الكلي
13.....	2 اضطرابات القطاع المالي
13.....	3 ضعف النظم المحاسبية والافصاح والاطر القانونية
14.....	المطلب الرابع: اهم ازمات اسواق الاوراق المالية العالمية
14.....	1 أزمة الكساد الكبير 1929 great depression
15.....	2 أزمة البورصات 1987

16.....	3 أزمة جنوب شرق آسيا 1997.....
17.....	المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية نشأتها وأسبابها.....
18.....	المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية ومراحلها.....
18.....	1 خشاة الأزمة المالية 2008.....
20.....	2 المراحل الكبرى للأزمة المالية.....
23.....	المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية.....
23.....	1 - الأسباب الرئيسية.....
26.....	2 الأسباب الثانوية.....
28.....	المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية في الدول العربية.....
28.....	المطلب الأول: آثار الأزمة المالية على الدول العربية.....
29.....	المطلب الثاني: تأثير آثار الأزمة المالية العالمية على الإقتصاد الوطني.....
30.....	1 للتأثير على القطاع المالي.....
30.....	2 للتأثير على قطاع الإنتاج.....
30.....	3 للتأثير على قطاع المحروقات.....
32.....	المطلب الثالث: السياسات الاحتوائية الإقليمية للأزمة المالية.....
32.....	1 دور المؤسسات الأمريكية في إحتواء الأزمة المالية.....
33.....	2 خطة دول منطقة الأورو.....
34.....	3 للدول السبع الصناعية تضع خطة لمواجهة الأزمة المالية.....
35.....	4 الخطة الأوروبية الآسيوية.....
35.....	5 للدول العربية واحتوائها للأزمة.....
36.....	6 خطة مجموعة العشرين.....

38..... خلاص

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق العالمية

39..... تمهيد

40..... المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية.

40..... المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها.

40..... 1 مفهوم الأسواق المالية.

42..... 2 أهمية الأسواق المالية.

42..... المطلب الثاني : تقسيمات الأسواق المالية.

43..... 1 السوق النقدي.

43..... 2 سوق رأس المال.

48..... المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

48..... 1 تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

48..... 2 استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية.

49..... 3 أهم مؤشرات البورصات العالمية.

50..... 4 أهم المؤشرات العربية.

51..... المبحث الثاني: الأوراق المالية في أسواق رأس المال.

51..... المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية.

52..... المطلب الثاني: الأسهم والسندات.

قائمة الجداول

	عنوان الجدول	
65	سن وجنس العينة المأخوذة في الدراسة.	01
66	نوع الإعاقة للعينة المأخوذة في الدراسة.	02
78	نتائج القياس القبلي للدقة لعينة البحث	03
79	نتائج القياس القبلي للتوازن لعينة البحث	04
80	نتائج القياس القبلي للتنسيق لعينة البحث	05
81	نتائج الإختبار البعدي للدقة	06
82	نتائج الإختبار البعدي للتوازن	07
83	نتائج الإختبار البعدي للتنسيق	08
84	نتائج الإختبار القبلي والبعدي لإختبار الدقة لعينة البحث	09
85	نتائج الإختبار القبلي و البعدي لإختبار التوازن لعينة البحث	10
87	نتائج الإختبار القبلي و البعدي لإختبار التنسيق لعينة البحث	11

قائمة الأشكال

	عنوان الشكل	
70	مخطط البرنامج التدريبي المقترح نتائج	01
78	اختبار الدقة القبلي لعينة البحث	02
79	نتائج اختبار التوازن القبلي لعينة البحث	03
80	نتائج اختبار التنسيق البعدي لعينة البحث	04
81	نتائج اختبار الدقة البعدي لعينة البحث	05
82	نتائج اختبار التوازن البعدي لعينة البحث	06
83	نتائج اختبار التنسيق البعدي لعينة البحث	07
84	مستوى دلالة الفروق الإحصائية في الدقة	08
86	مستوى دلالة الفروق الإحصائية في التوازن	09
87	مستوى دلالة الفروق الإحصائية في التنسيق الحركي	10

شهد الاقتصاد العالمي سلسلة من الأزمات و الانعكاسات، مست مختلف الأنظمة الاقتصادية التي طبقتها معظم الدول عبر أزمنة مختلفة ، حيث اتسمت هذه الأزمات المالية بالدورية نظرا لطبيعتها و ارتباطها بدورات اقتصادية، و التي تمس العصب الرئيسي للاقتصاد وهو الجهاز المصرفي والأسواق المالية ، ومن هنا نجد بأن الاقتصاد العالمي قد شهد عدة هزات مالية قديمة وحديثة .

وما يمكن ملاحظته أن الاقتصاد العالمي يشهد أزمة مالية حالية (2007-2008) من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ عند الثلاثينات، بل وتعتبر من الأخطر في تاريخ الأزمات وخاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من أثارها بشكل سريع وفعال، وتأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقتها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، الذي يعد أكبر اقتصاد في العالم فأخذت بذلك الأوضاع الاقتصادية العالمية تشهد تحولات جذرية معقدة و متشابكة، تعصف بمعظم دول العالم في الوقت واحد، ودخول اقتصاديات دول كثير في مرحلة صعبة من الركود وانهيارات متتالية في البورصات العالمية.

كغيرها من الدول النامية لم تكن الدول العربية بمنأى عن الآثار السلبية لتداعيات الأزمة المالية العالمية، وذلك لإعتماد إقتصادياتها بشكل كبير على الولايات المتحدة ودول الاتحاد الأوروبي تصديرا واستيراد.

كما تعتبر الأسواق المالية العربية شديدة الحساسية تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسة خارجية، حيث أن هناك أموال عربية ضخمة موظفة في الأسواق المالية الخارجية، إضافة إلى تواجد عدد كبير من المستثمرين الأجانب في الأسواق العربية اندفعوا وبشكل غير مسبوق منذ بداية الأزمة المالية لبيع أسهمهم و بأسعار منخفضة بحثا عن السيولة المالية لإنقاذ مراكزهم المالية .

1- الإشكالية:

تبعاً لما سبق، تتجلى معالم الإشكالية لهذا البحث، والتي يمكن صياغتها على النحو التالي :

"ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية في ظل العولمة وانفتاحها على الأسواق المالية العالمية" ؟

وللوقوف على هذه الإشكالية نقوم بطرح التساؤلات الفرعية التالية :

- ما هي العوامل التي أدت الى تحول الأزمة المالي الأمريكية إلي أزمة واقتصادية عالمية ؟

- هل تمكنت الرأسمالية العالمية من الخروج من هذه الأزمة والحد من تداعياتها ؟
- هل يوجد تغير أداء الأسواق المالية العربية قبل وبعد الأزمة ؟

1- الفرضيات

يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- لا يمكن للمؤسسات المالية العالمية ان تتفادى تداعيات الأزمة التي تصيب الاقتصاد الامريكي.
- لا زالت تداعيات الأزمة تظهر بين الحين والآخر وأن احتوائها يحتاج الى عدة سنوات.
- الأزمة المالية تؤدي الى انهيار الأسواق المالية من خلال تدهور أسعار الأوراق المالية.
- يوجد تأثير للأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية محل الدراسة.

2- منهجية البحث

تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري المرتبط بالأزمة المالية العالمية والأسواق المالية، كما تم الاعتماد على دراسة حالة، في تحليل أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العربية محل الدراسة باستخدام المواقع الالكترونية .

3- أهمية البحث :

تكمن أهمية هذا البحث إلى انه:

- يمكننا من التعرف على الأزمة المالية العالمية الأخيرة، التي ذاع صيتها وأدت إلى انهيارات كبيرة في اقتصاديات العالم والأسواق المالية في جميع أنحاء.
- ساهمت في ظهور اختلالات كبيرة وغير مسبوقه في النظام المالي العالمي الحالي، مهددا بالإنهيار في ظل إفلاس العديد من البنوك و المؤسسات المالية الكبرى ، الشيء الذي جعل العديد من الخبراء الماليين يدعون إلى استبدال النظام الحالي بنظام تلعب فيه الدولة دورا أكثر أهمية
- ويسلط هذا البحث الضوء على الاسواق المالية العربية ومدى تأثرها بهذه الازمة.

4- أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة أساسا إلى الاجابة على التساؤلات الواردة في إشكالية البحث، واختبار صحة الفرضيات المتبناة، بالإضافة إلى:

- الكشف عن أهم الأزمات المالية والتعرف عن مخاطرها على الاسواق المالية.
- الاحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية.
- فهم البوادر الاولية لازمة الرهن العقاري الأمريكية، والتعرف على تداعياتها العالمية والحلول المطروحة.
- التعرف في ما اذا كان هناك أثر للأزمة الحالية على الأسواق المالية العربية.

5- مبررات اختيار الموضوع:

لقد جاء اختياري لموضوع هذه الدراسة لأهمية الموضوع ، بالإضافة لعدة اسباب منها:

- الانتشار العارم للأزمة المالية التي اثبتت أنها تؤثر بصورة مباشرة على الاقتصاد ككل
- انصب اهتمامنا بسوق مصر ودبي وعمان والدوحة كونها أحد أهم الأسواق المالية العربية.
- حداثة الموضوع وقابليته للموضوع.

6- حدود الدراسة:

تحاول هذه الدراسة تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية خلال الفترة الممتدة ما بين 2004/05/02-2012/05/01، قسمت الى ثلاث فترات الأولى قبل وقوع الأزمة وشملت من 2004 الى 2007، والثانية اثناء حدوث الأزمة ووصول تداعياتها لأسواق المال العربية، حيث انحصرت بين 2008 ولغاية 2009، والثالثة بعد حدوث الأزمة من 2010 الى 2012.

7- صعوبات الدراسات:

بالنسبة لصعوبة التي لقيناها نذكر بعضها:

- صعوبة تحديد فترة الدراسة، وذلك لشساعة الموضوع.
- نظرا لحدائة الموضوع لقينا صعوبة في اخراج الأفكار المترابطة حول البحث.
- عدم توفر وتنوع المراجع الكافية بالنسبة للموضوع.
- تداخل الأحداث التي طالت بعض البلدان العربية كثورة الربيع العربي في فترة دراستنا.

8- الدراسات السابقة:

- سامية زيطاري: ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه دولة قدمت سنة 2004 بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر، جاءت هذه الدراسة في جزئين، حيث إهتم الجزء الأول بأسواق الأوراق المالية بينما تناول الجزء الثاني إلى ديناميكية أسواق الأوراق المالية العربية مقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة ،

- واستطاعت الباحثة تقديم جانب تقني مهم جدا فيما يتعلق بفعالية أسواق الأوراق المالية في الدول المتطورة والنامية، كما ركزت على دراسة اندماج أسواق الأوراق المالية في الدول العربية
- رشيد بوكساني: **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، تدور إشكالية البحث حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة وأوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وسبل ترابطها ويهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى محاولة البحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها، وتقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية.
- نسيمة اوكيل: **الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها - دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا** - أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2008، تدور إشكاليته حول مدى إمكانية الوقاية من الأزمات المالية.

تمهيد

يشهد العالم برمته أزمة مالية حادة تعتبر من أشد الأزمات التي عرفها الاقتصاد العالمي، والتي بدأت بالأسواق المالية للولايات المتحدة الأمريكية، لتمتد عدوها إلى الأسواق المالية في أوروبا ثم العديد من البلدان الأخرى. وكانت لها انعكاسات بالغة الخطورة على معظم الاقتصاديات العالمية بما فيها الاقتصاديات العربية. حيث تندرج ضمن سلسلة أهم الأزمات التي ميزت النظام الرأسمالي لأكثر من قرن، وقد تسارعت الدول المتأثرة بالأزمة إلى اتخاذ التدابير والاجراءات لمواجهتها والحد من خطورتها.

ولكي يمكن لنا تصوير الإطار العام للأزمة المالية العالمية، فإن هذا يستلزم منا البحث في هذا الفصل عن ماهية الأزمة المالية، وتدرج أهم الأزمات العالمية وأسبابها، و التعرف على طبيعة الأزمة المالية العالمية الراهنة وأهم أسبابها، ودراسة أثارها على الاقتصاديات العالمية والعربية والاقتصاد الوطني وأهم السياسات الاحتوائية الإقليمية للأزمة المالية.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأزمات المالية.

لقد شكل تكرار وانتشار عدوى الأزمات المالية عبر دول العالم، ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، لما ينتج عنها من آثار سلبية حادة وخطيرة تهدد الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، لتنتقل بعد ذلك إلى دول أخرى، لذا ارتأينا في هذا المبحث البدء بمفاهيم أساسية حول الأزمات المالية عامة، حيث سنتطرق إلى رؤية تاريخية للأزمات ومفهومها وماهيتها بشكل عام.

المطلب الأول: الرؤية التاريخية للأزمات

شهدت إنجلترا منذ القرن التاسع عشر عدة انهيارات مالية، بإعتبارها المركز المالي الأساسي للعالم "حيث اعتبرت أزمة عام 1866 من أقدم الأزمات التي عرفها العالم، حيث تعرضت عدد من البنوك الانجليزية للإفلاس مما أدى إلى أزمة مالية عصفت باستقرار النظام المالي البريطاني"¹.

أما أعنف أزمة حدثت في القرن العشرين فهي أزمة الكساد الكبير the great depression's crises التي انطلقت في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشرت في أوروبا. "فأنه ما بين 29 أكتوبر و 13 نوفمبر 1929 تبخرت 30 مليار دولار من سوق بورصة نيويورك واستغرق الأمر 25 عاما بعد ذلك حتى استعادت بعض الأسهم قيمتها الأصلية، وفي سنة 1930 ظهرت الحقيقة المرعبة، وهي أن الاقتصاد الأمريكي يواجه أزمة خطيرة"². أدت هذه الأزمة إلى فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الإقتصادي الكلاسيكي الحر وهي لازالت لحد الآن محط إهتمام الباحثين.

ومن أخطر الأزمات الاقتصادية والمالية والتي هدهتها بورصة نيويورك في الثمانينات في أزمة 1987، والتي سميت بـ الاثنين الأسود "ففي دراسة لـ (ريتشارد رول) عام 1988 وصف متميز لحركة الأسواق العالمية، قبل وخلال أزمة يوم الاثنين الأسود فكشف عن أن مستوى الأسعار في أسواق المال الرئيسية في العالم، تميزت بتباين كبير في سنة 1987 ككل. أما خلال شهر أكتوبر فقد أخذت الأسعار في كافة الأسواق الاتجاه النزولي"³. وقد شهدت البورصات العالمية في ذلك اليوم إنهيارات كبيرة لم يشهد لها التاريخ مثلاً. وأعتبر أسوء يوم تداول لمدة من الزمن.

¹ عبدالله شحاته الأزمة المالية مفهومها وأسبابها، ص1 www.pidegypt.org/arabic/AZMA.doc تاريخ الاطلاع ، 02/01/2013

² محمد عبد الوهاب العزاوي، الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، (عمان. الأردن. دار إثراء للنشر والتوزيع، ط1، 2010) ص35.

³ نفس المرجع، ص39.

وهناك أيضا الأزمة المكسيكية سنة 1994 فبعدما نجحت المكسيك من وضع خطة لتحرير قطاع التجارة لديها وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، والسعي إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية "حتى اندلعت الأزمة خلال عامي 1994-1995 وإن كان يأتي على رأسها هشاشة القطاع المصرفي، وضعف الرقابة على منح الائتمان وانتشار القروض الأجنبية قصيرة الأجل، وقد أتى رفع سعر الفائدة في الولايات المتحدة اعتبارا من الربع الأول من سنة 1994 ليستقطب رؤوس الأموال الأجنبية من المكسيك، ويعجل في حدوث الأزمة"¹. حيث شهدت الدول الآسيوية أزمة مالية شديدة مصدرها تايلاند ثم إنتقلت لدول أخرى.

"بدأت الأزمة الآسيوية سنة 1997 باعتبارها أزمة عملة سرعان ما تطورت إلى أزمات في النظام المالي وكان بداية تفجر الأزمة في تايلاند في 2 يوليو 1997"². وتعتبر من أشهر الأزمات المالية حيث "استمرت لمدة طويلة طالت من خلالها الكثير من الدول، ولذا لم تفلح أي أزمة تالية لها بما في ذلك أزمة 11 سبتمبر 2001 في صرف الأذهان عن خطورة الأزمة الآسيوية حتى أتت الأزمة المالية العالمية سنة 2008"³.

الأزمة المالية العالمية الراهنة التي تعرض لها العالم في الآونة الأخيرة وصفت بأنها الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير، حيث حملت المسؤولية للولايات المتحدة الأمريكية "فلم تقتصر تلك الاضطرابات على أسواق النقد والمال والبورصات فقط، ولكن كانت هناك اضطرابات وانهيارات في المؤسسات المالية مثل بنوك الاستثمار وشركات التأمين ومؤسسات مالية تقدم التمويل العقاري"⁴، حيث انتقلت العدوى من البورصة الأمريكية لبورصات العالم بما فيها الأوروبية والعربية نظرا لمكانة الاقتصاد الأمريكي بين اقتصاديات العالم، "إذ أن السبب المباشر لها نبع من أزمة الائتمان في مجال الرهن العقاري داخل الولايات المتحدة الأمريكية"⁵. وتشير معظم التقارير الاقتصادية المتاحة، إلى أن جذور الأزمة المالية التي عصفت بالإقتصاد العالمي إلى تطور هذا الأخير وعولمته.

¹ ابراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، (مصر، الاسكندرية، الدار الجامعية. ط2). ص34.

² عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين التحويل الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تحريرها، (الاسكندرية-مصر، دار الفكر الجامعي. ط1، 2006) ص265.

³ ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق. ص36.

⁴ مصطفى العمواسي وآخرون، الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها على الشرق الأوسط، (عمان الأردن. دار جليس الزمان. ط1. 2009) ص10.

⁵ ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق. ص41.

المطلب الثاني: مفهوم الأزمات المالية

1- تعريف الأزمة المالية:

الأزمة في اللغة تعني "الشدة والقحط يقال تآزم القوم: أي أصابتهم أزمة و الأزمة: الشدة والضيق"¹.

ويدور المعنى الاصطلاحي لمفهوم الأزمة بصفة عامة حول نفس هذا المعنى: "يقصد بالأزمة بتوقف الحوادث المنتظمة والمتوقعة، واضطراب العادات والعرف، مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملائمة، والأزمات الاقتصادية هي اضطراب في الحالة الاقتصادية العادية أي في التوازن الاقتصادي"².

وفي إطار هذا المعنى يمكن تعريف الأزمة المالية التي تواجه الدولة بعدة تعاريف منها "هي عبارة عن موقف تتعرض له هذه الدولة، ويستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح والقيم الجوهرية للدولة ويتسم هذا التهديد بالمفاجأة، وعدم التوقع من قبل صانع القرار، فيشعر بضيق الوقت المتاح له للتفكير فيه وأنه يجب عليه في نفس الوقت إتخاذ القرار المناسب بصدده قبل تغير ذلك الموقف على نحو تصعب السيطرة عليه"³.

أما من الناحية الاقتصادية فيقصد بالأزمة بأنها "ظاهرة تعرف بنتائجها ومن مظاهرها انهيار البورصات وحوث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة وبطالة دائمة"⁴.

وتعرف الأزمة المالية بشكل خاص "انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية، وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي"⁵.

هناك فروق بين التعاريف السابقة الذكر ويتحدث التعريف الأول أن الأزمة تتمثل في توقف الحوادث المنتظمة والمتوقعة واضطرابات العادات والعرف. أما التعريف الثاني المتعلق بالدولة أن صانع القرار في الدولة يتبين له تهديد في إستقرار الدولة. ويكون عنصر المفاجأة ضيق الوقت المتاح للتفكير وبالنسبة للتعريف الثالث فيقصد بأن الأزمة المالية هي ظاهرة تعرف بنتائجها ومن مظاهرها انهيار البورصات

¹ فؤاد إفرايم البستاني، منجد الطلاب، (بيروت-لبنان. دار الشرق. 9. 1968) ص8.

² أحمد زكي بدوي، معجم مصطلحات العلوم الاجتماعية، (بيروت-لبنان، مكتبة لبنان ، 1978. ط1) ص91.

³ ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق. ص18.

⁴ دانيال أرنولد، تحليل الأزمات الاقتصادية، ترجمة عبد الأمير شمس الدين. (بيروت-لبنان، المؤسسات الجامعية للنشر والتوزيع. 1992) ص12.

⁵ السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية. نظرة معاصرة، (القاهرة-مصر، دار الفكر العربي 1999) ص39.

وحدوث مضاربات نقدية كبيرة. كما كان التعريف الرابع للأزمة بأنه انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي .

من خلال التعاريف السابقة يمكننا القول أن الأزمة المالية ناتجة عن تغيير مفاجئ تسببت به كارثة أو حادثة مفاجئة يخلق حالة من التوتر والإحساس بالخطر، مما يهدد الفرد والمجتمع والمنشآت والدولة، وما يترتب عليها نتائجها وخيمة تمتد أثارها إلى القطاعات الأخرى.

2- أنواع الأزمات المالية:

إن الفروق بين الأزمات المالية ليست واضحة بشكل قاطع، إذ غالبا ما تتدخل مع بعضها بعضا، ويمكن التمييز في هذا الإطار بين الأشكال التالية للأزمات:

2-1 الأزمات المصرفية:

"تظهر الأزمات عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه، ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى تلك الحالة أزمة مصرفية وعندما يحدث العكس أي تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب فتحدث أزمة في الإقراض وهو ما يسمى بأزمة الائتمان"¹ أي أن الأزمة تحدث عندما يؤدي اندفاع على سحب الودائع من أحد البنوك تفوق نسبة الاحتفاظ لمواجهة طلباته السحب، فيصاب البنك بأزمة سيولة وعند امتداد هذه الأزمة للبنوك الأخرى فتسبب أزمة مصرفية، هذا وعند حدوث العكس أي أن السيولة موجودة لكن البنوك ترفض منح الائتمان خوفا على عدم الوفاء بطلبات السحب تسمى أزمة الائتمان.

2-2 أزمات العملة وأسعار الصرف:

"تحدث هذه الأزمة عندما يحصل هبوط حاد في قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، وهذا يسبب حدوث مضاربات كبيرة في عملة بلد ما مما يدفع بالبنك المركزي إلى استخدام احتياطاته من العملة الصعبة للدفاع عن العملة الوطنية، إن هذا النوع من أزمة العملة ذو طابع جديد وهو يختلف ن أزمات العملة ذات الطابع القديم والذي كان سببها الإفراط في الإصدار النقدي وهذا يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وبالتالي انخفاض

¹ عبدالله شحاته، مرجع سابق. ص3.

القيمة الحقيقية للعملة ومن أمثلة الأزمات التي أدت إلى انهيار سعر العملة ما حدث في تايلاند والذي كان سبب المباشر في تفجير الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997¹ حيث يطلق عليها أحيانا "أزمة الصرف الأجنبي، أو أزمة سعر الصرف أو أزمة ميزان المدفوعات"².

2-3 أزمة أسواق المال "حالة الفقاعات":

"تحدث الأزمات في الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة" "bubble" والتي تحدث عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمتها العادلة نتيجة شدة المقاربة، ويكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث انهيار وتصل إلى أدنى مستوياتها، ويرافق ذلك حالات من الذعر والخوف فيمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو قطاعات أخرى"³.

المطلب الثالث: أسباب الأزمات المالية

رغم اختلاف الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي إلا أن هناك عدة عوامل قد تزيد من حدة وتأثير الأزمات ويمكن تلخيص أهمها:

1- عدم استقرار الإقتصاد الكلي:

"إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري فعندما تتخفف شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المستغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والإستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدث بها أزمة مالية، شهدت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة. وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في دول النامية. فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالميا لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من

¹ مرابط مساعد، "الأزمة المالية العالمية 2008، الجذور والتداعيات" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة الدولية" المنعقد في فترة 21/20 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف).

² الطاهر هارون والعقون نادية "الأزمة المالية العالمية الراهنة أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها"، (مداخلة ضمن أعمال ملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية المنعقد في فترة 05-06 ماي 2009 بجامعة قسنطينة).

³ مفتاح صالح، معارفي فريدة. "أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية"، (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية" المنعقد في فترة 5-6 ماي 2009 بالمركز الجامعي بخميس مليانة).

مصدر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية¹.

2- اضطرابات القطاع المالي

"شكل انهيار الأسواق المالية والتوسع في منح الائتمان و تدفقات رؤوس الاموال الكبيرة من الخارج القاسم المشترك الذي سبق حدوث الازمات المالية. وشهد القطاع المالي توسعا كبيرا، ترافق مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبح المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي و ضعف في الاقتصاد.

عانت العديد من الدول النامية من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية، وأدى التوسع في منح الائتمان الى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية او العقارية او لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري، ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية، حصول انتعاش كبير في منح القروض، ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت كذلك الدول الصناعية مثل فنلندا والنرويج و السويد واليابان و الولايات المتحدة".²

3- ضعف النظم المحاسبية والافصاح والاطر القانونية

"حيث أن الإطار الذي تعمل فيه البنوك اذا كان ضعيفا أو هشاً فسيؤثر سلبيا على أداء البنوك، ويرى معظم المحللين أن النظم المحاسبية المتبعة اجراءات الافصاح المحاسبي وكذلك الاطار التشريعي تعتبر من معوقات فعالية جهاز السوق وممارسة الاشراف الفعال على البنوك، ووجه الضعف هذه تدي الى تدهور معدلات الربحية، ولا يستطيع المستثمر الخاص أو المشرفون على الرقابة على البنوك ادارة وتنظيم البنوك التي ترتكب اخطاء بدون معلومات تتسم بالتعقيد وبطء الاجراءات وطولها سواء للبنوك للمطالبة بحقوقها تجاه المقترضين او في حالات الافلاس فإن النتيجة هي ارتفاع خسائر البنوك وارتفاع تكاليف الاقراض. كما ان العديد من الدول

¹ عبد القادر بريش، محمد طرشي، "التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول " الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية" المنعقد في الفترة 5-6 ماي 2009 بالمركز الجامعي خميس مليانة).

² محمد الهاشمي حجاج "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية" دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال فترة 2007-2008. (رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص مالية الأسواق كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح-ورقلة 2012) ص70.

التي تعرضت لآزمات مالية تعاني من ضعف النظم والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية".¹

المطلب الرابع: اهم آزمات اسواق الاوراق المالية العالمية

نتناول في هذا المطلب أشهر وأكبر الآزمات التي مست الاقتصاد العالمي وتحديدًا أزمة الكساد الكبير 1929 ثم أزمة البورصات سنة 1987 ثم أزمة جنوب شرق آسيا 1997.

1- أزمة الكساد الكبير 1929 great depression :

"وتعد أشهر الآزمات المالية التي شهدها الاقتصاد العالمي وأقواها أثرا" حيث كانت السبب في تغير البناء الهيكلي للنظام المالي العالمي. " وقد جاءت هذه الأزمة سنة 1929 في أعقاب فترة شهدت فيها الولايات المتحدة الأمريكية ازدهارا غير مسبوق حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية وتم توظيف جزء كبير منها في سوق الأوراق المالية".²

"وأرادوا الجميع بدء من رؤساء المصاريف إلى عمال الفنادق أن يقتطعوا لأنفسهم قطعة من هذه الوليمة الدسمة. ومما ساعد على تحقيق ذلك تلك التسهيلات التي تميزت بها أنظمة الإقراض في ذلك الوقت، مما مكن ذو الدخل المتدنية من شراء اسهم تأمينات مالية لا تتجاوز قيمتها 10% إذ أنهم كانوا يدفعون 10 % فقط من سعر الطلب لشراء الأسهم، وتقوم المصارف بإقراضهم بقية قيمة الصفقة 90% من قيمتها بمعدلات فائدة باهظة في ذلك الوقت فكانت تصل إلى 15%".³

"وبدأت الأزمة في 3 ديسمبر 1929 عندما أقل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة عند 381 نقطة وفي الثاني من أكتوبر من نفس العام انخفض المؤشر بما يعادل 49 نقطة، وصاحب هذا الانخفاض انخفاض آخر في اليوم التالي قدره 43 نقطة معلنا بداية حدوث الأزمة great-recession وفي 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة. بما يعني انخفاضا بلغت نسبة 20% بالمقارنة بما كان عليه الحال في سبتمبر أي في أقل من شهرين".⁴

¹ عبد القادر بربيش، محمد طرشي، مرجع سابق

² ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص30.

³ محمد عبد الوهاب العزاوي، مرجع سابق، ص34.

⁴ أسماء دردور، نسرين بن زاوي "الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف).

"وارتفع معدل البطالة ليصل إلى 8% بعد أن كان 0.9% فقط عام 1929، وأصبح المعدل 25.1% في عام 1933. وسرعان ما انتشر هذا الكساد الاقتصادي الأمريكي إلى أنحاء العالم كالفيروس المعدي، ونمت مدن الأكواخ لتأوي المشردين الجدد في ضواحي معظم المدن الأمريكية، وأصبح البعض يطوفون في مردام القمامة بحثا عن الطعام"¹

2- أزمة البورصات 1987:

"بدأت هذه الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الاثنين الأسود، وذلك بوجود خلل في التوازن بين العرض والطلب، في كل من الأسواق الحاضرة وسوق العقود المستقبلية، فعندما يتضح أن هناك خلا بين أوامر الشراء المجتمعة في الليلة السابقة تقفز الأسعار في اليوم التالي إلى السعر الذي يمكن عنده أن تبرم الصفقات.

وقد انتهى الأمر بهبوط الاسعار في السوقين، ففي بورصة نيويورك انخفضت أسعار الافتتاح في الأسهم التي بدأت التعامل عليها في يوم الاثنين 19 أكتوبر بحوالي 10% كما كانت عليه أسعارها عند الاقفال في يوم الجمعة 16 أكتوبر وفي حوالي الساعة الحادية عشرة من صباح يوم الاثنين بتوقيت نيويورك كان السواد الأعظم من الأسهم قد بدأ التعامل بها"².

"وقد امتدت تداعيات هذه الأزمة نحو أسواق رأس المال الدولية التي عرفت بدورها هباطا كبيرا ومستمر في أسعار الأوراق المالية نتج عن اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع وانعكست في تراجع مؤشرات النمو الاقتصادي في معظم الدول"³.

"وكان للجوء الحكومة الألمانية إلى فرض ضريبة بنسبة 10% على الادخارات والاستثمارات تأثيرا سلبا على أسعار الأوراق المالية نتيجة انخفاض عوائدها"⁴.

وترجع أهم العوامل المساهمة في حدوث الأزمة إلى:⁵

1- التطور الهائل في نشاط السوق المالية الدولية الذي بلغ ذروته عام 1987.

¹ محمد عبد الوهاب العزاوي، مرجع سابق. ص35.

² نفس المرجع، ص38

³ كمال مرداوي، "الأزمة المالية العالمية خلفيات التسويقية، تداعياتها الاقتصادية، وحلولها الإسلامية" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول " أزمة النظام المالي الدولي وبديل البنوك الإسلامية" المنعقد في الفترة 06-07 ماي 2009 بجامعة قسنطينة).

⁴ علي حناشي، " تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية، أسبابها وتداعياتها" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول " أزمة النظام المالي الدولي وبديل البنوك الإسلامية" المنعقد في فترة 06-07 ماي 2009 بجامعة قسنطينة).

⁵ مروان عpton، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، (الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية . ط2. 1997) ص204.

2- اشداد وتوثيق الروابط والصلات بين هذه الاسواق.

3- ضخامة الصفقات والعمليات في الأسواق المالية العالمية.

4- تنوع الأصول المتعامل بها.

5- التقنية العالمية والمتطورة جدا المستخدمة في ادارة نشاطها وعملياتها.

" ومن نتائج الأزمة استنادا لتوقع عديد من الاقتصاديين وقوع أزمة تفوق حدتها أزمة 1929. وفي يوم 17 أكتوبر 1987 بلغت أسعار الأوراق المالية أدنى مستوى لها، حيث فقد مؤشر "داو جونز" 502 نقطة مخلفا خسارة تقدر بـ 500 مليار دولار، خاصة وأن بورصات القيم المنقولة كانت تستعمل النظام الآلي لإصدار أوامر البيع والشراء، وبعد أسبوع من ذلك أمر الرئيس "ريغان" بتشكيل لجنة لمراقبة هذا النظام، في حالة ما إذا كان التغير في مؤشر "داو جونز" يفوق 50 نقطة¹.

3- أزمة جنوب شرق آسيا 1997:

"شهدت فترة الثمانينات نجاح أداء اقتصاديات جنوب شرق اسيا عبر فترة ممتدة من الزمن حتى مطلع التسعينات ، حققت اقتصاديات جنوب شرق آسيا نموا سريعا. ساهم في تغير خريطة العالم الانتاجية وتم وصفها بالمعجزة الآسيوية، إلا أن هذه التجربة أخفقت في مطلع النصف الثاني من تسعينات القرن الماضي حيث داهمت الازمة المالية بعض البلدان الآسيوية في جويلية 1997"².

"حيث بدأت الأوضاع في التغير منذ شهر جويلية 1997 انطلاقا من تايلاندا وسرعان ما انتقلت العدوى الى بقية دول جنوب شرق اسيا والى البلدان التي تعتبر الاقوى اقتصاديا في اسيا (اليابان وكوريا الجنوبية وهونغ كونغ) لدرجات قد تكون متباينة ومتقاربة الى حد ما"³.

"وسميت تايلاند بالنمر الآسيوي المريض وهي الدولة ذات البنية الاقتصادية الأضعف من بين مثيلاتها من دول النمر الأخرى، وقد أدى انخفاض سعر صرف العملة وهبوط الأسهم في هذه الدولة إلى انتقال آثار العدوى إلى أسواق المال في الدول الآسيوية الأخرى وبعض هذه الدول مثل أندونيسيا وماليزيا والفلبين، كانت تشترك مع

¹ محمد عبد الوهاب العزاوي، مرجع سابق. ص41

² سميرة عطوي، علي قارة "الأزمة المالية فرصة لتعزيز التمويل الإسلامي" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول " أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية" المنعقد في فترة 6-7 أبريل 2009 بجامعة قسنطينة).

³ Luc bosson , corinne evarad, cristian jacques, L'asie du sud-est des nouveaux pays industrialisés ED.de boeck, bruxelles,1998.P29.

تاييلاند في عدد من السمات، فقد تأثرت هذه الدول جميعها بدرجات متفاوتة بالركود الاقتصادي في آسيا، كما أن أغلب هذه الدول قد تراكمت عليها الديون بسرعة أثناء التسعينات من القرن الماضي¹.

ويمكن لنا تأكد من ذلك بمجرد مطالعة المثال التالي:

"في الفلبين قامت شركة واحدة بإقتراض مبالغ كبيرة قبيل الأزمة، فقدرت قيمتها بمبلغ 150 مليون دولار أمريكي يهدف ظاهري هو استثمارها في مجال تجارة الأجهزة الكهربائية، ورغم أن مصادر هذه القروض كانت من ثلاثة عشر بنكا وطنيا، فإن أيا من هذه البنوك لم يفتن إلى أن الغرض الأساسي من الاقتراض كان المضاربة في سوق العقارات بالفلبين، ونظرا للمخاطرة العالية التي تحيط بمثل هذا النوع من الأنشطة، فقد تعثرت الشركة في سداد مديونياتها فأثر ذلك على الكفاءة المالية لهذه البنوك"².

ومن النتائج المترتبة عن هذه الأزمة:

"تفاقت الأزمة حيث تزايد حجم الدين الخارجي لأربعة من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180% من حجم إجمالي الناتج المحلي لها، وتدخلت المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولي فتم طرح حزمة سياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلية كما حدث في اندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت هذه الحزمة"³.

¹ أسماء دردور، نسرين بن زاوي "الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة العالمية" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في فترة 21/20 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف).

² ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق ص37.

³ مصطفى العمواسي، مرجع سابق ص09.

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية نشأتها وأسبابها

تشير معظم التقارير والتحليل الاقتصادية المعاصرة إلى أن جذور الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ سبتمبر 2008 تعود بصورة رئيسية إلى تداخل الكثير من الأسباب المالية والتنظيمية والتي كان لها أثر سلبي في تطور الاقتصاد العالمي الحر، وللوقوف على حقيقة الأزمة المالية العالمية يقتضي منا البحث في الاطار الزمني لهذه الأزمة لبيان كيفية نشأتها وظروف تطورها، ومدى تأثير التشابك في العلاقات الاقتصادية الدولية على انتشارها بالصورة التي آلت إليها مما جعلها تؤثر على كل اقتصادات العالم، والتعرف على جوهر الحقيقي لهذه الأزمة.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية العالمية ومراحلها

1- نشأة الأزمة المالية 2008:

"بدأت الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة واندلعت من القطاع العقاري نتيجة الغموض وانعدام الشفافية الذي يلف عمل النظام المصرفي عموما في الولايات المتحدة، فضلا عن غياب الرقابة الحكومية الفيدرالية على عملية منح القروض"¹.

" ويمكن القول بأن البداية الحقيقية لنشأة الأزمة المالية العالمية تعود إلى بداية سنة 2007 حيث لاحت بوادرها في شهر فبراير من تلك السنة، بسبب انتشار ظاهرة عجز المدينين بقروض مضمونة بأصول عقارية، في الولايات المتحدة الأمريكية، عن الوفاء بمديونياتهم للبنوك المتخصصة في هذا المجال، مما أسفر عن الإعلان عن أول عملية إفلاس لمؤسسة مصرفية متخصصة في مجال الإقراض العقاري"².

" وتعتبر هذه الأزمة من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات بل وتعتبر الأسوأ والأخطر في تاريخ الأزمات المالية، وتأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الذي يشكل قاطرة النمو من كون انطلاقها كان من اقتصاد هو الأكبر في العالم بحجم يبلغ حوالي 14 تريليون دولار"³.

" وخلال 2007 و 2008 تراجعت السوق العقارية وتضاعفت حالات العجز عن التسديد وصعب على البنوك إعادة بيع السكنات المحجوزة أو أنها باعتها بخسارة، وبهذا قلت الثقة في الأسواق المالية وبين البنوك،

¹ ضياء مجيد المسور، الأزمة المالية العالمية الراهنة، (الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، ط1 2010) ص07.

² أبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق ص41.

³ يوسف أبو فارة "ملامح الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على منطقة الشرق وشمال افريقيا" المنعقد في فترة 09/08 ديسمبر 2009 بجامعة الجزائر)

حيث لم يعد أحد يرغب في اقراض الآخر، فعمت الأزمة المالية وتوالت الإفلاسات البنكية في الولايات المتحدة الأمريكية وبلغت الخسائر في أهم عشرين بنكا عالميا 1300 مليار دولار في الولايات المتحدة لخمس سنوات قادمة حسب مخطط الخزانة الأمريكي هنري بولسن¹.

"غير أن الأزمة المالية دخلت منعطفا جديدا، أعلن عن انطلاق لهيبها، بحلول يوم الاثنين الموافق لـ الخامس عشر من سبتمبر سنة 2008، بحدوث سلسلة من الاندماجات وتعسر البنوك لم يحدث في يوم واحد من قبل حيث اعترف بنك الإستثماري العملاق "ليمان برادرت" "lehman brothers" إفلاسه، وتم وضعه تحت حماية قانون الإفلاس قبل تصفيته بسبب إحجام الحكومة الأمريكية عن مساعدة بنوك أخرى لشرائه، فبلغت خسائره 60 مليار دولار، كانت جميعها عبارة عن استثمارات في مجال الرهن العقاري.

وفي اليوم التالي مباشرة قرر بنك الإحتياط الفيدرالي والحكومة الأمريكية التدخل لإنقاذ أكبر مجموعة تأمين في العالم وهي "American international group" "AIG" عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 97.9% من رأسمالها².

وتبرز مظاهر الأزمة المالية العالمية في مجموعة من المؤشرات الخطرة التي تهدد الاقتصاد الأمريكي والعالم يمكن إيجازها ضمن النقاط التالية:³

- الهرولة في سحب الإيداعات من البنوك.
- القيام بتجميد منح القروض من طرف العديد من المؤسسات المالية خوفا على صعوبة تسديدها.
- انكماش حاد في النشاط الاقتصادي نتيجة نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية هذا ما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد ديونهم.
- إن نقص السيولة المتداولة أدت إلى انخفاض المبيعات ولاسيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها من القطاعات الأخرى.
- زيادة معدل البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية أصبح كل موظف وعامل مهدد بالفصل.
- تجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جدا و ضمانات مغلظة.

¹ ضياء مجيد المسوري. مرجع سابق ص9.

² أبراهيم عبد العزيز النجار. مرجع سابق ص44.

³ بن لاغة إحسان، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول النامية مع الإشارة إلى عينة من الدول العربية، (مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011-2012، ص34.

- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال وهذا أحدث ارتباكا وخللا في مؤشرات الهبوط والصعود.

- انخفاض معدل الاستهلاك والأنفاق والإدخار والاستثمار وهذا أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس.

- إرتفاع أسعار الفائدة وعجز المدينين عن سداد قروضهم العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية الأمر الذي نجم عنه هبوط أسعار المنازل.

- ضعف قدرة البنوك على تمويل الشركات والأفراد، مما أدى ذلك إلى انخفاض الإنفاق الإشهاري الإستهلاكي.

- زيادة نسبة الطلب على الإعلانات الإجتماعية المقدمة من الحكومات.

2- المراحل الكبرى للأزمة المالية:

يمكن تلخيص أهم مراحل الأزمة المالية التي ظهرت في الولايات المتحدة بداية 2007 وانعكست على معظم دول العالم في النقاط التالية:

• فبراير 2007: "انتشار ظاهرة عجز المدينين بقروض مضمونة بأصول عقارية عن تسديد مديوناتهم للبنوك، فأصبح ينكشف في الولايات المتحدة الأمريكية ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة في مجال الإقراض العقاري ثم بدأت مراحل الأزمة المالية العالمية في التطور بعد ذلك"¹.

• أغسطس 2007: "البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الازمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.

• أكتوبر إلى ديسمبر 2007: عدة مصارف كبرى تعلن انخفاضا كبيرا في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري"².

• 22 جانفي 2008: " قام البنك المركزي الأمريكي بخفض معدل فائدته الرئيسية بنسبة 0.75% لتصل إلى 3.5% بدلا من 4.25% من أجل احتواء الأزمة"¹.

¹ ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق ص41.

² وكيبيديا الموسوعة الحرة "كروولوجية الأزمة المالية" www.wikipedia.org تاريخ الاطلاع 2013/02/12

- 17 فبراير 2008: "تأميم بنك التسليف العقاري "northernrock" من طرف الحكومة البريطانية"².
- "11 مارس 2008: تضافر جهود البنوك المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض.
- 16 مارس 2008: جب بي مورجان تشيز يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي بيرستينز بسعر متدن مع المساعدة المالية للإحتياطي الفيدرالي.
- 24 أبريل 2008: قم بنك يو بي أس السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكي، والتي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله، في أكبر خسارة يتعرض لها أول بنك سويسري والمصنف الثالث أوريبيا والأول عالميا في مجال إدارة الثروات الخاصة"³.
- 30 ماي 2008: "اعترف وزير المالية البريطاني بأن الأزمة المالية دخلت منعطفا جديدا ينذر بدخولها مصاف الأزمات العالمية، لخطورة النتائج التي توقع أن تسفر عنها، حيث توقع إغلاق ما يقرب من ثلث شركات التسويق العقاري في بريطانيا والبالغ عددها 12000 شركة، خلال سنة 2008"⁴.
- 07 سبتمبر 2008: "أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية وضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و "فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتها مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار"⁵.
- 14 سبتمبر 2008: "اعترف بنك ليمان برادرز بشهر افلاسه، بينما يعلن بنك أوف أميركا عن استحواده على مؤسسة ميرل لنش المالية، وعشرة بنوك دولية تنفق على انشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توقف البنوك المركزية على فتح مجالات القروض، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية"⁶.

¹ ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق ص42.

² مبارك بوعشة "الأزمة المالية الجذور، الأسباب والآفاق" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف)

³ <http://www.aldjazeera.net/NR/exeres/98AFF91P-83FO-4658-8DD216DBDAGF67AS.HTM> تاريخ الاطلاع

2013/01/23.

⁴ ابراهيم عبد العزيز النجار، نفس المرجع ص42.

⁵ موسوعة ويكيبيديا، مرجع سابق

⁶ محمد عبد الوهاب العزاوي، مرجع سابق ص56.

- 16 سبتمبر 2008: "قرر بنك الإحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية التدخل لإنقاذ أكبر مجموعة تأمين في العالم وهي "AIG" عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها"¹.
- 17 سبتمبر 2008: "البورصات العالمية تواصل تدهورها والبنوك المركزية تكشف العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية، والبنك البريطاني لويترز تي أس بي البريطاني يوافق على انقاذ مصرف إتش بي أو أس الذي يقدم قروض الرهن العقاري بالاستحواذ على كامل أسهمه.
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي السابق جورج بوش يوجه نداء إلى "التحرك فوراً" بشأن خطة إنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- 23 سبتمبر 2008: أميركان إنترناشيونال جروب (أي أي جي) توقع اتفاقاً لاقتراض 85 مليار دولار من الإحتياطي الإتحادي الأمريكي، وهو جزء رئيسي من خطة الإنقاذ الحكومية التي تمتلك الحكومة بموجبها حصة 79.9% في أي أي جي.
- 25 سبتمبر 2008: الحكومة الأمريكية تعلن عن اغلاق صندوق واشنطن ميونشيوال في أكبر حالة انهيار بنك أمريكي. ويتم بيع أصول الصندوق إلى مؤسسة جي بي مورغان المالية بـ 1.9 مليار دولار"².
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وبورصة وول ستريت تنهار، كما تراجعَت البورصات الأوروبية بقوة هي الأخرى وفي وقت سابق خلال النهار، وفي اللحظة ذاتها واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعها مانعة البنوك من إعادة تمويل ذاتها، وقبل رفض الخطة، أعلن بنك "ستي غروب" الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطة الفيدرالية، وفي البرازيل تم تعليق جلسة تداول في البورصة التي سجلت خسارة 10%.
- 10 أكتوبر 2008: "مجلس الشيوخ يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة"³.
- 10 أكتوبر 2008: "مؤشر نيكبي في بورصة طوكيو ينخفض بـ 10% في أكبر هبوط له في يوم واحد منذ 1987، ويلتقي وزراء المالية ورؤساء البنوك المركزية بمجموعة السبع في واشنطن ويتعهدون بمنع البنوك الرئيسية من الانهيار والعمل مما يوقف الأزمة. كما أعلن صندوق النقد الدولي تأييده للخطوة في اليوم التالي.

¹ ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق ص44.

² محمد عبد الوهاب العزاوي، مرجع سابق ص58.

³ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص107.

- 19 أكتوبر 2008: تكشف كوريا الجنوبية عن خطة إنقاذ بـ 13 مليار دولار تعرض من خلالها ضمانات على الديون الأجنبية وتعد بزيادة رؤوس أموال المؤسسات المالية¹.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية

لقد ساهمت عوامل متعددة في تشكيل وانفجار الأزمة المالية العالمية التي بدأت بوادرها الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية لتشمل باقي دول العالم، محدثة سلسلة من التداعيات التي لم تبلغ مداها بعد ويمكن تقسيم أهم الأسباب التي كانت وراء إندلاع الأزمة المالية العالمية إلى قسمين رئيسية وأسباب أخرى.

1- الأسباب الرئيسية:

1-1 أزمة الرهن العقاري:

" إن السبب الرئيسي للأزمة هو موضوع الرهن العقاري، على اعتبار العقار في أمريكا أكبر مصدر للإقراض والاقتراض"².

حيث أن "توسع البنوك في الائتمان العقاري أدى إلى عدم التدقيق في مقدرة العميل على سداد الأقساط في مواعيدها المحددة فإن البنك يمنح القرض العقاري وي طرح سنداتها للبيع في البورصة ويحصل على قيمة القرض مضاف إليها ما حققه من أرباح نتيجة مضاربات البورصة الأمر الذي أدى إلى طرح هذه القروض دون دراسة مقدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم وعلى مدى عامين ونصف من تعثر الكثير من المدينون، الأمر الذي معه لا يمكن لأي جهاز مصرفي في العالم الاستلاء على عقاراتهم المرهونة وعرضها للبيع مع الكساد المالي فإن أسعار العقارات سوف تنهار ويؤدي إلى خسائر رهيبية، تفاقم هذه المشكلة أدى إلى امتناع المضاربين في البورصة عن شراء سندات الرهن العقاري وانهارت قيمتها في البورصات الأمريكية الأمر الذي يؤثر سلبا على مقدرة البنوك الأمريكية التي توسعت بشكل كبير في قروض الرهن العقاري وتعثرها ماليا في الوفاء بالتزاماتها في أزمة سيولة طاحنة"³.

¹ ويكيبيديا الموسوعة الحرة "كرونولوجية الأزمة المالية" مرجع سابق

² محمد بوزهرة، رفيق مرزوقي "الأزمة المالية العالمية وآثارها على الاقتصاديات العربية" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف)

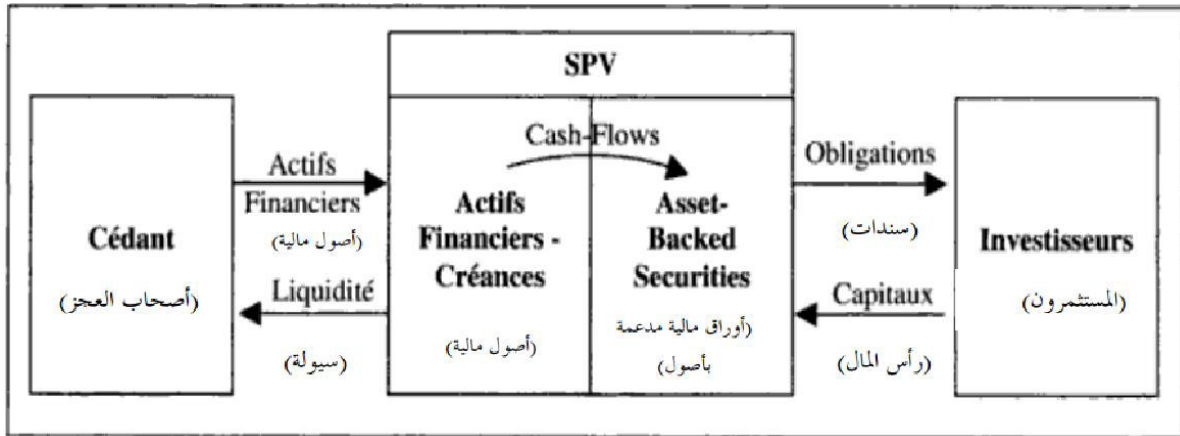
³ حسين بورعدة "الأزمة المالية العالمية الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي تحت عنوان "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف)

2-1 التوريق:

"لم تكن المؤسسات المالية التي اعتادت على تقديم القروض العقارية تتوقف عند ذلك الحد، حيث كانت تقوم بتوريق هذه القروض في شكل سندات وتطرحها في سوق الأوراق المالية فتتحول المخاطر إلى هؤلاء المستثمرين حاملي هذه السندات"¹.

"وعملياً التوريق تتضمن في شكلها الأساسي خطوتين، في الخطوة الأولى تحدد إحدى الشركات (البنوك) التي لديها القروض وأصول أخرى منتجة للدخل، الأصول التي تريد إزاحتها من ميزانيتها، وتجميعها فيما يطلق عليها "المحفظة المرجعية" وبعدها تقوم ببيع هذا الأصل المجمع إلى أحد مصدري الأوراق المالية باعتباره أداة لتحقيق غرض معين، وفي الخطوة الثانية يقوم المصدر بتمويل حيازة الأصول المجمعة عن طريق إصدار سندات قابلة للتداول تدر سعر فائدة يتم بيعها إلى المستثمرين في سوق رأس المال"².

الشكل رقم (1-1): سيرورة عملية التوريق



Source: Bruno Colmant, Vincent Delfosse, Louis Esch, les obligations: concepts financiers et comptables essentiels, édition de Boeck, Bruxelles 2004, P 98.

¹ ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق ص 50.

² ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق ص 14.

1-3 المشتقات المالية:

" التطور الحديث الأهم في عولمة المال هو بروز المشتقات المالية مثل العملات والفائدة ومؤشرات الأسهم و السندات، فالمنتج المشتق هو عقد تعتمد قيمته على سعر بعض الموجودات الأساسية. الأنواع الثلاثة من المشتقات المالية هي : العمليات المستقبلية والعمليات الآجلة والمقايضات. والعنصر الاساسي في هذه المشتقات هو أن بإمكان أي فرد ن يشتري ويبيع جميع الأخطار المتعلقة بأحد الموجودات الأساسية من غير أن يتاجر بالموجودة بحد ذاتها. من ناحية ثانية، الخيارات هي الحق بشراء أو بيع أي صنف معين مثل الأسهم والعملات لقاء سعر محدد مسبقا خلال فترة محددة من الوقت"¹.

1-3-1 دور المشتقات المالية في حدوث الأزمة المالية العالمية:

" عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدامها لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق فكأن البنك لم يكتفي بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات، بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، فالبنك يمنح محفظته من الرهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية.

وهكذا فإن العقار الواحد يعطي لمالكها الحق في الاقتراض من البنك حيث يغيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى"².

"والتوسع الكبير في اشتقاق هذه الأدوات التي تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل، ونظرا لانهايار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات، وحدث زعر في الأسواق المالية نتيجة لتزاحم الجميع على تصفية مساكنهم فانخفضت مؤشرات السوق، ومن العجب أن من أهم أهداف هذه المشتقات هو مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث وأظهرت الأزمة عجزها حتى عن حماية نفسها"³.

¹ ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق ، ص16.

² محمود سحنون، سميرة محسن "المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف).

³ جميلة الجوزي "أسباب الأزمة المالية وجنورها" recom.po/f0www.jinan.edu.lb/conf/money/ تاريخ الاطلاع 2013/03/28

1-4 ضعف وعدم كفاية اجراءات الرقابة في القطاع المالي وهشاشة التطبيق:

"ومن أسباب الأزمة أيضا غياب اجراءات كافية للرقابة والضبط أو التراخي في تطبيقها إن وجدت، فقد شاع في القطاع المالي مناخ التساهل والتغاضي عن القواعد السليمة لمنن الائتمان والتقاعد عن تطبيق الضوابط على ملائمة المؤسسات الائتمانية"¹.

" هذا الضعف أدى إلى عدم احترام الكثير من البنوك للاحتياط الائتماني الأدنى، كما تم ادخال مايعرف بقبود خارج الميزانية لتسجيل عمليات شراء الأصول المرتبطة بالتمويل العقاري والتي لم تكن تخضع للقيود الرقابية، كما تم تركيز وبيعاز من الحكومة الأمريكية أصول التمويل العقاري في مؤسستي الإقراض العقاري "fannie mac" و "freddin mac" من أجل تمكين ذوي الدخل المتوسطة والمنخفضة الاستفادة من القروض العقارية"².

2- الأسباب الثانوية:

إذ كانت العوامل السابقة من أهم الأسباب الرئيسية للأزمة العالمية فإن هناك أسباب أخرى ثانوية ساهمت أيضا في نشأة الأزمة أو في تفاقمها ويمكن إجمال أهمها فيما يلي:

2-1 انعدام الثقة بين المؤسسات:

"من الأسباب المألوفة للأزمات المالية اهتزاز الثقة في اقتصاد دولة ما، أو في قيمة عملتها غير أن هذه المسألة أخذت بعدا آخر خلال الأزمة المالية العالمية، حيث غابت الثقة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم فيما بينها، وكان ذلك من أهم الأسباب التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية إذ امتنعت هذه المؤسسات عن اقراض بعضها تحسبا لزيادة إقبال المودعين على أموالهم لديها، وخشيتهم من عجز هذه المؤسسات عن رد تلك الأموال، خاصة بعد انتشار الهلع والذعر بين المودعين واقبالهم الشديد على سحب أموالهم من البنوك"³.

¹ [HTTP://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12](http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12) تاريخ الاطلاع 23/01/2013

² ساعد مرابط "الأزمة المالية العالمية 2008 الجوزور والتداعيات" (مداخلة ضمن أعمال ملتقى دولي تحت عنوان "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف)

³ ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص66.

2-2 انتشار الفساد الأخلاقي:

"الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية، وهذه الموبقات تؤدي إلى الظلم وهو ما يقود إلى تدمير المظلومين عندما لا يستطيعون تحمله"¹.

" وليس ألم على النفس من أن يرى الانسان ماله يؤكل بغير وجه حق، أو ينزع منه قصرا بغير رضا وقناعة، ومهما تظاهر بالرضى فإنه لمضطر أو استسلام المحتاج، لأن الضرورة وحدها هي التي ألجته إلى الخضوع للمرابي"².

2-3 نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى:

" أي استبدال قرض واجب السداد يقرض جديد بسعر فائدة مرتفع، وهذا يلقي أعباء إضافية على المقترضين المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول. بسبب سعر الفائدة الأعلى"³.

2-4 التوسع في منح بطاقات الائتمان (credit card) بدون رصيد:

" والتي تحمل صاحبها تكاليف عالية وهذا من أسباب الأزمة وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية، زيد له في سعر الفائدة، وهكذا حتى يتم الحجز عليه أو رهن سيارته أو منزله، وها ما حدث فعلا للعديد من حاملي هذه البطاقات وقادت إلى خلل في ميزانية البيت وكانت سببا في أزمة بعض البنوك الربوية"⁴.

¹ مصطفى العمواسي وآخرون ، مرجع سابق، ص19.

² <http://ieppedia.com> مرجع سابق.

³ مصطفى العمواسي وآخرون ، نفس المرجع ص20

⁴ <http://www.swalb.net/softs/swalif12/softs244276> 24/01/2013

المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية في الدول العربية

"انعكست الأزمة المالية الأمريكية على معظم اقتصاديات العالم حتى أنها أصبحت تلقب بالأزمة المالية العالمية. وبما أن الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها سوف تتأثر سلبا بهذه الأزمة، بل في واقع الأمر قد تأثرت بالفعل ومدى تأثر الدول العربية والعالم الخارجي"¹

المطلب الأول: آثار الأزمة المالية على الدول العربية

يمكن تقسيمها من حيث مدى تأثيرها بالأزمة إلى ثلاث مجموعات وهي:

المجموعة الأولى: "ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة، وهي دول مجلس التعاون الخليجي. وتقدر الاستثمارات العربية بالخارج بحوالي 2.4 تريليون دولار، مملوكة للحكومات والأفراد ومعظمها لدول الخليج. وتشير بعض التقديرات إلى أن خسائر صناديق الثروات السيادية في الدول الناشئة بما فيها دول الخليج والتي تقدر خسائرها وحدها بحوالي 3.1 تريليونات دولار"².

"كما أن صادراتها تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي، ويعتبر النفط هو المصدر الرئيسي للدخل الوطني، وقد لوحظ جراء تداعيات الأزمة انخفاض أسعار النفط خلال فترة قصيرة إلى أكثر من النصف حيث انخفض من 147 دولار للبرميل إلى نحو 39.5 دولار للبرميل وهي نسبة كبيرة جدا ومما لا شك فيه أن هذا الانخفاض الحاد سينعكس على الفوائض المالية والأرباح العربية حيث يستحوذ البترول على 75% من الصادرات العربية وأيضا سيؤثر على وضع الموازنات العامة القادمة وعلى معدلات النمو الاقتصادي"³.

"أما بالنسبة للبورصات فإن حالة الخوف والفرع هي التي أصابت المستثمرين في العالم كله ابتداء من أمريكا حيث انهارت بورصة "ول ستريت" إلى بورصة اندونيسيا التي أغلقت أبوابها مرورا بالبورصات في معظم دول العالم ومنها إلى البورصات العربية وخصوصا الخليجية".⁴

المجموعة الثانية: "وهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة أو فوق المتوسط، ومنها مصر والأردن وتونس، تأثرها الأزمة أقل من دول المجموعة الأولى بإستثناء تأثر البورصات فإنه مستوى تأثر البورصات المجموعة الأولى"¹.

¹ مصطفى العماسي وآخرون ، نفس المرجع ، ص50

² نفس المرجع ،ص51

³ <http://www.docstoc.com/docs/145132755> تاريخ المشاهدة 2013/03/23

⁴ مصطفى العماسي وآخرون، نفس المرجع ص51.

ومن بين الآثار التي تشهدها هذه الدول نجد²:

- تأثر السياحة العربية بشكل كبير.
- انخفاض معدل نمو الاقتصاد المصري الحقيقي.
- انخفاض قيمة الجنيه المصري، بكل ما يعنيه من زيادة في الأسعار وفقدان الثقة في الاقتصاد.
- ارتفاع مطرد في نسبة البطالة.

المجموعة الثالثة: "الدول ذات درجة الانفتاح المنخفضة، ومنها السودان وليبيا، لأن درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي محدودة على الدولتين والخطر المفروض على الثانية آنذاك كان التأثير محدوداً أيضاً"³.

"كما قامت كل من الحكومات المملكة العربية السعودية والأمارات والكويت أعلنت عن ضمانها لكافة الودائع في مصارفها، وضخت مبالغ ضخمة فيها في محاولة لترميم الثقة بين المواطنين، وهذه المصارف ودفعهم لعدم سحب أرصدهم من هذه المؤسسات المالية ولتعزيز الثقة بين المصارف ذاتها"⁴

المطلب الثاني: تأثير آثار الأزمة المالية العالمية على الإقتصاد الوطني

أفاد تقرير أعده صندوق النقد الدولي بعد إرساله خبراء اقتصاديون إلى الجزائر أن الأخيرة نجعت في حماية اقتصادها من تأثير الأزمة المالية، التي تعصف بالعالم اليوم وذلك من خلال قيامها بعدة اجراءات احترازية، ذكر التقرير منها الدفع المسبق لديونها الخارجية، والذي كان من شأنه أن يسبب للجزائر فاتورة غالية بعد ارتفاع أسعار الفائدة في السوق الدولية بفعل الأزمة، وكذا اجراءات اقتصادية فعالة كفتح المجال للاستثمارات الأجنبية بطريقة منتظمة ومنسجمة مع قدراتها الاقتصادية المحلية.

¹ محمد عبد الوهاب، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية، (إثراء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى)، 2010، ص68.

² <http://www.docstoc.com/docs/145132755> مرجع سابق.

³ محمد عبد الوهاب، عبد السلام محمد خميس، المرجع السابق ص68

⁴ <http://www.docstoc.com/docs/145132755> مرجع سابق.

1- التأثير على القطاع المالي:

"أكد وزير المالية خلال تقرير قدمه عن الوضعية المالية للبلد أن الأزمة المالية لن تمس الجزائر بصفة مباشرة لكون النظام المالي الجزائري غير مندمج في النظام العالمي، وأنه لا توجد أي مخاوف من أن تكون للأزمة المالية التي يواجهها الاقتصاد العالمي حاليا أثر على الجزائر"¹ وذلك بسبب²:

- سيطرة القطاع العام على النظام المالي والإدارة الحريضة على الاحتياطات الدولية للبلاد.

- أن سياسة البلاد المالية منذ عام 2006 التي اتسمت بالسداد المسبق لدينها الخارجي، سمحت بتحسين الجزائر ضد التعرض لصدمة مالية خارجية.

- أن الأرصدة المالية الجزائرية التي تم توظيفها في بنوك دولية والمقدرة بحوالي 45 مليار دولار، جرى إيداعها في حسابات سيادية ذات مخاطرة محدودة جدا وبضمانات مؤكدة.

2- التأثير على قطاع الإنتاج:

الملاحظ من هذه الأزمة أن الجزائر التي تميزت بالعزلة المالية والاقتصادية النسبية والاقتصاد شبه المغلق قد تجنبت التأثير المباشر بالأزمة على المدى القريب رغم الارتفاع الذي حصل في الصادرات خارج المحروقات إلا أنه تبقى السند هامشية ولا تمثل سوى 2.12% من الحجم الإجمالي للصادرات، بغض النظر لصادرات المحروقات التي تعتبر أهم مبيعات الجزائر نحو الخارج بنسبة 97.88%، لكن اعتمادها على منتج واحد هو السبب الوحيد والرئيسي الذي جعل تداعيات الأزمة تتسارع إلينا رغم سيطرة الحكومة الجزائرية على الوضع الحالي ولو بشكل نسبي ومؤقت، إلا أن الأزمة جعلت بإعادة النظر في هيكلية الاقتصاد الجزائري وبناء قاعدة إستراتيجية وطنية تقوم على تنويع الاقتصاد، بعيدا عن أحادية تنويع المحروقات المتذبذبة في كل الأحوال هبوطا وارتفاعا"³.

3- التأثير على قطاع المحروقات:

" أثرت الأزمة المالية العالمية على اقتصاد الجزائر الذي يعتمد سياسة (الكل بترول) في اقتصادها والتي تمثل 97% من صادرات البلاد حيث تتوقف كل الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية وسياسة التنمية على

¹ <http://www.docstoc.com/docs/145132755> المرجع سابق

² نفس المرجع

³ الشيخ الداوي، "الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها" (مداخلة ضمن اعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي" المنعقد في الفترة 13-14 مارس 2009 بجامعة لبنان).

عائدات النفط ولاشيء غيرها فنقص المداخيل من النفط تؤدي إلى نقص الانفاق بنوعيه الاستهلاكي والاستثماري، لكن إذا نظرنا إلى خطة الإقتصاد الوطني على المدى القريب نجده مضمونا قد سيطرت الحكومة الجزائرية نسبيا على الوضع رغم التغيرات التي حصلت في أسعار البترول وأكد وزير الحكومة خلال عرضه لمخطط عمل الحكومة على نواب المجلس الشعبي الوطني، أنه حتى وإن حدث احتمال نزول أسعار النفط إلى حدود 30 دولار، فالجزائر بإمكانها توفير احتياطي من العملة الصعبة خلال السنوات الخمس المقبلة لا يقل عن 50 مليار دولار. وهذا من خلال المؤشرات الإيجابية التي سجلتها مؤخرا في اقتصادها الكلي وأيضا هناك استثمارات على المستوى القاعدي واستثمارات طاقوية وإحتياطات الدولة المطمئنة التي من شأنها ضمان اقتصاد معتدل على المدى القريب"¹.

ومن خلال هذا الجدول سوف نعرف صادرات البترولية في الجزائر واستهلاك العام للوطن خلال الفترة 2000 و2007.

جدول رقم (1-1) : صادرات وإستهلاك البترول في الجزائر 2000 و 2007
الوحدة 10³طن

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صادرات البترول الخام	55.000	53.000	56.000	63.000	71.000	75.000	74.000	56.000
إستهلاك الوطني للبترول	27.619	27.610	29.195	30.644	32.161	34.469	35.380	35.976

Source Ministère de l’Energie et des Mines – Bilan du Secteur de l’Energie et des Mines 2000–2007

نلاحظ من خلال الجدول أن هناك تغيرات في الصادرات لكنها إرتفعت بشكل كبير خلال الفترة 2003 و2005 هذا نتيجة إرتفاع أسعار البترول وأيضا إرتفاع قيمة الدولار الأمريكي مما أدت إلى زيادة في صادرات

¹ <http://www.docstoc.com/docs/145132755> المرجع سابق

البلد لكن حصل إنخفاض في 2007 هذا نتيجة ظهور أولى تداعيات الأزمة لكن هذا الإنخفاض لم يكن مؤثرا كثيرا على الإقتصاد لأنه حتى و إن إنخفض فلم تعدى 50%.

المطلب الثالث: السياسات الاحتوائية الإقليمية للأزمة المالية

1- دور المؤسسات الأمريكية في إحتواء الأزمة المالية:

"تصدت جميع المؤسسات المالية الأمريكية للأزمة المالية العالمية، فور اندلاعها على نطاق واسع، ووقفت القيادة السياسية الأمريكية وراء هذه المؤسسات بكل ثقلها، حتى نجحت في التصدي غير المسبوق، في التاريخ المعاصر من دولة رأسمالية عظمى، تعمل بنظام السوق الحر، فبمجرد إعلان بنك "ليمان برادرز" عن إفلاسه في منتصف شهر سبتمبر سنة 2008، أدركت الحكومة الأمريكية أن أزمتها المالية التي كانت تواجهها على مدى ما يزيد على العام ونصف العام قد دخلت في مرحلة الأزمات المالية الكبرى، واستفادت من تجربتها في ثلاثينيات القرن الماضي، فأدركت العواقب غير المحمودة للتهاون في التعامل مع هذه الأزمة، وأعدت وزارة الخزانة خطة عاجلة لإنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة، عرفت بخطة الإنقاذ المالي، وتولى الرئيس الأمريكي (جورج بوش) بنفسه الإعلان عنها ومساندتها، بل أنه وصفها بأنها "... تبعث بإشارات قوية إلى الأسواق حول العالم بأن الولايات المتحدة جادة بخصوص استعادة الثقة والاستقرار في نظامها المالي"، وأكد على أهمية هذه الخطة في تجنب الإقتصاد الأمريكي لكارثة محققة، كما أكد على تدني التكلفة النهائية لها. باعتبار أن الأصول الخطرة التي تمتلكها الدولة بموجبها قادرة على تعويض خسائرها في المستقبل، عندما تتعافى هذه الأصول وتبيعها الدولة فيما بعد"¹.

ورغم كل ما ساهمت به هذه الخطة في انقاذ الكثير من البنوك والمؤسسات المالية إلا أنها تعتبر مسكنات آنية لا أكثر، تم بها وقف الانهيار وإعادة جزء من الهدوء والثقة للأسواق في المدى القصير، حيث انحصرت خطة الإنقاذ على التدخل المباشر في السوق دون أي معالجة للاختلالات الجوهرية التي أدت إلى حدوث الأزمة"².

2- خطة دول منطقة الأورو:

"عقدت مجموعة اليورو اجتماع في باريس بتاريخ 12 أكتوبر 2008، وبمبادرة مباشرة من الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" لتنسيق الخطوات لمواجهة الأزمة، والعمل على استعادة الثقة في النظام المالي والمصرفي

¹ ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 103-104.

² محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 129.

الأوروبي، وحضر القمة زعماء فرنسا وبريطانيا وألمانيا وإيطاليا وأكدوا على ضرورة تقديم الدعم للنظام المصرفي المتضرر من الأزمة.

أعلنت كل الدول الأعضاء تفاصيل خططها لإنقاذ نظامها المالي والمصرفي وذلك تطبيقاً لخطة العمل التي تبنتها القمة الأوروبية، كما قدمت المفوضية الأوروبية خطة شاملة من حوالي 200 مليار يورو لانتشال الإقتصاد الأوروبي من الأزمة المالية والإقتصادية العالمية، وفي بيانه الختامي أعلن مؤتمر القمة على زيادة ممارسة الضغوط على واشنطن لإصلاح بسرعة وبدقة نظامها المالي وجعله متجانساً ومتناسقاً مع كل دول العالم¹.

"في بريطانيا: تم تخصيص 37 مليار جنيه استرليني (مايعادل 63.3 مليار دولار) لشراء أسهم في عدد من كبرى البنوك البريطانية، وأصبحت الدولة بذلك أكبر مساهم في العديد من البنوك، من أشهرها بنكي "رويال بنك أوف اسكتلندا" "ROS"، و "اتش بي أواس" "HBOS".

وفي فرنسا: أعلن الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي" أن بلاده أعدت خطتين لمساعدة البنوك على التغلب على الأزمة المالية:

- الأولى بقيمة 300 مليار يورو، كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك.

- والأخرى بقيمة 40 مليار يورو للحصول على حصص في الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة.

وفي ألمانيا: أعلنت المستشارة الألمانية "انجيلا ميركل" عن خطة إنقاذ مالية قيمتها 500 مليار يورو، ثم بموجبها تأسس "صندوق لاستقرار الأسواق المالية"، لدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية حتى نهاية 2009، مع تخصيص 400 مليار يورو كضمانات مصرفية، بالإضافة إلى توفير 100 مليار يورو، من بينها 80 مليار يورو لإعادة رسملة المؤسسات المصرفية².

وفي إيطاليا: حاولت السلطات ومديرو البنوك تهدئة الأسواق، من خلال إطلاق تصريحات مفادها، أن المخاطر التي تتعرض لها إيطاليا من اضطرابات الأسواق المالية محدودة بفضل ممارسات الإقراض المتحفظة، وأعلنت الحكومة الإيطالية عن إطلاق خطة تستهدف استقرار السوق كإجراء "إحترازي" لإنقاذ البنوك والودائع البنكية حتى لا يتعرض أي بنك للإفلاس. يتوفر تمويل إنقاذ بقيمة 20 مليار يورو لقطاع البنوك³.

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص130.

² ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 114-117

³ نفس المرجع، ص118

3- الدول السبع الصناعية تضع خطة لمواجهة الأزمة المالية:

"وضعت مجموعة دول السبع الصناعية الكبرى في اجتماعها ايلول 2008 في العاصمة الأمريكية واشنطن "خطة تحرك" من خمس نقاط لمواجهة الأزمة المالية العالمية كما تعهد أعضاؤها بمنع إفلاس المصارف الكبرى. وبعد اجتماع شارك فيه وزراء المالية وحكام المصارف المركزية في الدول السبع، وهي الو.م.أ، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان وكندا، قال بيان لوزارة الخزانة الأمريكية أن المجموعة اتفقت على أن الوضع الراهن "يتطلب عملاً عاجلاً واستثنائياً". وتعهد المجتمعون بمواصلة العمل معاً من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي، كما اتفقوا على اتخاذ إجراءات حاسمة واستعمال جميع الوسائل الممكنة لدعم المؤسسات المالية الكبرى والحيلولة دون إفلاسها.

كما تعهدت مجموعة السبع بإتخاذ "جميع الاجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة والرساميل"، فضلاً عن المطالبة بتحركات ملموسة لاستعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم عن طريق ضمانات "قوية ومتماسكة" من قبل السلطات العامة¹.

4- الخطة الأوروبية الآسيوية :

"عقدت القمة الأوروبية الآسيوية في "بكين" بتاريخ 25 أكتوبر 2008، وحضر القمة زعماء 45 دولة من بينها 27 دولة من الاتحاد الأوروبي والبلدان العشرة في الآسيان "ASEM"، إضافة إلى الصين وكوريا الجنوبية واليابان والهند وباكستان ومنغوليا الداخلية، هذه البلدان تنتج وحدها 60% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي"².

هناك العديد من الاقتراحات والحلول تقدم بها مسؤولو البلدان الأوروبية خلال قمة "بكين" ترجمت إلى اجراءات اقتصادية ونقدية ومالية وتشريعية إضافة إلى مجموعة من الوصايا تمحورت حول إصلاح المنظومة المالية العالمية الرأسمالية للخروج من الأزمة المالية الخطيرة والتي أهمها³:

- إعادة النظر في القواعد المحاسبية الحالية غير الشفافة.

- دعم صندوق النقد الدولي.

¹ مصطفى العمواصي وآخرون، مرجع سابق، ص140

² نفس المرجع، ص 140.

³ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص131

- تشجيع التعاون بين المراكز المالية غير المقيمة في البلدان.

- الحد والتنقيص من المكافآت والأجور الذهبية.

- تحسين التشريعات الخاصة بتقديم الائتمان.

- تنظيم وتأطير عملية السندات أو ما يسمى بالتسنييد.

5- الدول العربية واحتوائها للأزمة :

"إن دول مجلس التعاون الخليجي اتبعت سياسة خفض أسعار الفائدة حيث قام البنك المركزي السعودي بخفض معدل سعر "الريبو" العكسي بنسبة 50 نقطة أساس ليصل إلى 3.50%.

والبحرين خفضت أسعار الفائدة على الودائع لمدة أسبوع وأسعار الفائدة على الودائع ليوم واحد بواقع 50 نقطة أما دولة الإمارات العربية فقد خفضت سعر إعادة الشراء بنسبة 75 نقطة أساس ليصل إلى 3.50%، وخفض بنك الكويت المركزي سعر الخصم من 6.25% إلى 5.75% وسعر إعادة الشراء من 4.50% إلى 4%¹.

"إن العالم العربي لن يكون محصنا على الأرجح من تداعيات هذه التطورات فالعولمة الاقتصادية جعلت أسواق الأسهم العربية مثلاً سريعة التأثر بما يحدث في الأسواق العالمية ولو نفسياً، كما أن تباطؤ معدلات النمو الإقتصادية العالمية سيؤدي إلى تراجع الطلب على النفط الذي يشكل حوالي 60% من إجمالي الصادرات العربية هذا بالإضافة إلى احتمالات تأثر الاستثمارات العربية في الخارج التي تقدر بمليارات الدولارات بهذا الوضع"².

6- خطة مجموعة العشرين:

"في 15 نوفمبر 2008 عقدت في واشنطن القمة الإقتصادية العالمية لمجموعة دول العشرين لوضع "خارطة طريق" لمواجهة الأزمة المالية والإقتصادية العالمية"³، وتمثل دول مجموعة العشرين حوالي 90% من حجم الإقتصاد العالمي و 80% من التجارة الدولية، ومن دولها الو.م.أ ، كندا وبريطانيا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا وروسيا واليابان.

¹ مصطفى العمواسي وآخرون، مرجع سابق، ص64

² مصطفى العمواسي وآخرون، نفس المرجع ، ص65.

³ بوعشة مبارك "الأزمة المالية، الجذور، الأسباب و الآفاق"، (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف)

أكدت مجموعة العشرين في بيانها الختامي على ضرورة تعزيز الاشراف على النظام المالي العالمي وتنسيق أفضل السياسات الاقتصادية لمنع وقوع أزمات مالية أخرى، وتوصلت إلى خطة عمل لتنظيم أسواق المال العالمية بشكل أفضل، واتخاذ خطوات لوقف التراجع الاقتصادي العالمي وإنقاذ الاقتصاد العالمي من الركود، وأكدت القمة على ضرورة إصلاح نظام السوق المالي العالمي وضرورة الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية¹.

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص132

خلاصة الفصل الأول:

خلاصة القول أن الأزمة المالية التي يتعرض لها حالياً القطاع المالي الأمريكي بشكل خاص سببها الوحيد يعود إلى عدم نمو حجم المصارف بالدرجة نفسها التي نما فيها سوق الإقتراض المفرط و الغير المسؤول أدى هذا إلى عدم الإستقرار الذي ما زال مسيطراً على الأسواق العالمية بسبب الشكوك حول مستقبل الإقتصاد الأمريكي، خاصة مع إستمرار تدنى المؤشرات الإقتصادية الكلية، ومع عدم وجود بوادر إيجابية تشير إلى حل مشكلة الإئتمان الراهنة، و بغض النظر عن الأسباب و الآثار التي نجمت عن الأزمة و حتى في طريقة معالجتها سوف تؤدي بدون شك إلى مراجعة كبيرة وإعادة النظر في الممارسات المالية التي إعتبرت حتى إلى وقت نشوب هذه الأزمة من المسلمات المستقرة في الصناعة المالية والمصرفية وقد أدت نتائج هذه الأزمة إلى إستخلاص دروس أهمها :

- عدم الإستهانة أبداً بأهمية التقييم السليم لدرجة المخاطر .
- الحاجة إلى مزيد من الإفصاح والشفافية.
- تشديد الرقابة ووضع ضوابط للعمل المالي والمصرفي والإقتصادي.
- ضرورة الحذر من المبالغة في التعامل بالمنتجات المالية المعقدة مثل المشتقات وغيرها.
- ضرورة عدم السماح بنسب عالية للمديونية في المراكز المالية للمؤسسات أو صناديق الإستثمار .
- التعاون الدولي الموحد الذي يقوم على المشاركة في القرارات ومعالجة الخلل وإيجاد الحلول و هذا بهدف تحقيق المصلحة العامة.

لا بد من تعلم الدروس، ولكنها يجب ألا تقتصر على تشريع القطاع المالي، ولا على السياسة النقدية بل تكون قائمة على إصلاحات هامة من شأنها تصحيح مسار الرأسمالية وسياسة الإقتصاد الحر بشكل يوفر للإقتصاد العالمي استقراراً مالياً وإقتصادياً أفضل.

تمهيد:

إن وجود سوق المال يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساته المالية والتي وظيفتها الأساسية تكمن في تعبئة المدخرات وتوجيه هذه المدخرات لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة، ويتم تطوير سوق المال في جانب العرض، وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، وأما من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لمدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطاتها، وفي البلدان المتقدمة يكفي التطوير من أحد الجانبين حيث أن النسق الاجتماعي والاقتصادي السائد يتكفل بتطوير الجانب الآخر.

أما في البلدان المتخلفة والنامية فإن هذا التطور لا بد أن يشمل الشقين معا، فليس جدوى من زيادة العرض دون أن يكون هناك طلبا كافيا من قبل المستهلكين.

ومن هنا يظهر دور المؤسسات المالية التي يتكون منها سوق المال والتي ينبغي أن تقوم بدور فعال في تجميع المزيد من المدخرات وما يتبع ذلك في تنشيط سوق المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة.

كما تعد السوق المالية النظام الأوسع والأشمل التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقا لأغراض التمويل، منها يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية، ومنها تمويل عمليات التشغيل. طبقا لهذا التصنيف يمكن تقسيم السوق المالية إلى سوق نقد وسوق رأس المال.

المبحث الأول : ماهية الأسواق المالية

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصاديات العالمية، والتي ارتبط تطورها تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم الرأسمالي.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأهميتها

سننتقل في هذا المطلب إلى مفهوم السوق المالية بمجموعة من التعاريف المقدمة ولما لها من أهمية .

1- مفهوم الأسواق المالية:

هناك عدة تعريف للأسواق المالية نستعرض منها مايلي:

تعرف الأسواق المالية على أنها " المكان المنظم لتداول الأسهم والسندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تنتوع وتختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثماراتهم في تلك الأوراق المالية، كما انه يعتبر المكان المناسب الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد والوحدات ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لها"¹.

وتعرف أيضا " عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمستثمرين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو شركات العاملة في هذا المجال"².

ويمكن تعريفها بأنها " أماكن تجتمع فيها طلبات بيع وشراء الأدوات المالية بمختلف أنواعها، والتي تؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول بين أطراف المكونة للسوق"³.

وتعرف أيضا بأنها " الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن يشترط توفر قنوات اتصال فعالة فيهما بين

¹ محمد الصرفي، البورصات، (مصر الإسكندرية، دار الفكر الجامعي، ط1، 2008)، ص 35.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، (عمان، الأردن، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، 2008)، ص 17.

³ نوزاد الهيبي، مقدمة في الأسواق المالية، (طرابلس، الجماهيرية الليبية، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث التطبيقية، 1998)، ص 27.

المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه"¹.

وفي تعريف آخر " هي سوق مستثمرة ثابتة في مكان تفاقم في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسياتها الشديدة فهي أول ما يتأثر بالكساد أو الراج ، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية في عوامل العرض و الطلب شأنها في ذلك شأن سلعة أخرى"².

هناك فروق بين التعاريف السابقة الذكر ويتحدث التعريف الأول على أن الأسواق المالية مكان منظم لتداول الأسهم والسندات ويعتبر أيضا المكان المناسب الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لها. كما تحدث التعريف الثاني على أن الأسواق المالية عبارة عن نظام يجمع بين البائعين والمستثمرين يمكنهم من شراء وبيع عدد من الأسهم والسندات. وفي التعريف الثالث كان المقصد من الأسواق المالية هو أنها أماكن تجمع فيها طلبات بيع وشراء الأدوات المالية . أما بالنسبة للتعريف الرابع فكان طرحه على أن الأسواق المالية هي الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية، بغض النظر عن المكان ، بشرط توفر قنوات إتصال فعالة، والتعريف الخامس كان يقصد به أن الأسواق المالية هي أسواق مستقرة ثابتة تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة، وتتسم بحساسيتها الشديدة ويتحدد فيها سعر الأوراق المالية بعامل العرض والطلب.

ومن خلال التعريفات السابقة نستخلص إلى التعريف التالي:

إن السوق المالية هي إطار أو مكان يتم فيه التعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات، إذ أنها تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة ويمكن القول إنها الوسيط الذي يعرض الأفراد أصحاب الفائض مدخراتهم رغبة في الاستثمار إما بشكل مباشر أو خلال الوسطاء على أصحاب العجز.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، (عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006)، ص 26.

² صلاح الدين حسين السيبي، " بورصات الأوراق المالية " ، (القاهرة ، مصر ، عالم الكتاب للنشر والتوزيع، ط1، 2003)، ص 5.

2- أهمية الأسواق المالية:

" من المتفق عليه بين علماء الاقتصاد وعلماء الاستثمار ، إن الأسواق المالية لم تعد ترفا اقتصاديا، وإنما ركنا أساسيا من أركان البنية المالية والاقتصادية في أية دولة"¹ ونستطيع أن نلخص أهمية وجودها بما يلي²:

- تمويل خطط التنمية التي تعد من الوظائف الأساسية للأسواق المالية.
- السوق المالي هو بمثابة وسيلة من وسائل الاستثمار وتشجيع المدخرات.
- وجود السوق المالي يؤدي الى منح قروض بتكلفة مناسبة خاصة اذا ما قورن بالاقتراض من الخارج.
- السماح في مباشرة السوق المالي لنشاطه بالعملات المقابلة للتحويل يمكن أن يؤدي الى تحويل هذا السوق الى سوق إقليمي أو دولي.
- وتكمن أهميتها أيضا في³:
- استقطاب رؤوس الأموال المجاورة الأجنبية إضافة لتلك المحلية.
- توفير إمكانية الاستثمار في مشاريع كبيرة وأساسية لعملية التنمية ، وبالتالي تشغيل اكبر عدد من اليد العاملة المحلية.
- استخدام مؤشرات حالة السوق وأداة للتنبؤ بالوضع الإقتصادي، وبالتالي تهيئة القرارات الإقتصادية اللازمة للتخفيف من حدة الأزمة الاقتصادية.

ويلخصها الأستاذ حسين بني هاني في⁴:

- مساعدة المستثمرين في الأوراق المالية على تسهيل استثماراتهم (أي تحويلها إلى نقود سائلة) بسرعة وبسهولة.
- حماية جمهور المستثمرين من عمليات النصب والاحتيال.

¹ حسين بني هاني، "الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة" ، (عمان، الاردن، دار الكندي، ط1، 2002)، ص 11.

² محمد الصرفي، مرجع سابق، ص 39.

³ عصام حسين، مرجع سابق، ص 29.

⁴ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 11.

المطلب الثاني : تقسيمات الأسواق المالية

السوق المالي ينقسم إلى قسمين :

1- السوق النقدي :

وهي سوق الأكثر سيولة والأكثر أمانا وتتعامل في أدوات الدين القصيرة والمتوسطة الأجل، وفي عرفت أيضا على أنها " السوق التي تتعامل في القروض القصيرة الأجل مثل أذون الخزانة ومدتها ثلاث شهور أو ستة شهور وتصدرها وزارة الخزانة ويكون معدل فائدتها مرتفعا نسبيا مما يشجع على الاستثمار فيها وتلجأ الحكومة إلى إصدار أذون الخزانة في حالة التضخم ، ويتم تداول أذونات الخزانة بيعا وشراء عن طريق البنك المركزي"¹.

2- سوق رأس المال :

يرى البعض بأن سوق رأس المال تتصف بدرجة مخاطر أعلى من السوق النقدي إلا أنها أكبر من حيث حجم الصفقات، "وهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة والمتوسطة الأجل، التي تزيد مدة اجلها عن سنة، سواء من خلال الإقراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية "².

" ويطلق عليه البعض اسم السوق المالي للاستثمارات طويلة الأجل ، ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق المالية أن هذا السوق اقل اتساعا من السوق النقدي، لكنه أكثر تنظيما حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة."³

وهي سوق للتعامل بالأسهم والسندات بيعا وشراء عن طريق الوسطاء وتسمى البورصة تلك السوق التي تكون مخصصة لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية.

وينقسم سوق رأس المال إلى قسمين :

1-2 الاسواق الحاضرة او الفورية:

وهي سوق تنتقل فيها ملكية الورقة للمشتري فورا، " و يتم فيها تداول الاوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين "¹.

¹ محمد الصيرفي ، مرجع سابق، ص 24.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص 20.

³ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 15.

وتتضم الأسواق الفورية مايلي:

2-1-1 السوق الأولية:

تتشأ في هذه السوق علاقة مباشرة بين مصدر الأوراق المالية والمكتتب بها لأن هذا السوق " يشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية ، وهي الإصدارات التي تتم بهدف الحصول على رأس مال الشركة الأساسي للشركات تحت التأسيس ، وبهدف زيادة رأس المال لشركات قائمة بالفعل ، وباختصار فان هذا السوق هو سوق الإصدارات الجديدة".²

ويتم الإصدار في السوق إما عن طريق³:

الاكتتاب العام: وهو الاكتتاب لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس، او من شركات قائمة بالفعل ، بغرض زيادة مواردها المالية.

الاكتتاب المغلق: وهو اكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط ويمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة من شركات الاكتتاب المغلق.

2-1-2 السوق الثانوية:

يتم تسهيل الأوراق المالية عن طريق السوق الثانوية الأمر الذي يجعل وجود السوق الأولية أمرا ممكنا، إذ أنها " سوق يتم التداول فيه الأوراق المالية شراء وبيعا عبر السماسرة و الوسطاء، ولذلك يطلق عليه سوق التداول (البورصة)، ويم التعامل في هذا السوق بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين"⁴.

"والسوق الأولي والسوق الثانوي أسواق منظمة يجري التعامل بها في أماكن محددة، وبأسلوب المزاد العلني، بمعنى أن هذه الأسواق أسواق مزايمة تعرض فيها كافة أوامر البيع والشراء على كافة المتعاملين في السوق في وقت واحد"⁵.

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص 20.

² حسين بني هاني، مرجع سابق، ص16.

³ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، (دمشق، سوريا، دار الفكر المعاصرة، ط1، 2002)، ص38.

⁴ عصام حسين، مرجع سابق، ص21.

⁵ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 16.

ويصنف السوق الثانوية طبقاً لصيغة تنظيمها إلى سوق منظمة وأخرى غير منظمة:

- السوق المنظمة: وهو سوق له مكان محدد تبرم فيه الصفقات، وعادة ما يطلق عليه بالبورصة . وهي على عكس الأسواق غير المنظمة، حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء، وان التعامل في الأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق وهناك شروط لتسجيل هذه الأوراق في البورصة.¹
- السوق غير المنظمة: أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) ام غير المسجلة فيها يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.²

وتصنف السوق الثانوية غير المنظمة إلى صنفين هما:

- السوق الثالثة: هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات، والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.³
- السوق الرابع: وهو السوق غير منظم أيضاً يجري التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في سوق الأوراق المالية، ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق. والسبب في قيام هذا النوع من السوق هو حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة وهي الكميات التي تبلغ 10000 سهم فأكثر وبأقل تكلفة ممكنة.⁴

¹ عبد الغفار الحنفي، رسيمة قريبا قص ، أسواق المال وتمويل المشروعات، (مصر، الدار الجامعية ، 2005)، ص 38.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص 22.

³ عصام حسين، نفس المرجع ، ص 21.

⁴ حسين بني هاني، مرجع سابق ، ص 17.

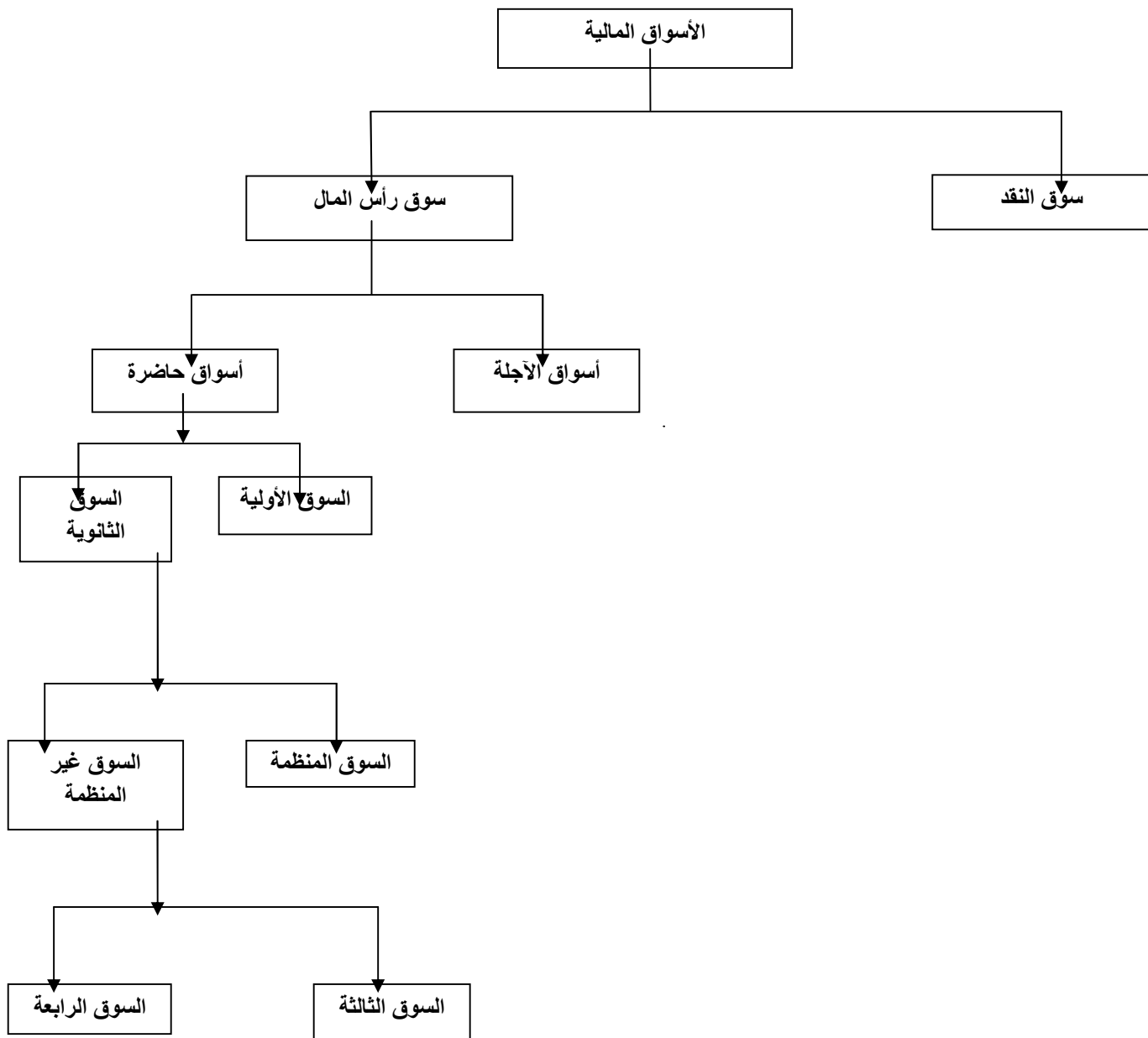
2-2 الأسواق الآجلة (المستقبلية):

ويتم التعامل فيها أيضا بالأسهم و السندات و لكن تنفيذ العقد يكون في تاريخ لاحق وتعرف بأنها " الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع والشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل"¹. وتعرف أيضا "بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من الأدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم والسندات)"². وهي أسواق الابتكارات المالية الحديثة التي تضم المشتقات المالية بكل أنواعها.

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص 20.
² معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، (عمان ، الأردن، صفاء للنشر والتوزيع، ط1، 2009)، ص 61.

وفي الأخير يمكن تلخيص أقسام الأسواق المالية في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): أنواع الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالب.

المطلب الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تمثل مؤشرات أسواق الأوراق المالية احد أهم المعلومات التي تهتم المستثمرين والمضاربين في الأسواق المالية، نظرا لأهميتها في توضيح اتجاهات الأسعار للمستثمر.

1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

"يمثل مؤشر السوق (Market index) قيمة رقمية مطلقة Absolute بصورة متوسطة Average أو أرقام قياسية Indices تصلح لعمليات المقارنة Comparing، والملاحظة والتتبع والقياس ، للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين (مقطع مستعرض Cross Section) والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيس سوق الأسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة.

لذلك فمؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار على حد سواء عن الباحثين"¹.

2- استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهتم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في السوق المالي، ومن أهم استخدامات المؤشر:

- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق: إذ أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي Analysis Financial) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حلة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق².
- يساعد في تليخيص حركة النشاط الاقتصادي: عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الاقتصادي ممكنا نسبيا من خلال تغيرات مؤشرات السوق³.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات - أوراق - بورصات، (عمان، الأردن، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط1، 2005)، ص 298.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص 39.

³ محمود محمد الداغر، نفس مرجع، ص 299.

- تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة¹.

3- أهم مؤشرات البورصات العالمية:

بشكل عام يمكن تقسيم المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية إلى مؤشرات متعددة وتختلف من دولة لأخرى ونذكر على سبيل المثال الأنواع التالية للمؤشرات:

3-1 مؤشر داو جونز للصناعة Daw Johnes industrial

" تم استخدام هذا المؤشر ابتداء من عام 1884، وهو يصدر لمتابعة سلوك بورصة نيويورك"²، "ويحتوي هذا المؤشر على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30 % من بورصة نيويورك"³، ويقيس مستوى أسعار أسهم ثلاثين شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في وول ستريت، وهذه الشركات تعتبر من اكبر وأقوى مجموعة الشركات الأمريكية، وبحسب هذا المؤشر كالاتي⁴:

$$D_j I_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

حيث:

$D_j I_t$: قيمة المؤشر في الفترة t

P_{it} : سعر السهم i في الفترة t

D_{adj} : المعامل المرجح في الفترة t

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص 40.

² قمجة عبد الرحمن، دراسة أداء أسواق الأوراق المالية في الدول المغاربية-دراسة حالة بورصة الجزائر - (مذكرة ماستر غير منشورة، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012)، ص 31.

³ عصام حسين، مرجع سابق، ص 50.

⁴ محمد الهاشمي حجاج ، مرجع سابق، ص 34.

2-3 مؤشر ستاندر اندبور Standard & Poor index 500

" يحتوي هذا المؤشر على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين)¹ .

وفيما يلي بعض مؤشرات البورصات في أهم الدول الأوروبية والأسبوية²:

- انكلترا

FT 30 : يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

FTSE 100 : المؤشر الأكثر شهرة ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70 % من إجمالي رسملة البورصة.

- فرنسا

مؤشر **CAC 40** : يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.

- ألمانيا

مؤشر **DAX** : يضم 30 شركة الأكثر تميزا المتداولة في بورصة فرانكفورت.

- اليابان

مؤشر **Nikkei** : يحتوي على 255 ورقة مالية تمثل حوالي 70 % من رسملة بورصة طوكيو.

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص 50.

² عصام حسين، نفس المرجع، ص 50.

4- أهم المؤشرات العربية:

يوجد العديد من المؤشرات أسواق المال العربية وسنختار المؤشر الأكثر شيوعاً لكل بلد عربي¹:

- مؤشر سوق عمان المالي (الأردن): بدأ سوق عمان المالي احتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية في عام 1992، وبدأت فترة الأساس بـ 100 نقطة، وهذا المؤشر يقوم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، ثم أصبحت 60 شركة عام 1994 و 70 شركة عام 2001.
- مؤشر أبو ظبي الوطني (الإمارات العربية المتحدة): وهو مؤشر مرجح بطريقة رسمية السوق ويضم 38 شركة مدرجة في سوق أبو ظبي ودبي للأوراق المالية.
- مؤشر سوق البحرين المالي (البحرين): بدأ إنشاء المؤشر عام 1989 وهو يحتسب بطريقة رسمية السوق ومرجح بـ 24 شركة.
- مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (الكويت): وهو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجح بالقيمة السوقية لـ 35 شركة.
- مؤشر العام للأوراق المالية (المملكة العربية السعودية): وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي ساما (SAMA) وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي، وعام 2001 كان عدد الشركات المدرجة هو 76 شركة.
- مؤشر مازي (MAZI) المغرب: وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية، لكونه مؤشر شاملاً للرسملة، وهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء.

¹ حسين قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية- (مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التنوير، العدد 11، 2011)، ص 91 - 110.

المبحث الثاني: الأوراق المالية في أسواق رأس المال

لكل سوق منتجاته الخاصة به الأوراق المالية هي منتجات أو سلع التي يتم تداولها في البورصة بيعة وشراء وتكون نتيجة إصدارات تقوم بها غالباً شركات المساهمة والحكومة. وفي هذا لمفهوم الأوراق المالية وأنواعها، وكيفية تقييمها.

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية

الأوراق المالية وهي ذات درجة مخاطرة عالية مقارنة بأدوات السوق النقدي وذلك لتذبذب أسعارها، وتعرف بأنها "أدوات الاستثمار المالي وهي تعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً، كما إنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية (الاسمية) للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظل ظروف معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت"¹.

"فحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة مثلاً لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة. كما أن لهم نصيب في أصولها وإن كان ليس من حقهم المطالبة به لاسيما بأن المنشأة ما تزال مستمرة (Going Concern). وكذلك في لحملة السندات نصيب في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيب في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة مقابل السندات المصدرة. أو في الأصول بصفة عامة، وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية"².

" لغرض التبسيط فإن المقرض يحصل على ضمان من المقرض كما هو شأن المصرف مثلاً، لغرض التصرف به عند حلول أجل الاستحقاق وعدم وفاء المقرض بوعده، والتصرف بالضمان يكمن المقرض الحصول على أصل القرض والدخل المتوقع منه خلال مدة الاستحقاق.

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 133.

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم-سندات-اوراق مالية، (عمان، الاردن، دار حامد للنشر والتوزيع، ط 1 ، 2006)، ص 85.

لذلك فإن المنشأة الإنتاجية التي تروم التوسع في طاقتها تلجأ إلى تمويل التوسع عن طريق إصدار ورقة مالية تتيح لحاملها استرداد ماله المدفوع للمنشأة، فضلا عن حقه في دخل لقاء تخليه عن الاستهلاك الحاضر وبحلول زمن استحقاق متفق عليه"¹.

"ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات وما يماثلها، أما الأسهم الممتازة فتعتبر هجينا من الأسهم العادية والسندات، وان كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية"².

" وعلى الرغم من تعدد معايير تصنيف الأوراق المالية إلا انه يصعب إجراء فصل كامل ما بين كل نوع منها، لذلك قد نجد ورقة مالية تتدرج تحت أكثر من تصنيف واحد، لذلك فههدف الباحث أو المستثمر من وراء التصنيف يعد أساسا في اختيار المعيار المناسب له"³.

وسنحاول في المطلب التالي تناول أهم أنواع الأوراق المالية المعروفة في الأسواق المالية.

المطلب الثاني: الأسهم والسندات

يمكن تقسيم الأدوات المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي أدوات مالية تعكس الملكية وهي الأسهم، وأدوات مالية تعكس المديونية وهي السندات ، ويعتبران أدوات تقليدية، بالإضافة إلى المشتقات المالية.

1- الأسهم:

تعد الأسهم احد أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويعرف بأنه " صك يمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة أو إحدى شركات الأموال"⁴. حيث " تمثل الأسهم ملكية في شركة ما حيث يتكون رأس المال الشركات المساهمة وحصص التوصية بالأسهم من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منهما سهما، ويتم الإشارة إليها أحيانا بمصطلح حصة في شركة، وتاريخيا تميل الأسهم إلى الارتفاع في القيمة بمرور الوقت، رغم ذلك تكون الأسهم عرضة للتقلبات السعرية اكبر من الأدوات المالية الأخرى، ويتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك"⁵، حيث يوضح كل صك مايلي¹:

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 85.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص 78.

³ محمود محمد الداغر، نفس المرجع، ص 88.

⁴ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 13.

⁵ عصام حسين، مرجع سابق، ص 78.

- القيمة الاسمية للسهم.
 - اسم الشركة المصدرة للسهم.
 - نوع السهم ورقمه.
 - عدد الأسهم بالصك.
- 1-1 الأسهم العادية:**

" يمثل السهم العادي وثيقة ملكية، له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على شهادة السهم، وعادة يكون منصوص عليها في عقدة تأسيس الشركة. إما القيمة الدفترية، فتتمثل في قيمة حقوق الملكية (القيمة التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، ولكن تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وأما القيمة السوقية، فتتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية، وهذه القيمة قد تكون اكبر أو اقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية"².

" وهي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال نشاطها أو في أصولها عند تصفيتها وتصدر الأسهم العادية غالبا في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات. ويحصل حملة الأسهم العادية على أنصبتهم من التوزيعات في شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة بالشركة وذلك في حدود القيود والشروط المحددة في العقد الأساسي للشركة"³.

" ويحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية للسهم، قد يكون السهم لحامله، بمعنى أن الشركة المصدرة لا تعرف من بحوزته ذلك السهم في أية لحظة، ولذلك فتداوله يتم بانتقاله من المشتري لأخر دون المرور بالشركة المعنية، اي بمجرد رغبة حامل الأسهم في الحصول مرة أخرى على أمواله يقوم ببيعها في البورصة. كما يكون السهم اسما اي حاملا لاسم المالك، حيث يصبح هذا الأخير معروف لدى الشركة، وعليه فان تداوله يتطلب إعلام الشركة بالصفحة لإتاحة الفرص لهذه الأخيرة بتسجيل العمليات في دفاترها والتي تمت على أسهمها ومعرفة الملاك الجدد الذين انتقلت إليهم تلك الأسهم"⁴.

وتجدر الإشارة إلى ظهور أنواع جديدة من الأسهم العادية منها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية و الأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخضع قبل حساب الضريبة و الأسهم العادية المضمونة.

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص 78.

² حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 144.

³ محمد الصريفي، نفس المرجع، ص 156.

⁴ جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصة والاسواق المالية، (الجزائر، مطبعة دار هومه، ط1، 2002)، ص8.

1-1-1 الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

" خرجت شركة جنرال موتورز على أسواق رأس المال في الثمانينات بمجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية. فالإحدى جانب الأسهم العادية للشركة ككل أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة (إي) (E Class) وربطت فيها التوزيعات - التي يحصل عليها حاملها - بالإرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية، ومجموعة أخرى أطلق عليها الفئة (اتش) (H Class) وربطت فيها التوزيعات بالإرباح التي قد يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات، وعلى الرغم من أن المزايا التي حققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين على النحو الذي سيشار إليه عند تناول الأسهم العادية المضمونة القيمة"¹.

2-1-1 الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل أن الأرباح التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، إلا أنه في الثمانينات من القرن العشرين، صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية للأفراد العاملين فيها بخصم الأرباح الموزعة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين، والمخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع ضريبة على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها"².

3-1-1 الأسهم العادية المضمونة:

"ظهرت أسهما عادية تمنح حاملها الحق في مطالبة المنشأة المصدرة بتعويض، إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن الحد المعين وخلال مدة محددة بعد الإصدار.

إن الأسهم المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباح رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض، بينما لا يتكبد الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم، طالما أمكن الرجوع إلى المنشأة والحصول على التعويض"³.

¹ محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص 95.

² حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 149.

³ محمد محمود الداغر، مرجع سابق، ص 100.

وتتمثل خصائص الأسهم العادية في¹:

- إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة، إي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون.
- إن الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف ولكن أصعب من حيث التحليل، كما ان للسندات في اغلب الأحيان مدة صلاحية محدودة وحد أعلى لسعر الفائدة الممنوح، على عكس الأسهم العادية التي تعتبر غير محدودة العمر ولا الأرباح.
- لشركة المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك بشرائها من الحملة، كما يحق لأي مستثمر بقدرات استثمارية عالية إن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة عن طريق نشر إعلان الشراء في الجرائد ومراسلة حملة الأسهم من اجل تنازلهم عما بحوزتهم من أسهم.
- يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، وعليه فعوائد الأسهم العادية تتغير من سنة لأخرى، كما أنها توزع بعد توزيع عوائد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكذا عوائد الأسهم الممتازة.

2-1 الأسهم الممتازة:

والتي تكون خصائصها مشتركة بين الأسهم العادية والسندات حيث "يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وان كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. شأنه في ذلك شأن السهم العادي"².

" ويختلف المساهم العادي عن المساهم الممتاز في كون أن لهذا الأخير الأولوية في الحصول على الإرباح المقررة للتوزيع وكذا الأسبقية في استرجاع أمواله المستثمرة عند تصفية الشركة وله أيضا الحق في أرباح سنوية تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم ، أما إذا لم تحقق الشركة أرباحا فهي غير ملزمة بدفع تلك النسبة، وأكثر من هذا فإنه في حالة تحقيق أرباح ورأت الإدارة انه من مصلحة الشركة عدم توزيع الأرباح في تلك السنة فإنه لا يتم توزيعها على النوعين من الأسهم، نظرا لما تتمتع به الأسهم الممتازة من أسبقية على الأسهم العادية، فإنها عادة ما تحرم من حق التصويت"³.

¹ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 13.

² محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 99.

³ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 24.

ونشير لكل نوع من الأسهم الممتازة كما يلي:

1-2-1 الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:

" هي نوع من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها بسبب أو لآخر وذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة"¹.

1-2-2 الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

"هذا يعني أن حامل هذه الأسهم يأخذ نصيبها من الأرباح أولاً، ثم يأخذ نصيباً ثابتاً بعد توزيع الأرباح على الأسهم الغير عادية، أما إذا لم تكن مشاركة فهي تأخذ نصيباً أولاً فقط"².

1-2-3 الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

"تنتج لهم أفضلية الحصول على نصيبهم من الأرباح قبل حملة الأسهم العادية وفي نفس الوقت توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية"³.

1-2-4 الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

"تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصاً عند ارتفاع أسعارها السوقية. ومن ذلك يتضح أن الأسهم الممتازة تجمع بين خصائص الأسهم العادية من حيث إنها تعبر عن ملكية المستثمر وعدم وجود تاريخ استحقاق لها وحصولها على توزيعات الأرباح وخصائص السندات من حيث ثبات العائد ودرجة المخاطر المالية للشركة مصدره السهم لهذا فإن العائد على الاسهم الممتازة في الغالب سوف يكون أقل من العائد على الأسهم العادية لكنه أكبر من العائد على السندات"⁴.

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 156.

² زياد فريد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، (عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1 1998)، ص 59.

³ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 157.

⁴ قمجة عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 21.

ومن خصائص الأسهم الممتازة¹:

- تتصف بإمكانية الاستدعاء والتسديد. فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة وليس لها تاريخ استحقاق إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية إذا ما رغبوا في ذلك.
- تمتاز هذه الأسهم على الأسهم العادية بأولويتها في الحصول على الأرباح ولكنها تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية في ذلك. إذ يجب على الشركة دفع فوائد الديون قبل تسديد حقوق حملة الأسهم الممتازة.
- تمتاز هذه الاسهم بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

2- السندات:

تعتبر السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويعرف السند على أنه "التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض Borrower تقديم مدفوعات إلى المقرض Lender والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات، بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية"².

"وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل: رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما قد يتضمن العقد شروطا لصالح المقرض مثل: حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

ونظرا لان المستثمر الفرد عادة ما يكون واحدا من آلاف المستثمرين الذين اقبلوا على شراء تلك السندات، وان مشترياته قد لا تمثل سوى جزء ضئيل من القيمة الكلية للإصدار، فإنه لا يستطيع عمليا متابعة استيفاء المنشأة للشروط التي تضمنها العقد، لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون مصرفا تجاريا، يعمل بمثابة وكيل أو حارس أو أمين"³.

¹ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 28.

² محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص 106.

³ عصام حسين، مرجع سابق، ص 78.

وتتنوع السندات كالتالي:

1-2 السندات الحكومية:

"والتي هي وثائق الدين العام طويلة الأجل، تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة.

وتلجأ الحكومة إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التقليدية (الرسوم والضرائب ودخول الدومين العام)، وتفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلا من الإصدار الجديدة لتمويل هذا العجز"¹.

2-2 السندات المضمونة بأصول الشركة:

"قد تصدر الشركات سندات مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي أو الآلات أو أوراق المالية في محفظتها أو غيرها من الأصول المادية والمالية. في هذه الحالة لا يمكن للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول المرهونة إلا في حدود ما استهلكته من تلك السندات. وبذلك فإن أي تخلي عن التزاماتها تجاه حملة هذا النوع من السندات سيجعل هؤلاء يبيعون تلك الأصول المرهونة ويقتسمون العائد فيما بينهم"².

3-2 سندات الهيئات المحلية Monies :

"مؤسسات أو الدوائر الرسمية والتي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية، وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية السابقة طويلة الأجل، وتتسم غالبا بنفس خصائصها من حيث الضمانات الرسمية والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها"³.

4-2 سندات الشركات المساهمة:

" والتي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية، وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر خطورة من السندات الصادرة عن الخزينة المركزية أو المصالح الإقليمية.

¹ محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 112.

² جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 55.

³ محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، نفس المرجع، ص 113.

وعليه فإن درجة خطورة هذه السندات ترتبط بالتصنيف الائتماني للشركة المصدرة لها. وهذا ما يجعل تركيز عملية إصدارها في شركات متميزة بقدراتها الائتمانية العالية نسبيا أمرا ضروريا¹.
وتتمثل خصائص السندات في²:

- تدفع الفائدة المستحقة على السندات بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية.
- يتم تثبيت سعر الفائدة على السندات طيلة حياتها.
- يمكن إطفاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق.
- تتناسب الفائدة عادة تناسبا طرديا مع مدة الاستحقاق.
- تسدد حقوق حاملي السندات قبل حقوق حاملي الأسهم في حالة إفلاس الجهة المصدرة للسندات.
- أهم المخاطر التي تواجه حملة السندات هي تقلب أسعار الفائدة.
- يمثل السند أداة دين.
- السند أداة استثمارية ثابتة الأجل.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

المشتقات المالية هي " أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو سلعة أو عملات أجنبية، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسواق وأخيرا المضاربة"³.

حيث " تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيار لشراء أو بيع أصل مالي وتشتق تلك الأدوات قيمها من الأسعار الأوراق المالية الأصلية، وتعد المشتقات احد أهم ملامح التطور في أسواق رأس المال"⁴.

¹ نفس المرجع ، ص 113.

² حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 154.

³ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها، (القاهرة، مصر، دار النشر للجامعات، 2005)، ص 60.

⁴ جلال إبراهيم العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، (الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية، ط1، 2003) ص 34.

وثمة أنواع من المشتقات المالية أهمها:

1- عقود الخيارات:

" هي أوراق مالية تشتق من الأسهم العادية وتعطى لحاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال فترة زمنية معينة بسعر معين وهذا النوع يسمى اختيار الشراء، كما يوجد اختيار البيع وهو الذي يعطي لحامله الحق في بيع سهم معين خلال أو بعد فترة زمنية معينة بسعر معين. وهذه الاختيارات تصدر من المستثمرين مباشر ولا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية في هذه الاختيارات"¹.

" هذا ويسمى السعر المنفق عليه عند التنفيذ بسعر التعاقد Contract Price أو سعر التنفيذ وهو غالبا ما يعادل القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ إبرام الاتفاق، وهو بذلك يختلف عن سعر السوق Marker Price الذي يقصد به في هذا الصدد السعر الذي تباع به الورقة لحظة تنفيذ الاتفاق. إما السبب الذي من أجله سمي الاتفاق بالاختيار بأنه يعطي لمشتريه الحق في تنفيذ الاتفاق أو عدم تنفيذه، وذلك مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كنوع من المكافأة أو التعويض Premium للطرف الأخر، وهو عادة ما يطلق عليه محرر حق الاختيار"².

" هذا وكان أول ظهور لعقود الخيار في بورصة لندن في القرن التاسع عشر، غير ان المتاجرة بها بشكل منظم لم تبدأ إلا في عام 1973 م، من قبل بورصة شيكاغو وفي الأول من كانون الثاني لعام 1973 م، نظمت بورصة فيلادلفيا التعامل بحقوق الخيار في أمريكا بأشكال موحدة، ثم تبع هذا السوق الأسواق المالية الأمريكية الأخرى"³.

ويوجد نوعين رئيسيين من عقود الخيار هما:

1-1 خيار الشراء:

هو اتفاق يعطي الحق للمستثمر في شراء عدد معين من الأصول بسعر محدد مسبقا وفي أية فترة ابتداء من شراء الاختيار وحتى استحقاقه. كما عرف بأنه عقد يتم بين طرف يقدم مكافأة لطرف آخر مقابل حق شراء عدد معين من القيم المنقولة أو كمية محددة من السلع، وبسعر محدد مسبقا وخلال مدة معينة عادة ما تكون 3 أو 9 أشهر.

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 171.

² محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 129.

³ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 172.

من هذين التعريفين يتضح أن هناك نوعين أساسيين من اختيارات الشراء. الأول يمكن تنفيذه أي إمكانية شراء الأوراق المالية أو السلع المتفق عليها، وذلك في أي لحظة يشاء المشتري، حتى وإن كانت قبل تاريخ استحقاق الاختيار. يعرف هذا النوع في الأدبيات المالية بالاختيار الأمريكي. أما الثاني فلا يمكن تنفيذه إلا في التاريخ المحدد لذلك والمتفق عليه بين الطرفين، هذا ما يعرف بالاختيار الأوروبي¹.

1-2 خيار البيع:

يعطي هذا النوع من العقود الحق للمشتري في أن يطلب تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية البيع وفقا للسعر المحدد المتفق عليه سابقا، إن من أهم وسائل حماية المستثمر من الخسائر المتوقعة هي عملية شراء حق خيار البيع، فإذا توقع أحد المستثمرين انخفاض سعر السهم مستقبلا، فإنه يقوم بشراء عقد خيار بيع، حيث يمنحه هذا العقد الحق في أن يطلب تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بالسعر المتفق عليه، وذلك مقابل دفع علاوة حق الخيار².

2- العقود المستقبلية:

"وهي اتفاقية بين طرفين، الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير والطرف المشتري يطلق عليه صاحب المركز الطويل ويقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي أو أصل ورقي في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد"³.

"تختلف عقود المستقبلية عن عقود الخيار بوجوب التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاقية حتى النهاية، حيث ليس هناك التزام في عقود الخيار في تنفيذ العقد"⁴.

3- عقود المبادلات:

"هو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الاختيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية.

وعقود المبادلة تستخدم غالبا لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة، والأطراف التي توافق على المبادلة تسمى Counter Parties وغالبا ما تكون أدوات الدين محل التعاقد"¹.

¹ جبار محفوظ، مرجع السابق، ص 90.

² محمد الصرفي، مرجع سابق، ص 185.

³ إبراهيم هندي سمير، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الثاني، (الإسكندرية، مصر، توزيع منشأة المعارف، 2003)، ص 92.

⁴ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 30.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته

تمثل كفاءة سوق قدرتها على استيعاب المعلومات المتاحة أساسا لتقييم واتخاذ القرارات الاستثمارية، باستخدام المعلومات المتوفرة في السوق التي تفيد في توقع العائد وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية التي تعتبر أساس القرار الاستثماري، كما أن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة وخاصة.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت إشكالية كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام الكثير من الباحثين، وسنعرض في هذا المطلب لمفهوم الكفاءة وأنواعها و الدور المباشر والغير المباشر للسوق الكفاء

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

يمكن تعريف كفاءة السوق المالي بأنها تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة.

بالمفهوم السابق فإن كفاءة السوق المالي ليست مرادفا لنشاطه لأن نشاط السوق ليس مرتبطا بالأسعار السائدة فيه وإنما مرتبط بحجم التداول ولكي يكون السوق المالي كفؤا لابد من توفر شرطين على الأقل هما: أن تعكس الأسعار السائدة في السوق وبشكل تام جميع المعلومات المتاحة للعاملين فيه المنشورة والغير منشورة، وان تقدم تلك المعلومات بطريقة غير متحيزة².

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتخيلين في السوق.
- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع السابق، ص 138.

² محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 70.

- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد¹.

ويتضح مما سبق أن السوق الكفاء لا يوجد بها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة والوصول إلى نتائج بشأن القيمة العادلة للورقة المالية، وهو ما يضمن تغيرا فوريا في السعر، وبالتالي لن تتاح لأي مستثمر معلومات خاصة من شأنها أن تمنحه فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية.

2- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

1-2 الكفاءة الكاملة :

لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية²:

- ان تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات او الضرائب او غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

2-2 الكفاءة الاقتصادية:

"وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو اقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم"³.

¹ صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - (مجلة الباحث،

جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 07، 2009) ص 181-194.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص 32.

³ صالح مفتاح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 181-194.

3- الدور المباشر وغير مباشر للسوق المالي الكفاء:

يؤدي سوق الأوراق المالية دورين بارزين :

1-3 الدور المباشر :

"إن المستثمر الذي يقوم بشراء أسهم شركات ما يقوم بهذا الشراء من أجل تحقيق عوائد في المستقبل وكلما زادت هذه العوائد زاد الطلب على هذه الشركة مما يعطي الشركة فرصة تستطيع أن تزيد من رأسمالها عن طريق إصدار أسهم جديدة وتسويقها بسرعة بأسعار مناسبة وبتكلفة قليلة"¹.

2-3 الدور غير مباشر:

"يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على مزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول"².

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ومستوياته

1- متطلبات كفاءة سوق رأس المال:

"ولتحقيق التخصيص للموارد المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبان أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل"³.

1-1 كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية":

"هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق- دون فاصل زمني كبير- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة (Market Fair Game) ، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين"⁴.

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، (عمان، الأردن، دار المناهج والتوزيع، 2009)، ص 152.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص 33.

³ صالح مفتاح، معارفي فريدة، مرجع سابق ، ص 181-194.

⁴ عبد الله بن محمد الرزين، "الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة" ، (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول " اقتصاد

المعرفة والتنمية الاقتصادية" المنعقد في الفترة 25-27/5/2005 بجامعة الزيتونة الأردن).

1-2 كفاءة التشغيل "الكفاءة الداخلية":

" قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للمسمرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل"¹.

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها²:

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة وتوفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات.
- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الإستقرار والأمان للمستثمرين.

2- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية :

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث:

1-2 السوق ذات الكفاءة الضعيفة:

" وهي السوق التي تعكس أسعاره الحالية المعلومات عن أوضاع تاريخية سابقة، حيث تكون هنالك صعوبة في توفر المعلومات للمستثمرين بالسرعة وبالتكلفة المعقولة. وفي ظل السوق ذات الكفاءة الضعيفة فإن أسعار السوق الحالية لا تعكس المعلومات الآلية الحقيقية وتوقعات القدرة الإيرادية للشركات في المستقبل، ومن الخطأ

¹ عصام حسين مرجع سابق، ص 34.

² صالح مفتاح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 181-194.

الفاحش أن نحاول تفسير الأسعار الحالية بناء على معلومات سابقة بل يجب أن تفسير الأسعار الحالية على أساس أوضاع الشركات في المستقبل"¹.

2-2 السوق ذات الكفاءة المتوسطة "شبه قوي" :

" وتتضمن هذه الصيغة للفرضية إطارا محتواه بأن الأسعار الجارية للأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى، وتعكس المعلومات المتاحة جميعا والتي تؤثر بتقويم هذه الأصول، متمثلة بالظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن الأسعار والحجوم التبادلية ومستويات الإئتمان في الإقتصاد، وحجوم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية وحجم التعاملات.

لذلك فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون ما متاح من معلومات للتقويم، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة"².

3-2 السوق ذات الكفاءة العالية:

"وهو السوق الذي تكون فيه أسعار الأسهم والسندات تعكس جميع المعلومات المتاحة لكافة المستثمرين وكذلك المحتكرة لفئة خاصة منهم.

وكلما كانت قرارات السوق رشيدة ومعتمدة على معلومات دقيقة ومتكاملة كلما كان السوق كفوا"³.

"ويشغل السوق الكفاء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح"⁴.

¹ محمد الصرفي، مرجع السابق، ص 70.

² محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 284.

³ محمد الصرفي، مرجع سابق، ص 71.

⁴ صالح مفتاح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 181-194.

المطلب الثالث: أنظمة المعلومات وسيولة سوق الأوراق المالية

تعد عملية اتخاذ القرارات عملية صعبة تتطلب معلومات كافية ودقيقة لان القرارات الخاطئة غالبا ما تعود الى نقص المعلومات وعدم كفايتها.

1- مفهوم نظام المعلومات:

إن أهم ما يميز العصر الحديث هو التطور الحاصل في تكنولوجيا المعلومات بشكل أدى إلى توسيع مجالات الاتصالات بين الأفراد والمجتمعات وحول العالم إلى قرية صغيرة. وهذه الاتصالات ما هي إلا معلومات يتم نقلها من جهة لأخرى، وبذلك أصبحت المعلومات وسيلة بالغة الأهمية في المساعدة على اتخاذ القرارات من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة والمنشودة، فإن مشكلة العصر هي توفير المعلومات ونقلها بسرعة ودقة¹.

وكما تعرف المعلومات على أنها " مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لإتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين"².

وتتمثل مصادر المعلومات المالية في³:

- التقارير التي تنشرها الشركات
- التقارير التي تنشرها شركة السمسرة
- المعلومات مدفوعة الثمن
- قواعد البيانات

2- أهمية المعلومات في سوق الأوراق المالية:

تقوم المعلومات بدور هام في سوق الأوراق المالية بحيث "تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، لان المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة.

وتتعرض أهمية المعلومات في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية. وتتحدد درجة هذه الثقة بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بتكلفة زهيدة ومنفعة كبيرة بشرط أن تعكس هذه المعلومات

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 36.

² صالح مفتاح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 181-194.

³ نفس المرجع، ص 181-194.

مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها ، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في الدولة"¹.

"والمعلومات توفر قدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة أو محفظة استثمارية، وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية أساس القرار الاستثماري، لكن كون المعلومات المتاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أن قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين. ولكن في الأمد الطويل لا بد أن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقرب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية"².

3- السيولة وخصائصها:

ينبغي أن يكون هدف السيولة واضحاً في السوق ، بما يضمن الوفاء باحتياجات المستثمر إلى أموال سائلة . ويقصد بالسيولة ، إمكانية التخلص من الورقة المالية بسرعة ودون خسائر على الإطلاق ، فصاحب الصك يجب أن يكون في مقدوره - في أية لحظة - أن يستبدل الصك بالنقود ، إذا ما طرأ ما يجعله راغباً في ذلك. والسيولة على النحو المتقدم تنفادي خطر تجميد المدخرات الذي يمكن أن يعوق وضع وتسخير المدخرات في خدمة الاقتصاد³.

ويوجد عدة خصائص التي إن توفرت في السوق تسمح للورقة المالية من إن تسوق بسهولة ويسر وبحد أدنى من التقلبات في قيمتها السوقية وتمثل هذه الخصائص في الآتي⁴:

- عمق السوق: يقصد أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المالية، نتيجة لهذا التعامل النشط بيعة وشراء .
- اتساع السوق: تكون السوق متسعة عندما يكون هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية بما يحقق استقرار نسبياً في سعرها.
- سرعة استجابة السوق: يقصد بسرعة الاستجابة أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجتها بسرعة من خلال تغيير طفيف في الأسعار.

¹ http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/49.swf تاريخ الاطلاع 2013/05/01.

² محمود محمد الداغر ، مرجع سابق، ص 277.

³ <http://www.academia.edu/658064/> تاريخ الاطلاع: 2013/05/02.

⁴ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص 49.

4- اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة:

رغم التناقض الواضح في الكثير من الحالات بين السيولة والكفاءة إلا انه يمكن التوفيق بينهما، وقد برزت اتجاهات عديدة في الأسواق الأمريكية لتحسين الكفاءة والسيولة معا باستخدام أساليب عدة أهمها¹:

- ترك حرية تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل والسمسار: تسمح هذه الطريقة بتخفيض تكلفة المعاملات بشكل يسهم في توسيع وعميق السوق ومن ثم مستوى السيولة به.
- استخدام الأدوات المالية المستحدثة: يؤدي استخدام الأدوات المالية المستحدثة في الأسواق في مجال التداول إلى تخفيض تكلفة المعاملات، الأمر الذي ينعكس بالاتجاه على كفاءة وسيولة السوق.
- ربط الأسواق بشبكة اتصالات متطورة: حيث تسعى معظم الدول لتوحيد كافة أسواق الأوراق المالية في سوق قومي واحد وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات إلكترونية متطورة من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة.

¹ محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص51.

المبحث الرابع: علاقة الأزمة المالية بالأسواق المالية

الأزمة المالية التي يعيشها العالم الآن بعامه، وتعيشها الولايات المتحدة الأمريكية خاصة والتي وقعت حداثها على الأسواق المالية الأمريكية، وبالتالي امتدت إلى أسواق الدول الأوروبية، ودول جنوب شرق آسيا واليابان والصين ثم الدول النامية.

المطلب الأول: تأثير الأزمة المالية على الأسواق المالية الأمريكية

1- تراجع البورصات الأمريكية:

زادت الأمور توترا بعد فشل البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي في تخفيف من حدة تراجع المؤشرات " بالرغم من ضخ نحو 121.6 مليار دولار لطمأنة المستثمرين ووقف نزيف التراجع، حيث انه خلال يوم واحد من التعامل فقد مؤشر داوجونز قرابة 400 نقطة في حين تراجع مؤشر ستاندرد آند بورز بواقع 150 نقطة .

ومن المعروف أن السوق الأمريكية ترتبط ارتباطا عضويا بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، بمعنى أن الشركات الصناعية في هذه الدول تعتمد بنسبة تتعدى 70% على ترويج منتجاتها داخل السوق الأمريكية، وفي حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي تعاني هذه الشركات من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات على هذا التراجع تبدأ البورصات العالمية في الانحدار والتقهقر، نظرا لان صناديق الاستثمار ومؤسسات رأس المال تبدأ في التخلص عما بحوزتها من أسهم، وتزداد عمليات البيع في كافة أسواق المال مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم وانخفاض أسعارها على المستوى العالمي¹. إذ أن المؤسسات المالية بصفة عامة تحرص على تنويع محافظها المالية بالاستثمار في بورصات مختلفة لتقليل من حجم المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في بورصة عالمية ما.

هذا وتواصلت الخسائر وزادت من حداثها حيث أصابت مختلف المؤسسات المالية "في مقدمتها "المجموعة الأمريكية العالمية" التي تعد واحدة من أكبر شركات التأمين في العالم التي بدأت تترنح مع خسارة أسهمها لنحو 61 % من قيمتها.

كما أن أعراض العدوى بدأت تصيب عددا من المؤسسات الأخرى حيث خسر بنك "واشنطن ميوتوال" 27 % من قيمة أسهمه ونزلت قيمة أسهم جنرال إلكتريك بنسبة 8 % وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت

¹ حازم البيلالي، "الأزمة المالية العالمية الحالية - محاولة فهم"، ص8. <http://iefpedia.com/arab> تاريخ الاطلاع: 2013/05/10.

تضييق الخناق على عمليات الإقراض مما يهدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان فيما بلغ الدولار أضعف حالاته أمام الين الياباني منذ نحو 10 سنوات.

وتراجعت أسهم سيتي جروب، أكبر بنوك أمريكا، بنسبة 15 % ليصل سعر السهم إلى 24.15 دولار في أقل مستوى له منذ عام 2002، وتلاه بنك أوف أمريكا بنسبة 21 % ليصل إلى 55.26 دولار، وهو أقل سعر له منذ 1982 بعد أن قبل شراء ميريل لينش مقابل 50 مليار دولار، وخسرت أسهم أمريكان إكسبريس، أكبر شركات بطاقات الائتمان الأمريكية، 9.8 % من قيمتها ليصل سعر الواحد منها إلى 48.35 دولار¹.

وهذه تعتبر من أهم المؤسسات المالية التي لقيت خسائر معتبرة من خلال أحداث الأزمة المالية العالمية.

2- اختفاء 11 بنكا

إن البنوك المقرضة هي أكبر المتضررين من هذه الأزمة، حيث أن الضرر الأكبر في أن البنوك المقرضة ليس لها القدرة على بيع الرهونات العقارية " وقد أدت الأزمة حتى الآن إلى اختفاء 11 بنكا من الساحة، من بينها بنك إندي ماك الذي يستحوذ على أصول بقيمة 32 مليار دولار وودائع تصل إلى 19 مليار دولار.

وتوقع كريستوفر والين، العضو المنتدب لشركة أبحاث "تحليلات المخاطر المؤسسية" أن يتم إغلاق ما يقرب من 110 بنوك تصل قيمة أصولها إلى حوالي 850 مليار دولار وذلك بحلول منتصف العام القادم.

ويصل العدد الإجمالي لمؤسسات المال الواقعة تحت مظلة التأمين الفيدرالي إلى 1800 مؤسسة تستحوذ كلها على ما يقرب من 13 تريليون دولار من الأصول والممتلكات .

على أية حال فإن الأزمة الراهنة هي في الواقع جزء من أزمت أكبر ضربت النظام المالي الأمريكي في السنوات الأخيرة وكانت قد بدأت بانفجار فقاعة "الدوت كوم" إلى ذوبان قطاع العقارات، وانتهاء، الآن بإفلاس مصارف كبرى كانت معتمدة على هذين القطاعين². ومع التوسع الغير المنضبط في قروض القطاع المالي في الولايات المتحدة الأمريكية احدث أزمة إصابة كثير من البنوك التي لم تستطع مقاومتها وأدت إلى اختفائها.

¹ حازم البيلاوي، مرجع سابق، ص9.

² نفس المرجع ، ص10.

المطلب الثاني: تأثير الأزمة المالية على الأسواق المالية للدول المتقدمة

إن هذه الأزمة التي بدأت بانفجار فقاعة الرهون العقارية والائتمان في الولايات المتحدة الأمريكية، أخذت في الانتشار السريع في أغلب دول العالم، وطالت تأثيرها الدول المتقدمة والنامية وحتى تلك التي لا ترتبط بشكل مباشر بالاقتصاد العالمي.

1- انتقال الأزمة المالية العالمية إلى أوروبا :

امتد أثر الأزمة المالية بطبيعة الحال ليشمل الدول الأخرى وعلى رأسها دول الاتحاد الأوروبي، "حيث هبط الإنتاج الصناعي الأوروبي في مايو 2008 بمعدل 1.9 %، وهو الانخفاض الأكثر حدة في شهر واحد وارتفعت حالات البطالة في الاقتصاد البريطاني بينما شهد الاقتصاد الإيرلندي في الربع الأول من العام انكماشاً في إجمالي الناتج المحلي، لتصبح بذلك إيرلندا أولى دول الاتحاد الأوروبي دخولا في الكساد الاقتصادي أما إسبانيا فقد نجحت في تجنب الانكماش في النشاط الاقتصادي ولكنها بالرغم من ذلك قد عانت من ارتفاع شديد في معدلات البطالة، فقد ازدادت حالات البطالة في الاقتصاد الإسباني بنحو 425 ألف حالة عن العام 2007¹ كل تلك الظواهر الخاصة بالأزمة انتقلت بدورها إلى الدول الأخرى مثل بلجيكا والنمسا وألمانيا والسويد والدنمارك وغيرها من الدول الأوروبية .

ومن بعض الحلول التي تم إتباعها لمواجهة الأزمة المالية هي:²

- البنوك المركزية في مجموعة الاقتصاديات الرئيسية في العالم، ومنها البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان، تتفق على ضخ 180 مليار دولار في الأسواق عن طريق زيادة مشترياتها من سندات الخزنة الأمريكية .
- عشرة مصارف دولية توافق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحاً، كما تعلن المصارف المركزية موافقتها على مجالات التسليف .
- المسؤولون عن الأسواق المالية يقررون وقف المضاربات القصيرة الأجل مؤقتاً.

2- انتقال الأزمة المالية العالمية إلى آسيا :

تأثرت الدول الآسيوية تأثراً بالغ الخطورة بما حدث في الأسواق الأمريكية "فعلى سبيل المثال تراجعت مؤشرات البورصة اليابانية لأقل من معدلاتها منذ 20 سنة وامتدت عدوى الانهيار الاقتصادي إلى كل من البورصات الآسيوية الكبرى مثل هونج كونج وشنغهاي وغيرها وهناك توقعات إخفاض النمو الاقتصادي الصيني إلى أقل من 10% وبدأت التعاملات في أسواق المال الصينية في الانخفاض المستمر"³.

¹ محمد مجدي محمد أبو اليزيد كباره، الأزمة المالية العالمية وآثارها على خطط المتدرب المستقبلية، 2009، ص3.

² نفس المرجع، ص4.

³ محمد مجدي أبو اليزيد كباره، مرجع سابق، ص5.

وقد اتبعت بعض السياسات في الدول الآسيوية لمواجهة الأزمة ومن أهمها:¹

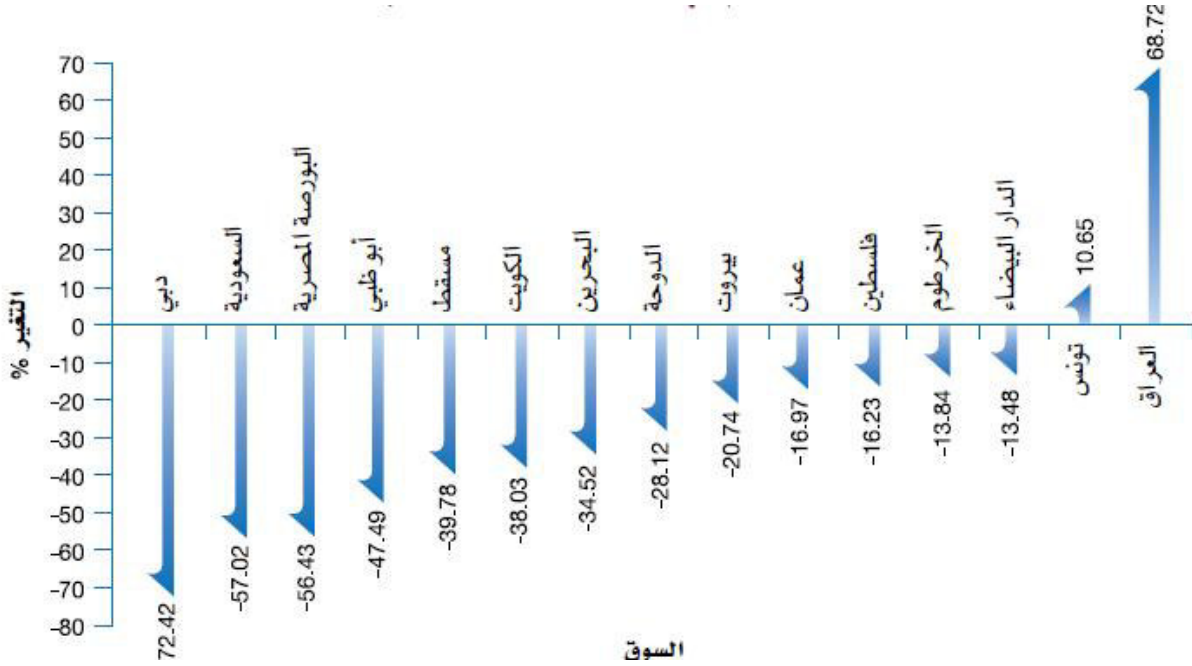
- تخفيف القيود على الإئتمان .
- زيادة حجم الاستثمار في قطاعي الزراعة والتكنولوجيا.
- تخفيض القيمة المضافة على العقارات .
- تخفيض الضريبة على الصادرات.

المطلب الثالث: تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2008 تقلبات حادة وتراجعات غير مسبوقه في مؤشراتنا متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية التي امتدت لتطال كافة البورصات العالمية والناشئة على حد سواء. فبعد التحسن النسبي في أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2007 وفي بداية عام 2008 وانخفضت أحجام التداول باستثناء سوق العراق وبورصة تونس للأوراق المالية.

والشكل التالي يوضح تأثر الأسواق المالية العربية بالأزمة المالية:

الشكل رقم (2-2) : تغير مؤشرات اسعار البورصات العربية 2008



المصدر التقرير السنوي لسوق الدوحة المالي 2008

¹ نفس المرجع، ص5.

ويمكن الإستشهاد برأي أحد الخبراء العرب وهو حازم البيلوي والذي يقول: "إن التقلبات الحاصلة في أسواق المال العالمية سيكون لها بعض الأثر على البورصات العربية، خصوصا أسواق الأسهم التي تسمح للمحافظ العالمية الاستثمار فيها. ففي فترات الأزمات يتجه المستثمر إلى تخفيض نسبة المخاطرة لديه ويتحول من الأسواق الناشئة إلى إستثمارات أكثر سيولة وأمانا مثل السندات الحكومية، وعلى الرغم من صغر حجم تدفقات محافظ الاستثمار العلمية إلى أسواقنا المحلية إلا أنها ساهمت أخيرا في تحديد التوجه العام للبورصات العربية . ويشار إلى أن أكبر أسواق الأسهم الإقليمية من حيث القيمة السوقية، ألا وهو سوق الأسهم السعودية، لا يسمح للأجانب بامتلاك الأسهم إلا بشكل غير مباشر عن طريق صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك المحلية، في حين أسواق كل من الإمارات والكويت ومصر والأردن وتشهد وبشكل متصاعد زيادة في حجم الاستثماران الأجنبية في بورصاتها."¹

إن أكبر المخاطر التي قد تنجم عن الأزمة المالية العالمية هو احتمال حصول تباطؤ اقتصادي عالمي. "قالهبوط الذي سجل أخيرا في أسعار العقارات السكنية في أمريكا وغيرها من الأصول والذي صاحبه ضغوط إضافية على عملية التسليف سيكون له أثر سلبي على المستهلك الأمريكي المثقل أصلا بأعباء الديون ، مما قد يؤدي إلى ظهور أزمة في قطاع التسليف عن طريق بطاقات الائتمان وارتفاع في معدلات تخلف الشركات عن سداد ديونها. وهذه كلها بوادر لعملية تباطؤ اقتصادي قد تطول أو تقصر بحسب السياسة المالية والنقدية للولايات المتحدة"². وسيشعر القائمون على السياسة النقدية في دول المنطقة أنهم مضطرون إلى مجاراة السياسة النقدية التوسعية التي أخذت الولايات المتحدة بإتباعها أخيرا، وهذا سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة المحلية وأسعار سعر الصرف العربية المرتبطة بالدولار وسيزيد من الضغوط التضخمية في عدد من دول المنطقة. فلقد تأثرت أسواق المال العربية بالأزمة المالية ،ودليل ذلك ما يلي³:

- التراجع الكبير الملحوظ في مؤشرات المعاملات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة، وترتب على ذلك خسائر مالية فادحة وما سوف يلي ذلك سيكون أعظم.
- ارتفاع المسحوبات من البنوك والمصارف العربية بسبب الذعر والخوف والهلع غير المنضبط، وسبب ذلك خلا في حركة التدفقات النقدية والمالية، مما اضطرت بعض البنوك المركزية في الدول العربية إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية حاجات الطلب على النقد، وهذا بدون شك أحدث ارتباكا في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطات النقدية في البنوك والمصارف المركزية العربية.

¹ حازم البيلوي، مرجع سابق، ص 14.

² نفس المرجع. ص 15.

³ عبد الله شحاتة، مرجع سابق، ص 12.

- قيام العديد من البنوك والمصارف العربية بتجميد تمويل المشروعات التي تقوم بها الشركات والمؤسسات وفقا للخطط والاتفاقيات والعقود ، وهذا سبب انكماشاً في مجال الأعمال مما قاد إلى تعثر وتوقف وعدم قدرة الشركات المقترضة من سداد مستحققاتها للبنوك والمصارف، وهذا بدوره ساهم في تفاقم الأزمة.
- زيادة المخاطر المالية التي تواجه البنوك والمصارف العربية عن المعدلات المتعارف عليها بسبب عدم القدرة على التنبؤ بما سوف تأتي به الأزمة من آثار سلبية سواء كانت سلوكية أو مالية أو سياسية.
- قيام بعض كبار المستثمرين من الأجانب بسحب أموالهم وتجميد معاملاتهم في أسواق النقد والمال العربية ، وهذا أحدث ارتباكاً كبيراً وخلاً ملحوظاً في استقرار المعاملات وتأثرت البورصات العربية بهذا السلوك.
- ضخامة الخسارة التي مني بها المستثمرون العرب وكذلك البنوك والمصارف العربية في أسواق النقد والمال في أمريكا وأوروبا وغيرها بسبب الأزمة المالية، وهذا بالتأكيد أثر على ثروتهم وعلى معاملاتهم في الأسواق العربية وكذلك على السيولة في أسواق النقد والمال العربية.
- ارتباط كثير من المعاملات في أسواق النقد والمال في كل الدول العربية بالدولار ، وما يحدث في أسعاره من انهيار غير مسبوق، وما ترتب على ذلك من آثار خطيرة على المعاملات المالية والاقتصادية سبب كل هذا خسائر باهظة على الثروة المالية في الدول العربية.
- تأثر أسعار النفط بالانخفاض بسبب الأزمة، وهذا له تأثير كبير على الدول النفطية العربية ، كما أن هناك خوفاً من توقع أن تقوم أمريكا من خلال الضغوط السياسية على الحكومات العربية النفطية بأن تساهم بطريق مباشر أو غير مباشر في خطة الإنقاذ الأمريكية ، كما فعلت من قبل في حرب الخليج وفي حرب الإرهاب وهذا سوف يسبب خللاً في الموازن المالية للدول العربية .
- القلق النفسي الشديد الذي أصاب كل الناس وبصفة خاصة العرب من هذه الأزمة وما سوف يترتب عليها من فرض ضرائب ورسوم ومكوس جديدة وما سوف يترتب على ذلك من ارتفاع في أسعار السلع والخدمات.

خلاصة الفصل الثاني:

نستخلص من هذا الفصل انه بعد قيام نشاط الاقتصادي وتوسعه رهينا بتوفير عناصر الإنتاج المختلفة وفي مقدمتها عنصر رأس المال، ولذلك فإن الحاجة إلى تمويل يقف وراءها نشوء وتطور الأسواق المالية.

وبذلك فإن السوق المالي يمثل قلب النظام الاقتصادي إذ يجذب ويخصص إدارات من خلال مجموعة معدلات فائدة وأسعار الأصول المالية حيث تعتبر السوق المالية موقع التقاء تيار الطلب ممثلا بوحدات العجز المالي وتيار العرض ممثلا بوحدات الفائض المالي، وبهدف الالتقاء للوصول إلى تحديد سعر توازني للأموال يحقق تعادل كمية الأموال المطلوبة مع الكمية المعروضة.

تمهيد

شملت تداعيات الأزمة المالية الراهنة أسواق المال والبورصات العربية، في صورة انخفاضات حادة متتالية لمؤشراتهم، وامتد تأثيرها إلى جوانب الاقتصاد ككل، في صورة ركود بدأ يخيم على حركة الأسواق وانخفاضات في معدل النمو.

سيتم في هذا دراسة تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية، لكل من دولة مصر (القاهرة) والإمارات العربية المتحدة (دبي) والأردن (عمّان) وقطر (الدوحة)، خلال الفترة الممتدة من 2003-2012 بالاعتماد على مجموعة من المعلومات والبيانات المتحصل عليها من المواقع الالكترونية، ويهدف هذا الفصل إلى التعريف بالأسواق، وعرض لتطور مؤشراتهم ودراسة تغير الحاصل في القيمة المتداولة في السوق، و قيمته السوقية ، وعدد الشركات المدرجة فيه خلال فترة الدراسة

المبحث الأول: دراسة سوقي مصر وعمان

تشهد الدول العربية نمو اقتصادي بحيث تواصل جهودها في تنويع مصادر الدخل، وتطوير البنية التحتية للاقتصاد، بالإضافة إلى تحرير الاقتصاد، وتفعيل دور القطاع الخاص، وتسهيل إجراءات الاستثمار وجذب الاستثمارات الأجنبية.

وتعتبر البورصة مرآة للأداء الاقتصادي بما تضمه من شركات مدرجة، تمثل القطاعات النشطة اقتصادياً في الدولة، وتبرز أهمية السوق في عملية التنمية الاقتصادية، كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامّة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة لخدمة الاقتصاد.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية بمصر

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903¹، وهي أقدم بورصة سنقوم بدراستها.

1- نبذة عن سوق مصر للأوراق المالية :

بورصة القاهرة:

أعاد كبير تجار وسماسرة القاهرة السيد مورييس كاتاوى لفت انتباه التجار والسماسرة مرة أخرى أثناء إحدى اجتماعاتهم غير الرسمية بمقهى نيوبار، إلى أن الوقت قد حان لكي تنتهج القاهرة نهج الإسكندرية ويكون لها بورصة خاصة بها ، وذلك في ظل وصول عدد الشركات ذات المسؤولية المحدودة إلى 79 شركة برأس مال إجمالي بلغ 29 مليون جنيهاً مصرياً. ومن هنا كان ميلاد بورصة القاهرة، ففي يوم الخميس الموافق 21 مايو 1903 قامت اللجنة الخاصة برئاسة مورييس كاتاوى بك باختيار المبنى القديم للبنك العثماني².

وقد بدأ الصرح المشيد من أجمل المباني أو المجموعات البنائية في القاهرة. وأخيراً وبعد طول انتظار أصبح للقاهرة منصة تداول حقيقية يحوطها شرفة عالية يمكن من خلالها للجماهير المهتم أن يراقب حركة تداول الأسهم.

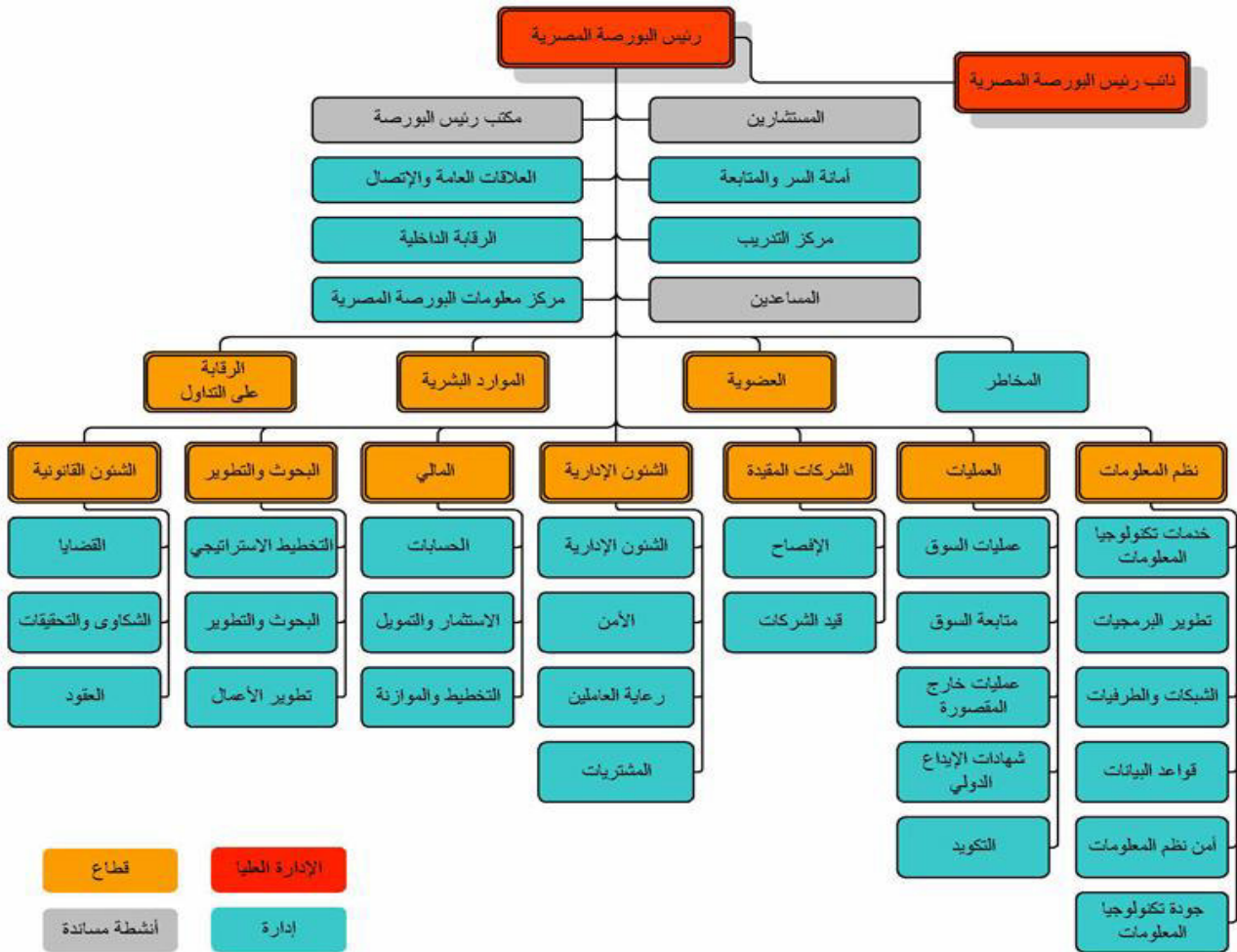
¹ <http://www.egx.com.eg/arabic/History.aspx> تاريخ الاطلاع: 2013/05/12.

² نفس المرجع

وفي عام 1928، قبل انهيار "وال ستريت" بعام، انتقلت بورصة القاهرة إلى المبنى الحالي الكائن بشارع الشرفين، وقبل انهيار البورصة في يوليو 1961 عقب القضاء على القطاع الخاص المصري، بتكريس من الدولة آنذاك، كانت بورصتا القاهرة والإسكندرية "والذين تم دمجهما بعد ذلك" تحتلان المركز الرابع في العالم. وبعد حوالي 36 عاماً، وفي خضم مرحلة جديدة لإعادة الهيكلة الإقتصادية، أصبح في يد نمور نهر النيل أن يقرروا إعادة البورصتين إلى المرتبة التي كانت عليها في البداية¹.

2- الهيكل التنظيمي للسوق:

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي للسوق



المصدر: <http://www.egx.com.eg>

¹ <http://www.egx.com.eg/arabic/History.aspx> مرجع سابق.

3- كيف يتم تنفيذ العمليات داخل البورصة المصرية¹:

- قبل قيام أي من المستثمرين بالتداول على الأوراق المالية المقيدة أو غير المقيدة (خارج المقصورة)، يجب على كل عميل أن يكون لديه حساب تداول مع إحدى شركات الوساطة المؤسسة وفقا لقانون سوق المال و قواعد الهيئة العامة لسوق المال. ويستطيع العميل التعامل بيعا أو شراءً فقط عن طريق شركات الوساطة المرخص لها التعامل عن طريق الهيئة العامة لسوق المال. يجب أن يكون لكل عميل حساب في إحدى بنوك الحفظ (حتى تتمكن البورصة من التأكد ما إذا كانت الكميات في حالة البيع موجودة بالفعل في حساب العميل).
- على كل الوسطاء المتعاملين في جميع الأوراق المالية (أسهم ، سندات ، وثائق استثمار) المقيدة والغير مقيدة ، التداول من خلال نظام التداول الخاص بالبورصة.
- على الوسطاء تسجيل أوامر عملائهم بمجرد إعطاء تلك الأوامر . و التسجيل يجب أن يحتوى على محتويات الأمر ، اسم الورقة المالية ، رقم حساب العميل ، الكمية ووقت استلام الأمر.
- على الوسطاء التأكد من وجود رصيد من الأسهم يكفي لدي العميل في حالات البيع ، و وجود رصيد نقدي للعميل في حالات الشراء و ذلك قيل تنفيذ الأوامر.
- يبدأ التنفيذ عن طريق أمر من العميل لشركة الوساطة ببيع أو شراء عدد من أسهم شركة مصدرة محددة و بسعر محدد مسبقا.

وهذا الأمر يتم تسجيله على النظام الآلي الخاص بالبورصة سواء كان من منفذ شركة الوساطة بالبورصة أو من خلال الشاشات الموجودة بشركات الوساطة (REMOTE TRADING) بعد ذلك يتم تنفيذ الأمر بواسطة النظام الإلكتروني و يحول إلى الحاسب المركزي الخاص بالبورصة . يتم إعطاء تأكيد لشركة الوساطة بان الأمر قد تم تنفيذه على الشاشة.

4- المؤشر EGX30:

قامت البورصة المصرية بتدشين المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية في 1 فيفري 2003 ليتضمن أكبر 30 شركة من حيث السيولة والنشاط يتم ترجيحها برأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر للأسهم ، تم احتساب المؤشر ابتداء من 1 جانفي 1998 بقيمة 1000 نقطة. وكان يصدر تحت اسم (CASE30) إلى أن

تغير اسمه إلى EGX30 في 1 مارس 2009 ليعكس التغيرات التي طرأت على اسم البورصة حيث تم استبدال بورصتي القاهرة والإسكندرية بالبورصة المصرية وفقا لتعديلات قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992.

4-1 شروط ومعايير انضمام الشركات لمؤشر EGX30:

- السيولة: تعتبر السيولة المعيار الأساسي لاختيار الشركات المكونة للمؤشر حيث يتم ترتيب الشركات وفقا لقيمة التداول لآخر ستة أشهر قبل تاريخ المراجعة الدورية وذلك بعد استبعاد قيمة الصفقات.
- عدد أيام التداول على الورقة المالية: يشترط لانضمام الشركة للمؤشر أن يتم التداول على أسهمها في خمسين بالمائة من عدد أيام التداول خلال آخر ستة أشهر قبل تاريخ المراجعة الدورية بعد 60 يوم على الأقل من إجمالي 120 يوما (5 أيام × 4 أسابيع × 6 أشهر).
- نسبة التداول الحر: يشترط ألا تقل نسبة التداول الحر عن 15 بالمائة كحد أدنى لانضمام الشركة للمؤشر وتمثل نسبة التداول الحر عدد الأسهم المتاحة غير المملوكة لمساهم رئيسي والمتاحة للتداول

4-2 منهج قياس رسملة السوق لحساب مؤشر الأسهم

المعادلة المستخدمة لحساب مؤشر EGX30 هي معادلة مباشرة لا تعقيد فيها، حيث يتم حساب القيمة اليومية للمؤشر بقسمة القيمة الإجمالية لرأس المال السوقي معدلا وفقا لنسبة التداول الحر من خلال مجموعة (عدد الأسهم مضروبا في أسعار إقفال أسهم كل من الشركات التي يتكون منها المؤشر مضروبا في معدل التحويل مضروبا في نسبة التداول الحر) لكل الشركات التي يتكون منها المؤشر على قاسم ما.

قيمة المؤشر (مقوما بالعملة المحلية) = إجمالي القيمة السوقية لكل الشركات / قاسم

القاسم: يشق من نقطة البداية في المؤشر وذلك بقسمة القيمة السوقية على رقم يختار عشوائيا، أو مضاعف (كالرقم 1000 مثلا) ليكون نقطة البداية للمؤشر¹.

¹ <http://www.egx.com.eg/arabic/OverviewEGX30.aspx> تاريخ الاطلاع: 2013/05/23.

5- دراسة مؤشر سوق مصر للأوراق المالية:

نعرض تطور مؤشر سوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-2): تطور مؤشر بورصة مصر للفترة 2004-01-02/2013-05-01



المصدر : sa.investing/indices/EGX30

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه إن مؤشر سوق مصر للأوراق المالية لم يتخذ مستوى مستقر مع عدم وجود اتجاه عام للسلسلة، حيث أن من 2003 وهو في منحى تصاعدي حيث سميا عام 2005 بالعام التاريخي لبورصة مصر لعدة عوامل منها الإصلاحات الاقتصادية والقوانين التي تم الإعلان عنها في 2004 على صعيد الجمارك والضرائب ، ليصل في جانفي 2006 إلى 7930.19 نقطة ثم يبدأ في التراجع ليصل في جوان 2006 إلى 4772.78 نقطة، ومن هذا التاريخ يرجع المؤشر في الصعود ليصل إلى أعلى مستوياته في أبريل 2008 عند 11785.51 نقطة ، وبعد ذلك اتخذ مؤشر السوق منحى هبوطي حاد على مدى عشرة أشهر ، حيث ان في هذه الفترة بداية تأثر السوق المصري بالأزمة ليصل في بداية شهر فيفري 2009 إلى ادني مستوى له في السنوات الأخيرة عند 3597.56 نقطة ، وسجل بعد ذلك تصاعد مقبول ولكن بصورة متذبذبة صعودا ونزولا ليرجع ويتنازل إلى مستوى ضعيف في نهاية سنة 2011 وهذا يمكن القول انه تأثر ثورة الربيع العربي كانت مبيّنة على أداء البورصة ليصل عند 3622.35 نقطة ثم يرجع ليتصاعد قليلا ويبقى بصورة متزنة نوعا ما.

- نعرض حالة مؤشر سوق مصر للأوراق المالية خلال فترة تأثير الأزمة 04-10/2008-2008 ، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-3): تطور مؤشر بورصة مصر للفترة 05-10/2008-2008



المصدر : www.Mubasher.info

نلاحظ في الشكل أن مؤشر سوق مصر خلال فترة خمسة أشهر من ماي إلى أكتوبر 2008 حدث سقوط حر للمؤشر فبعدما كان في ماي 2008 عند مستوى 11999.87 نقطة، تدهور في شهر أكتوبر 2008 إلى 4561.09 نقطة ، حيث ظهر تأثيره بعدة عوامل عالمية، ففي هذه الفترة الوجيزة تزامنت معها عدة أحداث عالمية سببها الأزمة المالية، ففي سبتمبر 2008 أعلن عن إفلاس بنك ليمان برذرز وتراجع حاد في البورصة الأمريكية وإعلان عن تعثر ميرل لينش ومؤسسة التأمين العملاقة اية اي جي ، فلم تكن البورصة المصرية بعيدة عن تأثيرات الأزمة وتراكماتها السلبية فإن أكثر من 30% من المتعاملين خلال عام 2008 هم من الأجانب وقد اتجه هؤلاء إلى التخلص من الأوراق المالية التي بحوزتهم على خلفية الأزمة المالية والتوقعات المتشائمة التي ظهرت على خلفية انحدار العالم إلى كساد عالمي جديد، والأسوأ من ذلك قام المستثمرين المحليين ببيع الأوراق المالية التي يملكونها مما أدى إلى اتجاه قيمة الأسهم إلى الانخفاض فولد انخفاضا كبيرا في مؤشر السوق.

6- دراسة الأداء العام للسوق قبل وأثناء وبعد الأزمة:

نعرض تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق المالي المصري خلال الفترة المدروسة من خلال الجداول التالية:

جدول رقم: (3-1) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق مصر المالي قبل الأزمة 2003-2007.

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة التداول (مليار جنيه)	27.8	42.3	160.6	287.0	363
رأس المال السوقي (مليار جنيه)	172	234	456	534	768
الشركات المدرجة في السوق	978	795	744	595	435

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة مصر 2007/2005

نلاحظ من الجدول أن البورصة المصرية حققت مستويات قياسية غير مسبوقة في إجمالي التداول سنة 2005، حيث قفزت قيمة التداول المسجلة إلى 160.6 مليار جنيه بزيادة قدرها 279% مقارنة بالعام الماضي، نظراً لبدأ تطبيق نظام الشراء والبيع في ذات الجلسة، هذا وانخفضت عدد الشركات المقيدة من 978 شركة في 2003 إلى 744 شركة في عام 2005 وبالرغم من ذلك أدى ارتفاع أسعار الأسهم الذي شهده عام 2005 والنشاط الملحوظ في التعاملات في سوق السندات أدى إلى قفزة في رأس المال السوقي ليبلغ 456 مليار جنيه وذلك بارتفاع قدره 95% مقارنة بالعام السابق.

ونتيجة الانفتاح الملحوظ للبورصة المصرية على الأسواق المالية العالمية وتطبيق نظام التداول عبر الانترنت وتحديث أنظمة التداول والرقابة على السوق، وصل إجمالي التداول ليسجل مستوى جيد خلال 2006 حيث قفزت قيمة التداول إلى 287 مليار جنيه بزيادة قدرها 79% مقارنة بالعام الماضي، وقد انخفضت عدد الشركات

المدرجة من 744 شركة في 2005 إلى 595 شركة في 2006 وبرغم من ذلك فقد ارتفع رأس المال السوقي ليلبلغ 534 مليار جنيه في نهاية 2006.

وفي سنة 2007 استطاعت البورصة أن تحافظ على اتجاهها التصاعدي محققة مستويات مرتفعة من إجمالي قيمة التداول لتصل لـ 363 مليار جنيه ، وقد انخفض عدد الشركات المدرجة إلى 435 شركة في 2007 وبالرغم من ذلك فقد ارتفع رأس المال السوقي ليلبلغ 768 مليار جنيه في نهاية 2007.

جدول رقم: (2-3) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق مصر المالي أثناء الأزمة 2008-2009.

السنوات	2008	2009
قيمة التداول (مليار جنيه)	529.6	448.2
رأس المال السوقي (مليار جنيه)	474	500
الشركات المدرجة في السوق	373	306

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة مصر 2009/2008

نلاحظ من الجدول أن بالرغم من الأثر السلبي للازمة المالية العالمية التي ألفت بظلالها على أداء البورصة المصرية كسائر الأسواق العالمية إذ أنها استطاعت إن تحافظ على مستويات مرتفعة للتداول خلال 2008 مقارنة بالعام الماضي حيث سجلت إجمالي قيمة التداول 529.6 مليار جنيه بارتفاع قدره 46% ونظرا للتراجع الكبير الذي شهدته أسعار الأسهم خلال العام نتيجة الأزمة المالية بالإضافة إلى انخفاض عدد الشركات المقيدة فقد فقد رأس المال السوقي حوالي 38% من قيمته ليستقر عند 474 مليار جنيه في نهاية 2008. أما في عام 2009 فمع انخفاض عدد الشركات المدرجة التي أصبحت 306 شركة تراجعت قيمة التداول لتصل إلى 448.2 أما القيمة السوقية فعادت لتتصاعد لتصل إلى 500 مليار جنيه في نهاية العام .

جدول رقم: (3-3) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق مصر المالي بعد الأزمة 2010-2012.

السنوات	2010	2011	2012
قيمة التداول (مليار جنيه)	321	148	185
رأس المال السوقي (مليار جنيه)	488	294	376
الشركات المدرجة في السوق	212	213	213

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة مصر 2012/2010

نلاحظ من الجدول أن عام 2010 شهد استمرار تحسن أداء الاقتصاد العالمي مقارنة بالعامين السابقين وبالرغم من ذلك فقد سجلت البورصة المصرية انخفاضا في إجمالي قيمة التداول قدرة بـ 231 مليار جنيه خلال عام 2010، كما انخفض رأس المال السوقي للأسهم المقيدة في السوق الرئيسي ليصل إلى 488 مليار جنيه، أما في عام 2011 ونتيجة لأحداث الفترة الانتقالية وعدم وضوح الرؤية وتزامن ذلك مع الأزمة المالية فقد تراجعت قيمة التداول إلى 148 مليار جنيه علما أن في 28 جانفي أوقف التداول حتى 23 مارس 2011، كما انخفض رأس المال السوقي ليصل إلى 294 مليار جنيه كما زاد عدد الشركات المدرجة إلى 213 شركة، أما عام 2012 فقد شهد وضعاً اقتصادياً صعباً حيث مرت البلاد بسلسلة متتالية من التطورات السياسية والتي أثرت بشكل كبير على الأوضاع الاقتصادية حيث حققت قيمة تداول قدرها 185 مليار جنيه كما سجل رأس المال السوقي ارتفاعاً جيداً نحو 376 مليار جنيه كما بقي عدد الشركات المقيدة نفسها.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية بعمّان

1- نبذة عن سوق عمّان للأوراق المالية :

تأسست بورصة عمان في مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة.

تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة.

تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسخ أسس التداول السليم والعاقل وحماية المتعاملين في سوق رأس المال. وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.

تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ومراقبة عمليات التداول في السوق وتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.

وتحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية، واتخاذ البورصات الأوروبية الآسيوية والاتحاد الدولي للبورصات والمنظمة الدولية للهيئات للأوراق المالية¹.

2- الهيكل التنظيمي للسوق :

يتكون الهيكل التنظيمي للبورصة من²:

- مجلس الإدارة.

¹ <http://www.ase.com.io/ar> تاريخ الاطلاع: 2013/05/11.
² قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 والمتعلق بالنظام الإداري الداخلي المادة 3.

- المدير التنفيذي.
- نائب المدير التنفيذي.
- رؤساء الدوائر ورؤساء الأقسام والموظفين.

3- أهداف السوق:

يهدف سوق عمان للأوراق المالية لتحقيق الأهداف التالية¹:

- خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة.
 - تطوير عمليات وأساليب التداول الأوراق المالية في البورصة.
 - تطبيق أحدث المعايير العالمية.
 - نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
 - زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
 - الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.
- 4- دراسة مؤشر سوق عمان للأوراق المالية:

نعرض تطور مؤشر سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-4): تطور مؤشر بورصة عمان للفترة 2004-01-02/2013-05-01



المصدر : sa.investing/indices/amgnrx

¹ <http://www.ase.com.jo/ar> نفس المرجع.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن مؤشر سوق عمان للأوراق المالية لم يتخذ مستوى مستقر مع عدم وجود اتجاه عام للسلسلة، حيث أن من عام 2003 وهو في منحنى صعودي ليصل في نوفمبر 2005 إلى 4668.12 نقطة ثم يبدأ في التراجع حتى جوان 2006 ليدخل في فترة الصعود والنزول الحاد ، وبعدها يبقى في مستوى معقول وعند وصول شهر جوان 2008 يتصاعد إلى أعلى مستوى له بـ 4772.25 نقطة، ثم يتنازل بصورة كبيرة ويتأثر ملحوظ كباقي الأسواق المالية العالمية والعربية من الأزمة المالية العالمية في غضون سبعة أشهر أي حتى أوائل شهر فيفري 2009 ، ومن هذا التاريخ و المؤشر في صورة تنازلية وتذبذب ليستعيد توازنه مؤخرًا في نهاية سنة 2012.

- نعرض حالة مؤشر سوق عمان المالي خلال فترة تأثير الأزمة ، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-5): تطور مؤشر بورصة عمان للفترة 06-11/2008-2008



المصدر : www.Mubasher.info

نلاحظ في الشكل أن مؤشر سوق عمان خلال فترة قياسية تقدر بستة أشهر من جوان إلى نوفمبر 2008 حدث سقوط حر للمؤشر فبعدها كان في جوان 2008 عند مستوى 4876.4 نقطة تدهور في شهر نوفمبر 2008 إلى 2645.72 نقطة ، حيث ظهر تأثيره بعدة عوامل عالمية، ففي هذه الفترة الوجيزة تزامنت معها عدة أحداث عالمية سببها الأزمة المالية، ففي سبتمبر 2008 أعلن عن إفلاس بنك ليمان برذرز وتراجع حاد في البورصة

الأمريكية وإعلان عن تعثر ميرل لينش ومؤسسة التأمين العملاقة اية اي جي ، فلم تكن بورصة عمان بمنأى عن هذه التأثيرات للالزمة وتراكماتها السلبية فقد أثرت بصورة كبيرة على أداء السوق نتيجة ارتباطها بالأسواق العالمية ، وهذا التراجع الحاد يعكس حجم التأثير الكبير الذي ناله سوق عمان المالي نتيجة تداعيات الأزمة المالية الأخيرة عليه.

5- دراسة الأداء العام للسوق قبل وأثناء وبعد الأزمة:

نعرض تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق عمان المالي خلال الفترة المدروسة من خلال الجداول التالية:

جدول رقم: (3-4) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق عمان المالي قبل الأزمة 2003-2007.

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة التداول (مليون دينار)	1855.2	3793.3	16871.1	14209.9	12348.1
رأس المال السوقي (مليون دينار)	7772.8	13033.7	26667.7	21078.2	29214.2
الشركات المدرجة في السوق	161	192	201	227	245

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة عمان 2007/2003

نلاحظ من الجدول أن عدد الشركات المدرجة في بوسة عمان في ارتفع مستمر من عام 2003 التي كانت 161 شركة إلى عام 2007 التي أصبحت 245 شركة وارتفع قيمة التداول في السوق لتصل 3793.3 مليون دينار وعلى ضوء التغيرات التي شهدتها أسعار الأسهم وعدد الأسهم المكتتبه بها لعام 2004 وزيادة الشركات المدرجة مقارنة مع عام 2003 فقد ارتفعت القيمة السوقيه للشركات المدرجة لتصل إلى 13033.5 مليون دينار بارتفاع نسبته 67.7%، أما في عام 2005 أدرج سهم الشركة العربية لصناعة الأدوية واسهم مجموعة من الشركات، وارتفعت قيمة التداول في البورصة بنسبة مقدارها 344.8% مقارنة بعام 2004، وفي ظل هذه

التغيرات ارتفعت القيمة السوقية لتصل إلى 26667.7 مليون دينار، وشهد عام 2006 تأسيس عدد كبير من شركات المساهمة العامة أدى إلى ارتفاع عدد الشركات وقامت العديد من الشركات بزيادة رأس مالها وكمحصلة لانخفاض سعر الأسهم فقد انخفضت القيمة السوقية في نهاية 2006 لتصل إلى 21078.2 مليون دينار أما بالنسبة إلى قيمة التداول فانخفضت لتصل إلى 14209.9 مليون دينار، كما شهد عام 2007 تأسيس عدد كبير الشركات مما أدى إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة، أما بالنسبة لقيمة التداول فقد انخفضت إلى 12348.1 مليون دينار، وكمحصلة لارتفاع أسعار الأسهم وازدياد عدد الشركات ارتفعت القيمة السوقية للبورصة في نهاية عام 2007 بنسبة 38.7% لتصل إلى 29214.2 مليون دينار.

جدول رقم: (3-5) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق عمان المالي أثناء الأزمة 2008-2009.

السنوات	2008	2009
قيمة التداول (مليون دينار)	20318	9665.3
رأس المال السوقي (مليون دينار)	25406.3	22571.1
الشركات المدرجة في السوق	262	272

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة عمان 2009/2008

نلاحظ من الجدول أن عام 2008 كان من أصعب الأعوام على الأسواق المالية فلقد عانت هذه الأسواق خاصة في الربع الأخير منه من جراء الأزمة المالية العالمية إلا أن سوق عمان تمكنت من المحافظة على وتيرة جيدة إذ ارتفعت قيمة التداول إلى 20318 مليون دينار أي بنسبة 65%، أما بالنسبة للقيمة السوقية فقد وصلت في نهاية 2008 إلى 25406.3 مليون دينار، ولمواجهة الأزمة المالية العالمية فقد تم تشكيل لجنة عليا من ضمنها هيئة الأوراق المالية، كما زاد عدد الشركات المدرجة لتصل إلى 262 شركة، وفي 2009 انخفضت قيمة التداول بنسبة كبيرة لتصل إلى 9665.3 مليون دينار وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم لعام 2009 انخفضت القيمة السوقية للبورصة في نهاية 2009 بنسبة 11.3% لتصل إلى 22571.1 مليون دينار.

جدول رقم: (3-6) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق عمان المالي بعد الأزمة 2010-2012.

السنوات	2010	2011	2012
قيمة التداول (مليون دينار)	6690	2850.3	1978.8
رأس المال السوقي (مليون دينار)	21858.2	19273	19142
الشركات المدرجة في السوق	277	647	643

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة عمان 2012/2010

نلاحظ من الجدول أن خلال عام 2010 تم تداول بأسهم 277 شركة وقد انخفضت قيمة التداول بنسبة 30.8% مقارنة بالعام الماضي لتصل لـ 6690 مليون دينار وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم نتيجة الأزمة المالية انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية 2010 لـ 21858.2 ، وفي عام 2011 و مع زيادة الشركات المدرجة لـ 647 شركة واصلت قيمة التداول بالانخفاض لتصل لـ 2850.3 مليون دينار وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم واصلت القيمة السوقية للشركات المدرجة انخفاضها لتصل إلى 19273 مليون دينار، في سنة 2012 انخفضت قيمة التداول إلى أدنى مستوى لها بنسبة 30.6% مقارنة مع عام 2011 لتصل إلى 1978.8 مليون دينار وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم وتراجع عدد الشركات المدرجة واصلت القيمة السوقية انخفاضها إلى غاية 19142 مليون دينار.

المبحث الثاني: دراسة سوقي دبي والدوحة الماليين

وعلى مستوى العالم العربي أظهر مسح للشركات العاملة في الشرق الأوسط أن الأردن ستكون الأشد تضررا في المنطقة من جراء تداعيات الأزمة المالية، قطر ستكون الأقل تأثرا بالأزمة.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية بدبي

1- نبذة عن سوق دبي للأوراق المالية :

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000.

وتعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الإستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وبدأ سوق دبي المالي مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000.

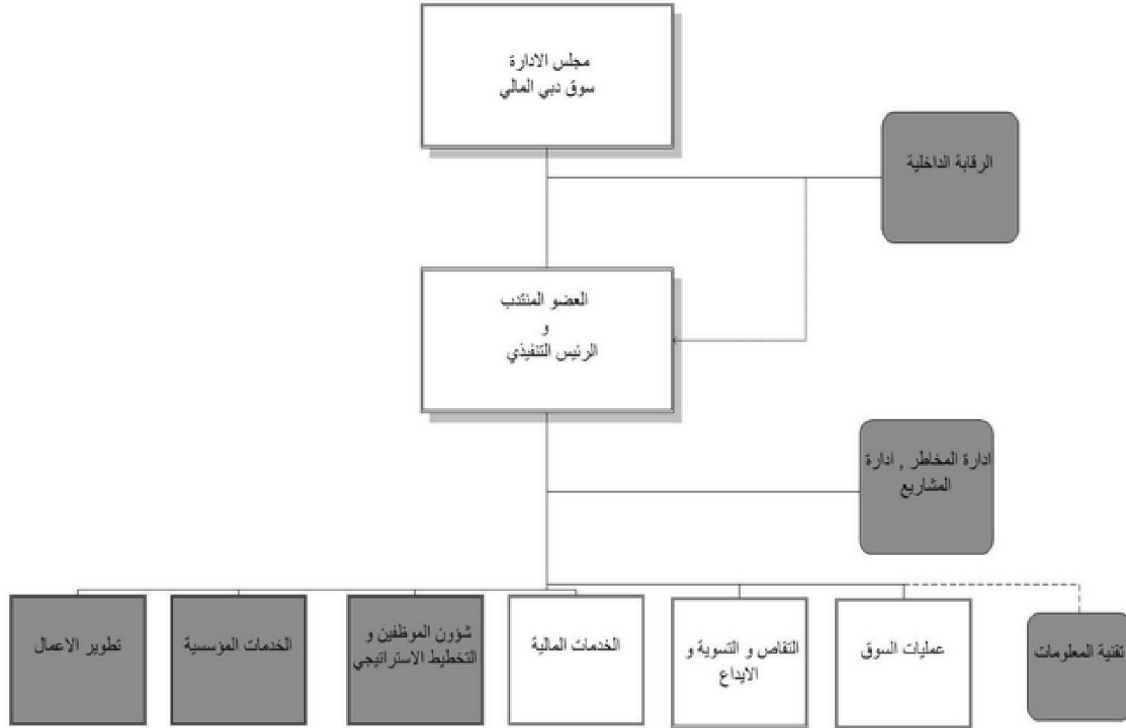
وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم وتم طرح 20% من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. لقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا وتميزا فاق كل توقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم.

ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم وهو ما يعبر عن الرؤية الطموحة لسمو الشيخ محمد بن راشد آل مكتوم نائب رئيس الدولة رئيس الحكومة حاكم دبي.¹

¹ www.dfm.ae/services/printpage.aspx?c=801&0=1 تاريخ الاطلاع: 2013/05/13.

2- الإطار التنظيمي لسوق:

الشكل رقم (3-7): الهيكل التنظيمي للسوق



المصدر: <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=802>

3- أهداف السوق¹:

- خلق سوق استثماري للأوراق المالية يحقق المصلحة للاقتصاد الوطني.
- تنظيم عملية بيع وشراء للأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والمحظورة.
- تحقيق أعلى درجات السيولة خلال السماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعادل فيما بين المستثمرين.
- تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية خلال إدارة الإيداع والتقاص والتسوية ونظمها الالكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة واقتدار.
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات

¹ www.dfm.ae تاريخ الاطلاع: 2013/05/13.

الاستقامة وتوفير التدريب الملائم لهم.

- تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية وإعداد التقارير بناء على تلك البيانات والمعلومات.

4-دراسة مؤشر سوق دبي للأوراق المالية:

نعرض تطور مؤشر سوق دبي للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-6): تطور مؤشر بورصة دبي للفترة 2013-05-01/2004-01-02



المصدر : sa.investing/indices/dfmgi

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن مؤشر سوق دبي للأوراق المالية لم يتخذ مستوى مستقر مع عدم وجود اتجاه عام للسلسلة، حيث أن من 2003 وهو في منحنى تصاعدي ليصل في أكتوبر 2005 إلى قمة مستوى له بـ8236.88 نقطة ثم يبدأ في التراجع ليصل في جويلية 2006 إلى 4175.49 نقطة، ومن هذا التاريخ والمؤشر في تذبذب صعودا ونزولا ليتخذ منحنى تصاعدي ابتداء من سبتمبر 2007 ليتوقف في فيفري 2008 عند مستوى 5960.16 نقطة ، وبعد ذلك اتخذ مؤشر السوق منحنى هبوطي حاد على مدى سبعة أشهر ، حيث أن في هذه الفترة بداية تأثر سوق دبي بالأزمة ليصل في بداية شهر فيفري 2009 إلى أدنى مستوى له في السنوات الأخيرة عند 1520.24 نقطة ، ولم يسجل بعد ذلك أي تصاعد في مستواه بعد انقضاء الفترة العصبية للآزمة المالية التي طالت معظم الأسواق العربية والعالمية.

- نعرض حالة مؤشر سوق دبي المالي خلال فترة تأثير الأزمة ، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-7): تطور مؤشر بورصة دبي للفترة 06-2008-02-2009



المصدر : www.Mubasher.info

نلاحظ في الشكل أن مؤشر سوق دبي المالي خلال فترة ثمانية أشهر من جوان 2008 إلى بداية فيفري 2009 حدث سقوط حر للمؤشر فبعدها كان في جوان 2008 عند مستوى 5827.06 نقطة ثم تدهور بشكل ملفت ليصل في شهر فيفري إلى 1427.93 نقطة ، حيث ظهر تأثيره بعدة عوامل عالمية، ففي هذه الفترة الوجيزة تزامنت معها عدة أحداث عالمية سببها الأزمة المالية، ففي سبتمبر 2008 أعلن عن إفلاس بنك ليمان بردرز وتراجع حاد في البورصة الأمريكية وإعلان عن تعثر ميرل لينش ومؤسسة التأمين العملاقة اية اي جي ، فلم يكن سوق دبي المالي بعيد عن تأثيرات الأزمة وتراكماتها السلبية فبرغم من أن دولة الإمارات العربية المتحدة قد قامت بتقديم ضمانات للودائع المصرفية من المخاطر الائتمانية وذلك لتنشيط وتعزيز الثقة في القطاع المالي والمصرفي في الإمارات ألا أن هذا الإجراء لم يمنع المستثمرين الأجانب من الابتعاد والخروج من السوق منذ أوت 2008.

5- دراسة الأداء العام للسوق قبل وأثناء وبعد الأزمة:

نعرض تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق دبي المالي خلال الفترة المدروسة من خلال الجداول التالية:

جدول رقم: (3-8) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق دبي المالي قبل الأزمة 2003-2007.

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة التداول (مليون درهم)	3997.33	51055.97	405161.47	347548.03	379410.39
رأس المال السوقي (مليون درهم)	55425.4	136707.1	420474.20	311321.4	499719.4
الشركات المدرجة في السوق	14	18	30	46	56

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة دبي 2007/2005

نلاحظ من الجدول أن عدد الشركات المدرجة في سوق دبي المالي في ارتفع مستمر من عام 2003 التي كانت 14 شركة إلى عام 2007 التي أصبحت 56 شركة وارتفع كبير وملفت لقيمة التداول في السوق لتصل 51055.97 مليون درهم وعلى ضوء التغيرات التي شهدتها أسعار الأسهم وعدد الأسهم المكتتبه بها لعام 2004 وزيادة الشركات المدرجة مقارنة مع عام 2003 فقد ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة لتصل إلى 136707.1 مليون درهم ، أما في عام 2005 ارتفعت قيمة التداول في البورصة لتصل لـ 405161.47 مليون درهم ، وفي ظل هذه التغيرات ارتفعت القيمة السوقية لتصل إلى 420474.20 مليون درهم ، وشهد عام 2006 تأسيس عدد كبير من شركات المساهمة العامة أدى إلى ارتفاع عدد الشركات وقامت العديد من الشركات بزيادة رأس مالها وكمحصلة لانخفاض سعر الأسهم فقد انخفضت القيمة السوقية قي نهاية 2006 لتصل إلى 311321.4 مليون درهم أما بالنسبة إلى قيمة التداول فانخفضت لتصل إلى 347548.03 مليون درهم ، كما شهد عام 2007 تأسيس عدد كبير الشركات مما أدى إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة ، أما بالنسبة لقيمة

التداول فقد عادت للارتفاع إلى 379410.39 مليون درهم ، وكمحصلة لارتفاع أسعار الأسهم وازدياد عدد الشركات ارتفعت القيمة السوقية للبورصة في نهاية عام 2007 لتصل إلى 499719.4 مليون درهم.

جدول رقم: (3-9) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق دبي المالي أثناء الأزمة 2008-2009.

السنوات	2008	2009
قيمة التداول (مليون درهم)	305202.05	173507.59
رأس المال السوقي (مليون درهم)	231812	215969.6
الشركات المدرجة في السوق	65	66

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة دبي 2009/2008

نلاحظ من الجدول أن السوق خلال عام 2008 تراجع تراجعاً حاداً وعلى الرغم من ذلك فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في السوق لتصل خلال عام 2008 إلى 305202.05 مليون درهم وانخفضت رسملة السوق في نهاية 2008 بنسبة أكبر من 50% لتصل إلى 231812 مليون درهم علماً أن قبول أدرج تسعة شركات جديدة قد ساعد إلى حد ما في كبح ذلك الانخفاض، ومازالت الأزمة المالية ملقبة بظلالها على أداء بورصة دبي خلال عام 2009 فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة لتصل إلى ما يناهز 173507.59 مليون درهم إلا أن الرسملة السوقية واصلت في الانخفاض في نهاية 2009 لتصل إلى 215969.6 مليون درهم، من الجدول أن سوق دبي المالي لم تكن بمنأى عن تداعيات الأزمة المالية وأثارها المدمرة.

جدول رقم: (3-10) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق دبي المالي بعد الأزمة 2010-2012.

السنوات	2010	2011	2012
قيمة التداول (مليون درهم)	69669.76	32088.19	48774.35
رأس المال السوقي (مليون درهم)	200885.31	180093.42	183836.77
الشركات المدرجة في السوق	61	63	57

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة دبي 2012/2010

نلاحظ من الجدول أن خلال عام 2010 تم تداول بأسهم 61 شركة وقد انخفضت قيمة التداول لتصل لـ 69669.76 مليون درهم وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم نتيجة الأزمة المالية انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في نهاية 2010 لـ 200885.31 مليون درهم ، وفي عام 2011 و مع زيادة الشركات المدرجة لـ 63 شركة واصلت قيمة التداول بالانخفاض لتصل لـ 32088.19 مليون درهم وكمحصلة لانخفاض أسعار الأسهم واصلت القيمة السوقية للشركات المدرجة انخفاضها لتصل إلى 180093.42 مليون درهم ، في سنة 2012 عادت لترتفع قيمة التداول مع عام 2011 لتصل إلى 48774.35 مليون درهم وكمحصلة لاستعادة التوازن تدريجيا ومع تراجع عدد الشركات المدرجة ارتفعت القيمة السوقية لتصل إلى 183836.7 مليون درهم.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية بقطر

1- نبذة عن سوق قطر للأوراق المالية:

يرجع تاريخ تأسيس البورصة القطرية عام 1995، وذلك وفقا للقانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعديلاته، حيث جاء فيه أن سوق الدوحة للأوراق المالية مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي، ويكون مقرها مدينة الدوحة وتخضع لإشراف وزير الاقتصاد والتجارة، وقد بدأت البورصة عملياتها بصورة رسمية في ماي 1997، ومن ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم البورصات في منطقة الخليج العربي.

وفي منتصف عام 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة نايسي يورونكست (NYSE Euronext (NYX من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقا لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة نايسي يورونكست في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط، كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة بعد توقيع اتفاقية الشراكة¹.

2- إدارة السوق:

تتولى إدارة السوق لجنة على النحو التالي²:

- ممثلان عن الوزارة يكون أحدهما رئيسا.
- مدير السوق عضوا.
- ممثل عن مصرف قطر المركزي عضوا.
- ممثل عن غرفة تجارة وصناعة قطر عضوا.
- اثنان يمثلان شركات المساهمة القطرية عضوين.
- اثنان من ذوي الخبرة والكفاءة عضوين.

3- أهداف السوق:

يهدف سوق الدوحة للأوراق المالية لتحقيق جملة من الأهداف هي³:

¹ www.qatarexchange.qa تاريخ الاطلاع: 2013/05/15.

² اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، القانون رقم 14 لسنة 1995، المادة 9.

³ اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الفصل الثالث، القانون رقم 14 لسنة 1995، المادة 7.

- تنمية المدخرات الوطنية وتطوير العادات الادخارية واتجاهها بين مختلف فئات المواطنين عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية والتوعية له، وتعظيم فرصة كفاءة وكفاية استخدام الموارد المالية المتاحة من هذه المدخرات على النحو الذي يخدم التنمية الاقتصادية.
- العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.
- تطوير وترشيد أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرها وتوفير الحماية للمتعاملين.
- تطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتجديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب.
- قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق، والتسيير والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم.
- جمع وتبويب المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها والمقيدة بالسوق، ونشر التقارير حولها، شريطة أن تتناول المعلومات الإجمالية لا الفردية والشخصية.
- الاتصال بالأسواق المالية في الخارج بهدف الإطلاع وتبادل المعلومات في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالي القطري، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.
- تنظيم إجراءات تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسهيلها وتبسيطها

4- المؤشر:

يتكون مؤشر بورصة قطر من أعلى 20 شركة مرتبة حسب قيمة التعويم الحر لرسملة السوق (قيمة رسملة السوق للأسهم المتاحة للتداول فقط) والمتوسط اليومي للقيمة المتداولة. ويعتبر هذا المؤشر عبارة عن مؤشر سعري لحساب نسبة التغير على أسعار الأسهم¹.

¹ www.qatarexchange.qa نفس المرجع

5- دراسة مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية:

- نعرض تطور مؤشر سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-8): تطور مؤشر بورصة الدوحة للفترة 2004-01-02/2013-05-01



المصدر : sa.investing/indices/qsi

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه درجة تشتت كبيرة لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية، مع عدم وجود اتجاه عام للسلسلة، حيث واصل مؤشر السوق مساره التصاعدي من بداية 2003 إلى مارس 2005 ليصل إلى 11148.30 نقطة ليتراجع بصفة حادة وعلى مدى شهرين ليصل في ماي 2005 عند مستوى 9078.04، بعد ذلك يبدأ في تصاعد ليصل لنقطة الذروة في يوم 2005/09/01 إلى 12512.23 نقطة، ثم يتراجع في مارس 2007 ليصل 6050.35 نقطة ثم يتخذ مسار تصاعدي ليصل في ماي 2008 إلى مستوى 11884.77 نقطة.

ومنذ ارتفاعه إلى أعلى المستويات، اتحد مؤشر السوق منحنى هبوطيا على مدى عشرة أشهر بداية من شهر ماي 2008، حيث تراخى خلالها أداء السوق بصورة تدريجية، ويمكن اعتبار بداية التأثير الحقيقي والمؤلم للارزمة المالية مع حلول شهر أكتوبر 2008، حيث اتخذ المؤشر منحنى تراجعيا طيلة أيام الشهر ليصل نهاية أكتوبر إلى مستوى 6928 نقطة، وتواصلت حالة تراجع أسعار الأسهم حيث سجل المؤشر أدنى مستوى له في السنوات الأخيرة عند مستوى 4438.00 نقطة بداية شهر فيفري 2009، متحركا منها بتصاعد حثيث لاستعادة خسائره بشكل تدريجي ويبقى في مستوى مقبول الى شهر ماي 2013.

- نعرض حالة مؤشر سوق الدوحة المالي خلال فترة تأثير الأزمة ، وهذا ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل رقم (3-9): تطور مؤشر بورصة الدوحة للفترة 2009-01/2008-06



المصدر : www.Mubasher.info

نلاحظ في الشكل أن مؤشر سوق الدوحة المالي خلال فترة ثمانية أشهر من جوان 2008 إلى جانفي 2009 حدث سقوط حر للمؤشر فبعدما كان في جوان 2008 عند مستوى 12636.85 نقطة تدهور في شهر جانفي 2009 إلى 5002.95 نقطة ، حيث ظهر تأثيره بعدة عوامل عالمية، ففي هذه الفترة الوجيزة تزامنت معها عدة أحداث عالمية سببها الأزمة المالية، ففي سبتمبر 2008 أعلن عن إفلاس بنك ليمان برذرز وتراجع حاد في البورصة الأمريكية وإعلان عن تعثر ميرل لينش ومؤسسة التأمين العملاقة اية اي جي ، فلم يكن سوق الدوحة بعيد عن تأثيرات الأزمة وتراكماتها السلبية ، فرغم الدعم الحكومي المباشر وغير مباشر الذي قدمته السلطات القطرية فلم يقي ذلك البورصة القطرية من هذه التدايعات الكبرى.

6- دراسة الأداء العام للسوق قبل وأثناء وبعد الأزمة:

نعرض تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق الدوحة المالي خلال الفترة المدروسة من خلال الجداول التالية:

جدول رقم: (3-11) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق الدوحة المالي قبل الأزمة 2003-2007.

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة التداول (مليون ر.ق)	11722.40	23094.56	102842.68	74936.76	108929.46
رأس المال السوقي (مليون ر.ق)	97222.39	147190.72	317201	221729.74	347695.10
الشركات المدرجة في السوق	28	30	32	36	40

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة قطر 2007/2004

نلاحظ من الجدول أن حركة تداول قاعة السوق سجلت خلال عام 2004 أرقاما قياسية في كافة أوجه النشاط فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتصل إلى 23094.56 مليون ر.ق مقابل 11722.40 مليون ر.ق خلال 2003 ، وارتفعت رسملة السوق التي تمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في نهاية 2004 لتصل إلى 147190.72 مليون ر.ق مقابل 97.22 مليار ر.ق في 2003، وذلك لزيادة عدد الشركات المدرجة ، ومن عام 2005 إلى عام 2006 اتسمت سوق الدوحة بتراجع بسبب جملة من العوامل الاقتصادية والتي أبرزها عمليات التصحيح السعري وارتفاع أسعار الفائدة على الودائع، فشهدت السوق تراجعاً في قيمة الأسهم المتداولة لتصل إلى 74936.76 مليون ر.ق حيث كانت في 2005 بقيمة 102842.68 مليون ر.ق وانخفضت رسملة السوق في نهاية 2006 بنسبة 30.10% لتصل إلى 221729.74 مليون ر.ق مقابل 317201 مليون ر.ق في نهاية 2005 ، وكان الصعود هو السمة التي تميزت بها جميع مؤشرات التداول للعام 2007 وذلك عند مقارنتها بالقيمة المناظرة لها في عام 2006 فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في قاعة السوق لتصل

إلى 108929.46 مليون ر.ق، كما ارتفعت رسملة السوق التي تمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بنسبة 56.81% لتصل إلى 347695.10 مليار ر.ق في نهاية 2007 وذلك لارتفاع في أسعار أسهم الشركات حيث حققت 32 شركة من أصل 40 ارتفاعا في أسعار أسهمها في 2007.

جدول رقم: (3-12) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق الدوحة المالي أثناء الأزمة 2008-2009.

السنوات	2008	2009
قيمة التداول (مليون ر.ق)	175552.35	92164.52
رأس المال السوقي (مليون ر.ق)	279038.20	320081
الشركات المدرجة في السوق	43	44

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة قطر 2009/2008

نلاحظ من الجدول أن سوق الدوحة للأوراق المالي لم تكن بمنأى عن تداعيات الأزمة المالية وآثارها المدمرة، حيث اذ شهدت السوق خلال عام 2008 تراجعاً حاداً وعلى الرغم من ذلك فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق لتصل خلال عام 2008 إلى 175.5 مليار ر.ق وانخفضت رسملة السوق في نهاية 2008 بنسبة 19.75% لتصل إلى 279 مليار ر.ق علماً أن قبول أدراج ثلاث شركات جديدة قد ساعد إلى حد ما في كبح ذلك الانخفاض، وما زالت الأزمة المالية ملقبة بظلالها على أداء بورصة قطر خلال عام 2009 فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة بنسبة 47.5% لتصل خلال نهاية 2009 إلى ما يناهز 92.2 مليار ر.ق إلا أن الرسملة السوقية ارتفعت في نهاية 2009 بنسبة 14.75% مقارنة بالعام الماضي لتصل إلى 320.1 مليار ر.ق، ومما أسهم في هذا الارتفاع قبول أدراج شركتين جديدتين.

جدول رقم: (3-13) تطور قيمة التداول ورأس المال السوقي والشركات المدرجة ونصيب الأجانب من إجمالي التداول في سوق الدوحة المالي بعد الأزمة 2010-2012.

السنوات	2010	2011	2012
قيمة التداول (مليون ر.ق)	67185.28	83419.41	70673.86
رأس المال السوقي (مليون ر.ق)	450203	457352	459883.62
الشركات المدرجة في السوق	43	42	42

المصدر: مجموعة من التقارير للبورصات العربية - التقرير السنوي لبورصة قطر 2012/2010

نلاحظ من الجدول أن عام 2011 قد انتهى بإجمالي رسملة سوقية تعدت 457 مليار ر.ق أي ما يمثل بنسبة 1.59% بالإضافة إلى 7 مليارات ر.ق إلى رسملة السوق في عام 2010.

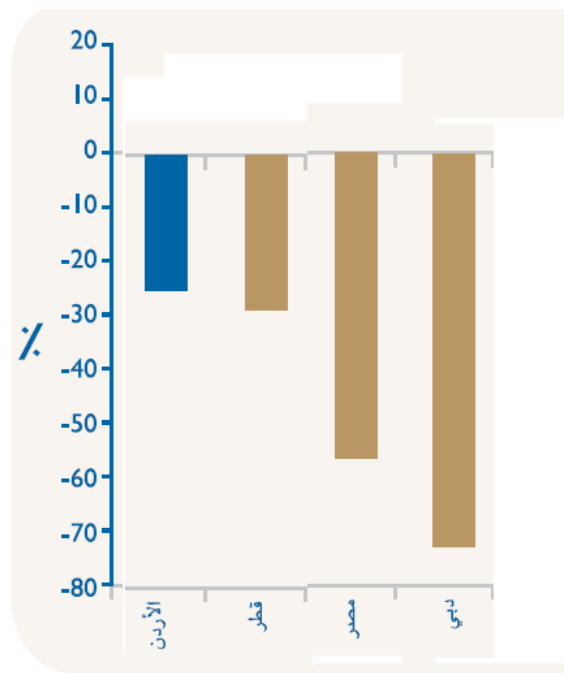
ونظرا لتمديد ساعات التداول زادت قيمة التداول لتصل لـ 83.41 مليار ر.ق مقارنة بـ 67 مليار في نهاية 2010 ومع نقص عدد الشركات المدرجة ليصل إلى 42 ومع هذه الأحداث اللازمة المالية لم تمنع بورصة قطر من الحفاظ على مكانتها كأفضل الأسواق أداء في المنطقة العربية والخليج خلال سنة 2010 و 2011 الأمر الذي يؤكد متانة الشركات القطرية ، وفي 2012 حدث تراجع في قيمة التداول إلى 70.6 مليار ر.ق كما زادت قيمة رأس مال السوق لتصل لـ 459.9 مليار ر.ق

تحليل نتائج الفصل التطبيقي

بعد دراستنا لهذه المجموعة من البورصات نلاحظ أنها تأثرت بشكل واضح بالأزمة المالية العالمية ولكن بدرجات متفاوتة إذ أن أكثر بورصة تعرضت لتداعيات الأزمة كانت بورصة دبي تليها بورصة مصر وبعد ذلك تأتي بورصة قطر وفي الأخير بورصة الأردن التي كان تأثيرها اقل نسبياً وهذا شكل يبين جانب من التأثير:

الشكل رقم (3-10): نسب التغير في الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم في البورصات الأربعة لعام

2008



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان 2008.

يلاحظ من خلال مراجعة مؤشرات أسعار الأسهم مقيمة بالعملة المحلية أن انخفاض مؤشر الأسعار في سوق دبي المالي كان الأكبر مقارنة مع الأسواق المالية العربية الأخرى حيث انخفضت بنسبة 82.4% وجاء في المرتبة الثانية سوق مصر المالي الذي انخفض بنسبة 56.4% تلاها سوق الدوحة للأوراق المالية 38% ثم جاء سوق عمان بنسبة 34.5%¹.

وعلى الرغم من تباين التراجع في مؤشرات البورصات العربية ، إلا أن المخاوف كانت كبيرة بعد الإعلان عن إفلاس ليمان براذرز في 15 سبتمبر 2008 ، باعتباره صدمة كبيرة للمستثمرين الذين كانوا على ثقة بأن الحكومة الأمريكية ، أدى إلى تأثير الأسواق العربية ودخولها في تقلبات حادة اعتمد مدها على أجواء التفاؤل

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان 2008.

والتشاؤم السائد، وذلك تبعا لتوارد الأنباء المتعلقة بالأزمة المالية وبالنظر لبيانات البورصات المسبوقة الذكر في الفصل التطبيقي نستنتج أن البورصات المدروسة جاءت حدة تأثرها بشكل كبير حسب نسبة انفتاحها على الأسواق العالمية .

خلاصة الفصل الثالث:

يتضح لنا من خلال الدراسة التطبيقية لوجود تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية محل الدراسة للفترة لحدوث الأزمة وبعدها، حيث أن كلما نقصت قيمة التداولات وانخفض رأس المال السوقي على مستوى البورصة ككل أثر ذلك على المستثمرين في قطاع البنوك والخدمات بزيادة المخاوف لديهم، وانسحاب الإستثمارات الأجنبية لتغطية خسائرهم في مراكز أخرى.

إن الأسواق المالية انهارت ومازلت تنهار من حين إلى آخر بدرجات متفاوتة ومختلفة، وفي كل مرة يحاول الاقتصاديون تحديد الأسباب المؤدية لها، وذلك من أجل تفاديها مستقبلا ، ومن الواضح أيضا أن تأثيرات الأزمات المالية على الأسواق المالية لديها القدرة على إثارة الاضطرابات في العالم، وأن الاقتصادات المتطورة وجدت نفسها غارقة في ركود خطير، وتشير كل الاتجاهات المستقبلية إلى وجود فرص حقيقة لتحويل الأسواق المالية إلى قوة اقتصادية متطورة وفعالة.

وحاولنا من خلال تناولنا لموضوع الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الأسواق المالية، معالجة إشكالية البحث، وتوزع هذه الخاتمة إلى نتائج البحث والتوصيات و آفاق الدراسة.

النتائج

إن الأزمة المالية التي اندلعت وتفاقت في الولايات المتحدة كانت نتيجة انهيار سوق الرهون العقارية الأمريكية، فقد أدت السياسة النقدية التوسعية في السنوات السابقة في توجيه الكثير من الأموال الى سوق العقار، مما ولد فقاعة كبيرة.

لم يستطيع المقترضين على دفع أقساط القروض المستحقة عليهم، مما أدى إلى انفجار الفقاعة العقارية مما أدى إلى انهيار أسعار العقارات.

بنك ليمان برادرز احد اكبر البنوك الأمريكية، أنهار أمام هذه الأزمة الأخيرة، وتضررت عدة بنوك أخرى نتيجة انخفاض كبير في أسهمها.

تضرر كل الأسواق المالية العالمية من الأزمة المالية، لارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في جمع أنحاء العالم بالأسواق المالية الأمريكية.

تأثرت الدول العربية بدرجات متفاوتة ، إذ أن الدول البترولية تأثرت بشكل أكبر بسبب تراجع الطلب على النفط الذي يمثل الدخل الرئيسي، وتراجعت بسبب الأزمة الإيرادات العامة للدول العربية غير البترولية.

تأثرت الأسواق المالية العربية كثيرا بتداعيات الأزمة المالية العالمية، خاصة الخليجية، التي انخفضت فيها أحجام التداول، وتدافع المستثمرين لبيع أسهمهم وبأسعار متذبذبة، مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم في البورصات العربية.

إن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على الأسواق المالية محل الدراسة، نتيجة لانخفاض قيمة التداول والقيمة السوقية للبورصة، حيث كان أداءها أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة، وكان سوق دبي المالي أكبر المتضررين، حيث انخفضت رسملة السوق في نهاية 2008 بنسبة أكبر من 50% مقارنة بفترة التي سبقت الأزمة، كما أن السوق الذي سرعان ما استعاد عافيته وكان أقل تراجعاً هو سوق الدوحة للأوراق المالية الذي حافظ على مكانته كأفضل الأسواق في المنطقة العربية والخليج خلال 2010 و2011 .

توصيات واقتراحات

بناء على ما ورد في هذه الدراسة وبصفة خاصة نتائجها، نحاول اقتراح بعض التوصيات التي نعتقد أنها تساعد الأسواق المالية العربية على مواجهة ما قد تتعرض له من أزمات مالية، وتتمثل في:

وضع معالجة أكثر شمولية لمخاطر الأسواق المالية، بأن تتضمن فصل قروض المصارف وعزل مخاطر السوق، وضرورة وضع قيود اللازمة على التدفقات الرأسمالية لتتماشى مع آليات السوق.

عدم السماح لنشوء أسواق موازية في الدول العربية تكون خارج سيطرة الأسواق المالية، نظراً لما تشكله هذه الأسواق من بيئة ملائمة لحدوث الأزمات.

ضرورة اتخاذ التدابير والإجراءات المناسبة للحد من انهيار الأسعار وقت حدوث الأزمة، وتحسين بنية الأسواق، والانتقال إلى نظم تسوية كاملة بحيث توفر موعد نهائي للمدفوعات.

تحسين معايير إعلان النتائج والنظم المحاسبية وزيادة الشفافية عن مراكز المجمع للأوراق المالية، الأمر الذي يساعد على خفض مصادر التعاملات غير الحذرة المعتمدة على معلومات خاطئة ومظلمة.

الحاجة إلى تبني الصيرفة الشاملة في ظل التحديات الدولية التي تواجه المصارف العربية في الأوقات الحالية والمستقبلية.

ضرورة دراسة الأزمات المالية التي تعرضت لها بعض الأسواق المالية الناشئة وذلك من أجل الاستفادة منها، وإقامة أسواق مالية فعالة.

العمل على إعادة الثقة في الأسواق المالية أولاً من خلال تدخل الحكومات والبنوك المركزية لضمان توفير السيولة للجهاز المصرفي، ثم العمل على مستوى دولي لحل الأزمة، كما تستوجب إعادة النظر في القواعد الأساسية للنظام الرأسمالي.

أفاق البحث

موضوع البحث الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الأسواق المالية العربية، وفي ظل انفتاح الأسواق العالمية، وحرية انتقال رؤوس الأموال وإلغاء الحواجز والحدود أمام تداول الأوراق المالية في جميع أنحاء العالم، لم تقتصر آثار الأزمة المالية على الأسواق فقط بل انتقلت لتصيب الائتمان السيادي لبعض الدول الأوروبية، ومنه يمكن دراسة العلاقة التي تربط الأزمة المالية العالمية والأزمة اليونان وبعض الدول الأوروبية كالبرتغال واسبانيا.

أولاً/ المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، (مصر، الاسكندرية، الدار الجامعية. ط2).
2. إبراهيم هندي سمير، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات"، الجزء الثاني، (الإسكندرية، مصر، توزيع منشأة المعارف، 2003).
3. أحمد زكي بدوي، معجم مصطلحات العلوم الاجتماعية، (بيروت-لبنان، ساحة رياض الصلح. ط1).
4. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصة والاسواق المالية، (الجزائر، مطبعة دار هومه، ط1، 2002).
5. جلال إبراهيم العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، (الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية، ط1، 2003).
6. حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة، (عمان، الأردن، دار الكندي، ط1، 2002).
7. دانيال أرنولد، تحليل الأزمات الاقتصادية، ترجمة عبد الأمير شمس الدين. (بيروت-لبنان، المؤسسات الجامعية للنشر والتوزيع. 1992).
8. زياد فريد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، (عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1 1998).
9. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، (القاهرة، مصر، دار النشر للجامعات، 2005).
10. السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية. نظرة معاصرة، (القاهرة-مصر، دار الفكر العربي 1999).
11. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، (دمشق، سوريا، دار الفكر المعاصرة، ط1، 2002).
12. صلاح الدين حسين السيبي، بورصات الأوراق المالية، (القاهرة ، مصر ، عالم الكتاب للنشر والتوزيع، ط1، 2003).
13. ضياء مجيد المسور، الأزمة المالية العالمية الراهنة، (الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، ط1 2010).
14. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين التحويل الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تحريرها، (الاسكندرية-مصر، دار الفكر الجامعي. ط1، 2006).

15. عبد الغفار الحنفي، رسيمة قريبا قص ، أسواق المال وتمويل المشروعات، (مصر، الدار الجامعية ، 2005).
16. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، (عمان ، الأردن ، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، 2008).
17. فؤاد إفرايم البستاني، منجد الطلاب. (بيروت-لبنان. دار الشرق. ط9. 1968).
18. محمد الصرفي، البورصات ، (مصر الاسكندرية ، دار الفكر الجامعي ، ط1 2008).
19. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، (عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، 2006).
20. محمد عبد الوهاب العزاوي، الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، (عمان. الأردن. دار إثراء للنشر والتوزيع، ط1، 2010).
21. محمد عبد الوهاب، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية ، (إثراء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2010).
22. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم-سندات-اوراق مالية، (عمان، الاردن، دار حامد للنشر والتوزيع، ط 1 ، 2006).
23. محمد مجدي محمد أبو اليزيد كباره، الأزمة المالية العالمية وآثارها على خطط المتدرب المستقبلية، 2009.
24. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية ، مؤسسات- أوراق - بورصات، (عمان، الأردن، دار الشروق للنشر والتوزيع، ط1، 2005).
25. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، (الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية . ط2. 1997).
26. مصطفى العمواسي وآخرون، الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها على الشرق الأوسط، (عمان الأردن. دار جليس الزمان. ط1. 2009).
27. معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، (عمان ، الأردن، صفاء للنشر والتوزيع، ط2009، 1).
28. نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، (طرابلس، الجماهيرية الليبية، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث التطبيقية، 1998).

الملتقيات والندوات والمؤتمرات:

29. أسماء دردور، نسرين بن زاوي "الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف).

30. بوعشة مبارك "الأزمة المالية، الجذور، الأسباب و الآفاق"، (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف)

31. حسين بورعدة "الأزمة المالية العالمية الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي تحت عنوان "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف)

32. ساعد مرابط "الأزمة المالية العالمية 2008 الجذور والتداعيات" (مداخلة ضمن أعمال ملتقى دولي تحت عنوان "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف)

33. سميرة عطوي، علي قارة "الأزمة المالية فرصة لتعضيد التمويل الإسلامي" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول " أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية" المنعقد في فترة 6-7 أبريل 2009 بجامعة قسنطينة).

34. الشيخ الداوي، "الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها" (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول، الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، المنعقد في الفترة 13-14 مارس 2009 بجامعة لبنان).

35. الطاهر هارون والعقون نادية، الأزمة المالية العالمية الراهنة أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها ، (مداخلة ضمن أعمال ملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الاسلامية المنعقد في فترة 05-06 ماي 2009 بجامعة قسنطينة).

36. محمد بوزهرة، رفيق مرزوقي، الأزمة المالية العالمية وآثارها على الاقتصاديات العربية،(مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف)

37. عبد القادر بريش، محمد طرشي، ، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول ، الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية، المنعقد في الفترة 5-6 ماي 2009 بالمركز الجامعي خميس مليانة).

38. عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة ، (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول ، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، المنعقد في الفترة 25-27/5/2005 بجامعة الزيتونة الأردن).

39. كمال مرداوي، الأزمة المالية العالمية خلفياتها التسويقية، تداعياتها الاقتصادية، وحلولها الاسلامية (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول ، أزمة النظام المالي الدولي وبديل البنوك الاسلامية، المنعقد في الفترة 06-07 ماي 2009 بجامعة قسنطينة).

40. لعل حناشي، تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية، أسبابها وتداعياتها (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول ، أزمة النظام المالي الدولي وبديل البنوك الاسلامية، المنعقد في فترة 06-07 ماي 2009 بجامعة قسنطينة).

41. محمود سحنون، سميرة محسن، المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول ، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية" المنعقد في فترة 20-21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف).

42. مرابط ساعد، الأزمة المالية العالمية 2008، الجذور والتداعيات (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول ، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة الدولية، المنعقد في فترة 20/21 أكتوبر 2009 بجامعة سطيف).

43. مفتاح صالح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الاسلامية، (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول ، الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المنعقد في فترة 5-6 ماي 2009 بالمركز الجامعي بخميس مليانة).

44. يوسف أبو فارة، ملامح الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية، (مداخلة ضمن أعمال الملتقى الدولي حول ، الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على منطقة الشرق وشمال افريقيا، المنعقد في فترة 08/09 ديسمبر 2009 بجامعة الجزائر)

المذكرات والأطروحات:

45. بن لاغة إحسان، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول النامية مع الإشارة إلى عينة من الدول العربية، (مذكرة لنيل شهادة ماستر، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011-2012، ص34.

46. قمجة عبد الرحمن، دراسة أداء أسواق الأوراق المالية في الدول المغاربية-دراسة حالة -بورصة الجزائر- ، (مذكرة ماستر غير منشورة، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012)، ص 31.

47. محمد الهاشمي حجاج "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية" دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال فترة 2007-2008. (رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص مالية الأسواق كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة 2012) ص 70.

المجلات والدوريات:

48. حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية- (مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011)، ص 91 - 110.

49. صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها- (مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 07، 2009)، ص 181-194.

التقارير:

50. التقرير السنوي، بورصة قطر، 2004-2012.

51. التقرير السنوي، سوق دبي المالي، 2005-2012.

52. التقرير السنوي، البورصة المصرية، 2005-2012.

53. التقرير السنوي، بورصة عمان، 2003-2012.

مراجع الأنترنت:

54. http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/49.swf.
55. <http://www.academia.edu/658064/> - "الأزمة المالية العالمية الحالية - محاولة فهم".
56. <http://iefpedia.com/arab>
57. www.dfm.ae
58. <http://www.ase.com.jo/ar>
- عبدالله شحاته الأزمة المالية مفهومها وأسبابها www.pidegypt.org/arabic/AZMA.doc
59. www.jinan.edu.lb/conf/money/recom.po/f جميلة الجوزي "أسباب الأزمة المالية وجذورها"
60. [HTTP://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12](http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12)
61. www.wikipedia.org ويكيبيديا الموسوعة الحرة "كروولوجية الأزمة المالية"

62. <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91P-83FO-4658-8DD216DBDAGF67AS.HTM>.
63. http://www.swalb.net/softs/swalif12/softs244276_24/01/2013
64. <http://www.docstoc.com/docs/145132755>
65. www.qatarexchange.qa
66. <http://www.egx.com.eg>
67. sa.investing/indices/EGX30
68. www.Mubasher.info

القوانين:

69. اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، القانون رقم 14 لسنة 1995، المادة 9.
70. اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الفصل الثالث، القانون رقم 14 لسنة 1995، المادة 7.
71. قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 والمتعلق بالنظام الإداري الداخلي المادة 3.

ثانيا/ المراجع باللغة الفرنسية:

72. Bruno Colmant, Vincent Delfosse, Louis Esch, les obligations: concepts financiers et comptables essentiels, édition de Boeck, Bruxelles 2004.
73. Luc bosson , corinne evarad, cristian jacques, L'asie du sud-est des nouveaux pays industrialises ED.de boeck, bruxelles,1998.