



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



## الموضوع

تأثير الأزمة المالية العالمية-2008- على الأسواق المالية الخليجية

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في (المسار)  
تخصص: مالية و نقود

الأستاذ المشرف:

مرغاد لخضر

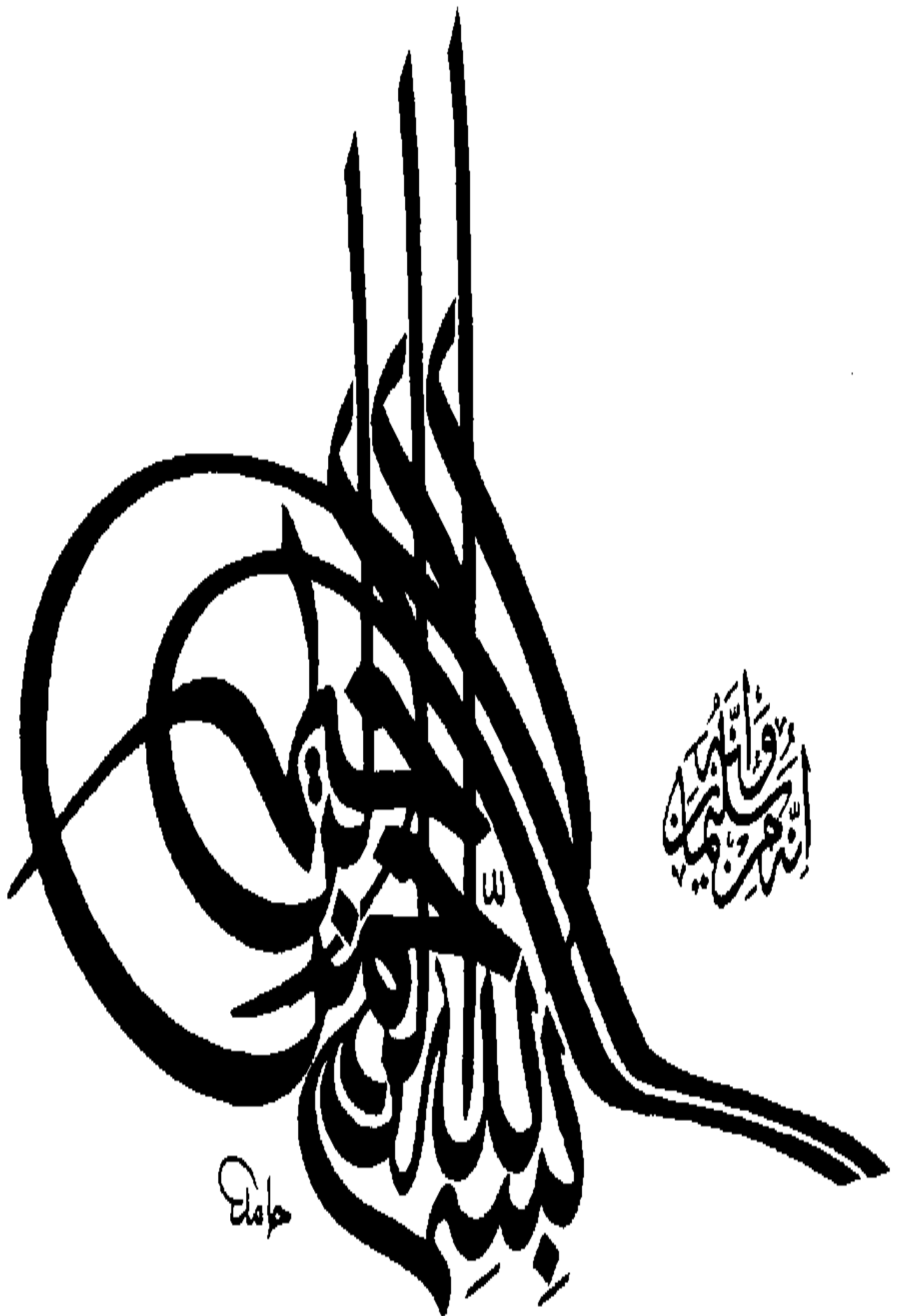
إعداد الطالب:

بورنان نسيمة

رقم التسجيل:	...../2013
تاريخ الإيداع	.....

الموسم الجامعي: 2012-2013

قسم : علوم اقتصادية



# شكر و عرفان

من استعان بالله كان معانا في جميع أموره ومن لم يستعن به كان مخذولا في كل أموره نحمده تعالى و نشكره هو الذي وفقنا في عملنا هذا وهبنا من نوره نستعين به تعالى ونستغفره كما نتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف "مرغاد لخضر" على توجيهيه و مساعداته.

## إهداء

الحمد والشكر لله تعالى الذي وفقنا وما كنا لولاه، ونسأله العافية في أمور الدين  
والدنيا.

بعد بسم الله والحمد لله أهدي جهدي هذا المتواضع إلى:

من قال فيهما الرحمان في كتابه العزيز " واخض لهما جناح الذل من الرحمة".

إلى التي حملتني و أنارت دربي بعطفها وحنانها أمي الغالية "حبيبة".

إلى الذي حرم نفسه لإسعادي وتحمل عناء الأيام، ومن تفنن في إنشاء أحلامي

إلى نبراس دربي وتاج حياتي إلى أبي الغالي

"عمار"

إلى أختي "وحيدة" وابنها "نزار" و "ساجد" و إلى أختي "رشيدة" وابنتها

"منتهى" و "ضحى" و "أياد" "معز" و "لينسا" و "خديجة" و "محمد"

وإخوتي "عادل، حليم، رضا"

و أسامة

إلى كل الصديقات حنان مريم مريم نادية و داد أمال راوية و إلى كل الصديقات

في إقامة لوصيف فاطمة الزهراء.

نسيسة

ملخص الدراسة :

-يعيش الاقتصاد العالمي بصفة عامة و الأسواق المالية بصف خاصة اختلالات لم يشهدها منذ  
أزمة الكساد العظيم عام 1929م، و ألفت هذه الاضطرابات بظلالها الكثيفة على معظم دول العالم و  
بمختلف مستوياته، و قد أحدثت تلك الاضطرابات حالة من الضبابية و عدم التأكد من المستقبل مما أدى  
إلى انهيار الثقة في الأسواق المالية عموما وأصبحت حالة الذعر في هذه الأسواق هي العامل المشترك  
بين المستثمرين على مستوى العالم، إن هذه الأزمة المالية الحالية التي عصفت و لازالت تعصف بأكثر  
البلدان العالمية اقتصاديا و سياسيا و امتد هذا العصف ليشمل باقي أنحاء العالم قد تجاوزت منطق المعالجة  
الظرفية و النسبية و تتجاوز أيضا منطق الترميم و الترقيع و التداوي لأنها ببساطة أعمق و أشد، إذ  
أظهرت هذه الأزمة أن هناك مناطق خلل كبير في بنية و هيكل النظام الرأسمالي و لم نكن كما وصفها

البعض الاقتصاديين في بادئ الأمر (فقاعة) بل هي عملية أنفجارية لسلسلة من الأزمات التي كانت في صلب هيكل النظام الرأسمالي و ما أزمة الرهن العقاري إلا واحدة من بين هذه الأزمات و كانت الشرارة الأولى التي أوقدت فتيل الأزمة المالية العالمية في الربع الأخير من عام 2008\_ ومن الجدير بالذكر أن جذور هذه الأزمة ترجع إلى قبل هذا التاريخ بسنوات عديدة و لذا جاءت هذه الدراسة لتلقي الضوء على هذه الأزمة من مفهومها إلى أسبابها إلى تداعياتها على أسواق المال العربية إذ تحتل مكانة هامة في أي اقتصاد نامي أو متقدم و الحفاظ على هذه الأسواق من الأزمات المالية التي قد تتعرض لها.

الكلمات المفتاحية : الأسواق المالية، الأزمات المالية، أزمة الرهن العقاري.

## **Abstract :**

Generally the world economy and especially monetary markets lived in turbulences and fluctuations since 1929 . these turbulences covered almost all countries in defferent levels . these turbulences caused a foggy seen and uncertain in future . this caused a general collapsed on trust on financial markets . the horror spreaded among investors on world level . these negative effects on world economy.

This current financial crisis which spreaded and still in bigger world countries economically and politically and this crisis included the rest world part overcome the logic of parcial treatment . this crisis shows a big weakness in the structure of capitalism it was not bubble as discribed by some economists but it is explotion action of crisis in the center of capitalism structure. The credit crisis is one of these crisis . it was the first spark to fire the global monetary crisis in the last quarter of 2008 , it is important to mention that the origin of this crisis stared before that history in many years , therefore this study focused on this crisis , causes and imminent collapse on arab monetary markets . the monetary markets occupied an important position in development or developing economy

, market protection is very important therefore , this study focused on the last monetary crisis , the imminent collapses , its effects specially on arab monetary markets , in addition to that methods and procedures which can used to protect the monetary and banking sector specially arab monetary markets from monetary risks which blows this vital sector

Key words: financial markets, the financial crisis, the crisis of property mortgage.

### **résumé:**

Généralement l'économie mondiale et en particulier les marchés monétaires vivaient dans turbulences et les fluctuations depuis 1929. ces turbulences couvert presque tous les pays dans les niveaux DEFFERENT. Ces turbulences ont provoqué une brumeux vu et incertaine à l'avenir. cela a provoqué un général s'est effondré sur la confiance sur les marchés financiers. l'horreur spreaded parmi les investisseurs au niveau mondial. ces effets négatifs sur l'économie mondiale.

Cette crise financière actuelle qui spreaded et encore dans les grands pays du monde économique et politique et la crise compris la partie du monde de repos surmonter la logique de traitement parcial. cette crise montre une grande faiblesse dans la structure du capitalisme n'était pas bulle comme crit par certains économistes, mais c'est l'action de explotion de crise dans le centre de la structure du capitalisme. La crise du crédit est un de ces crises. c'était la première étincelle pour déclencher la crise monétaire mondiale au dernier trimestre de 2008, il est important de mentionner que l'origine de cette crise regarda avant que l'histoire de nombreuses années, therfore cette étude a porté

sur cette crise, les causes et l'effondrement imminent sur marchés monétaires arabes. les marchés monétaires ont occupé une place importante dans le développement ou le développement économique, la protection du marché est donc très important, cette étude s'est concentrée sur la dernière crise monétaire, l'effondrement imminent, ses effets spécialement sur les marchés monétaire arabe, en plus de ce que les méthodes et les procédures qui peuvent utilisé pour protéger le secteur monétaire et bancaire marchés monétaires spécialement arabes contre les risques monétaires qui souffle ce secteur vital

Mots clés: les marchés financiers, la crise financière, la crise des hypothèques sur biens.

## فهرس المحتويات

الصفحة	
I	بسملة
II	شكر و عرفان.
III	إهداء.
IV	ملخص الدراسة.
VII	فهرس المحتويات.
XII	قائمة الجداول.
أ	مقدمة عامة
أ	فرضيات البحث
ب	أسباب اختيار الموضوع
ب	أهمية البحث
ب	أهداف البحث
ب	صعوبات البحث
ب	منهجية البحث

ج	الدراسات السابقة
د	هيكل الدراسة
	<b>الفصل الأول: الأسواق المالية العربية</b>
4	<b>تمهيد</b>
5	<b>المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية</b>
6	المطلب الأول: الأسواق المالية – مفاهيم أساسية-
7	• عوامل نجاح السوق المالي
9-8	• أنواع الأسواق المالية
10	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية، مفهومها
12-11	• مكونات سوق الأوراق المالية
13	• خصائص أسواق الأوراق المالية
14	• وظائف أسواق الأوراق المالية
15	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
17-16	• الأسهم
18	• السندات
19	• المشتقات المالية
20	• أنواع المشتقات المالية
21	<b>المبحث الثاني: معوقات وسمات الأسواق المالية العربية و دوافع قيامها</b>
21	المطلب الأول: دوافع قيام الأسواق المالية العربية
23	المطلب الثاني: معوقات و سلبيات الأسواق المالية العربية
24	المطلب الثالث: مميزات و سمات الأسواق الخليجية
27	<b>المبحث الثالث: خصائص الأسواق المالية الخليجية</b>
28-27	المطلب الأول: السوق المالية في المملكة العربية السعودية
29	المطلب الثاني: السوق المالية في البحرين
31-30	المطلب الثالث: السوق المالية في الكويت
32	<b>المبحث الرابع: السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة وقطر</b>
32	المطلب الأول: السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة:
33	المطلب الثاني: سوق دبي المالي



34	المطلب الثالث: سوق قطر
35	خلاصة الفصل
36	تمهيد
	الفصل الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب ، التداعيات
37	المبحث الأول: الإطار العام للأزمة المالية
37	المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية
38	المطلب الثاني: خصائص الأزمات المالية
39	المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية
40	المبحث الثاني: أسباب وأثار الأزمات المالية
41	المطلب الأول: أسباب الأزمات المالية:
42	المطلب الثاني: أثار الأزمة المالية:
43	المطلب الثالث: إطلالة على الأزمات السابقة
44-43	✓ انهيار 1929
46-45	✓ أزمتي 1987 و1989
47	✓ أزمة المكسيك
49-48	✓ أزمة جنوب شرق آسيا
50	المبحث الثالث: الأزمة المالية الحالية- أزمة الرهن العقاري 2008
52-51	المطلب الأول: الإطار العام للأزمة المالية الحالية:
55-53	المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية – 2008-
56	المطلب الثالث: مظاهر الأزمة
57	المبحث الرابع: تداعيات الأزمة – 2008- والجهود المبذولة لمواجهة الأزمة
59-58	المطلب الأول: تداعيات الأزمة – 2008- على الدول المتقدمة
62-60	المطلب الثاني: تداعيات الأزمة على الدول العربية
63	المطلب الثالث: الجهود الدولية المبذولة لمواجهة الأزمة
64	خلاصة الفصل
67	تمهيد
	الفصل الثالث : تأثير الأزمة المالية العالمية على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي
68	المبحث الأول: تطور الأزمة المالية العالمية في دول الخليج

69	المطلب الأول: تأثير الأزمة على الأسواق المالية الخليجية
70	المطلب الثاني: الآثار الاقتصادية للأزمة على الدول الخليجية
<b>70</b>	<b>المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على امارة دبي</b>
71	المطلب الأول: اندلاع الأزمة دبي
71	المطلب الثاني: أسباب الأزمة دبي
72	المطلب الثالث: عوامل الهبوط في لبورصة المالية وارتداداتها عالميا
<b>73</b>	<b>المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على البحرين الكويت والسعودية</b>
74	المطلب الأول: تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الكويتي
75	المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية على المملكة العربية السعودية
76	المطلب الثالث: تأثير الأزمة المالية على البحرين
78-77	المطلب الرابع: تداعيات الأزمة المالية العالمية على قطر
<b>79</b>	<b>خلاصة الفصل الثالث</b>
<b>80</b>	<b>الخاتمة</b>
<b>80</b>	<b>نتائج اختيار الفرضيات</b>
<b>81</b>	<b>نتائج البحث</b>
<b>81</b>	<b>التوصيات</b>
<b>82</b>	<b>الآفاق</b>
<b>83</b>	<b>قائمة المصادر والمراجع</b>

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول
56	جدول رقم (01): أهم المؤشرات المتضررة في بورصة. و م أ.
58-57	جدول رقم (02): نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول مجموعة العشرين
66-65	جدول رقم (03): التغيرات في أسعار الأسهم.
66	جدول رقم (04): معاملات الارتباط والانحراف المعياري.
67	جدول رقم (05): معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (%).

## مقدمة عامة:

يعيش الاقتصاد العالمي بصفة عامة والأسواق المالية بصفة خاصة اضطرابات واختلالات لم يشهدها منذ أزمة الكساد العظيم 1929 وألقت هذه الاضطرابات بظلالها الكثيفة على معظم الدول وقد أحدثت تلك الاضطرابات حالة من الضبابية وعدم التأكد من المستقبل مما أدى إلى انهيار الثقة في الأسواق المالية عموماً وأصبحت حالة الذعر في هذه الأسواق هي العامل المشترك بين المستثمرين على مستوى العالم واختلاف الآثار لهذه الأزمة من بلد إلى آخر كل بحسب انكشافه واندماجه مع الاقتصاد العالمي.

ولم تقتصر الأزمة المالية العالمية على أسواق و م أ بل تعدتها لتعصف بالبورصات العالمية وفي مقدمتها البورصات الأوروبية والآسيوية ولم تكن البورصات العربية بمأمن منها على الرغم من حداثة نشأتها حيث امتدت لها الأزمة من خلال عدة عوامل محلية وخارجية.

فقد كان انفتاح أسواق المال لدول مجلس التعاون الخليجي على أسواق المال العالمية واعتماد العديد من الدول العربية على الإيرادات النفطية لتمويل النشاط الاقتصادي من العوامل الأكثر تأثيراً لامتداد الأزمة بصورة مباشرة إلى تلك الاقتصاديات، فالمصارف في هذه الدول لها اسم في السوق المالية ومؤسسات تشارك في البورصة في أعمال بيع وشراء سندات وبالتالي سترك آثارها على هذه الأسواق.

وعلى هذا الأساس تم طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الخليجية؟.

ولقد تم التفرغ إلى التساؤلات التالية:

- ماهي خصائص الأسواق المالية الخليجية؟.
- كيف تطورت أزمة الرهن العقاري لتصبح أزمة مالية عالمية؟.
- هل مست الأزمة المالية العالمية الأسواق دول الخليجية؟.

## فرضيات البحث:

- تتسم الأسواق دول الخليج بالانفتاح على الخارج.
- إن أية مخاطر تتعرض لها السوق الأمريكية تنتشر آثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى.
- لم تتأثر الأسواق المالية الخليجية بالأزمة المالية العالمية.

## أهداف البحث:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية العربية والخليجية.
- محاولة الكشف عن أهم أزمات أسواق الأوراق المالية وآثارها على أسواق الدول الخليج.
- محاولة التعرف على تداعيات الأزمة المالية العالمية، والحلول التي طرحت للخروج منها.

## أهمية البحث:

تبرز أهمية البحث من خلال ما يلي:

- يعالج موضوع الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى حدوث انهيارات كبيرة في أكبر اقتصاديات العالم وسمحت بفتح نقاشات واسعة حول التطورات الاقتصادية.
- تسليط الضوء على الأسواق المالية الخليجية ومدى قدرتها على مواجهة الأزمة.

## دوافع البحث:

- مواكبة الحدث والتعرف على أهم المستجدات بخصوص الأزمة المالية العالمية.
- إن الأزمة المالية أثبت منذ بداية انتشارها بأنها أزمة عارمة لم يعرف النظام الرأسمالي مثلها منذ نشأته
- رغم محدودية الأسواق المالية العربية فهي تعتبر شديدة الحساسية اتجاه أي تغيرات تحدث في الأسواق المالية.

## صعوبات البحث:

- ظهور تغيرات يومية ومستمرة من حيث الآثار والمعلومات.
- اتساع الموضوع مما يصعب إلمام وتحليل جميع جوانبه.
- باعتبار هذه الأزمة معاصرة فهناك صعوبة كبيرة في الحصول على المعلومات الرقمية الصحيحة والدقيقة بالنسبة للدول الخليجية.

## منهجية البحث:

- تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي كحتمية أملت طبيعة الموضوع وذلك بوصف مختلف الأسباب التي أدت إلى الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الأسواق المالية الخليجية وتحليلها من خلال مختلف الأرقام والإحصائيات المتحصل من هيئات وتقارير دولية.
- **المنهج التاريخي:** من أجل تتبع بعض الوقائع التاريخية والتسلسلات الزمنية لبعض المراحل التاريخية للأسواق المالية الخليجية.

## الدراسات السابقة:

- عمر عبدة سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال فترة قصيرة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم العلوم الاقتصادية، نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2003-2004.

وقد وصلت الباحثة من خلال دراستها إلى زيادة ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية وهذا نتيجة لعولمة أسواق المال التي أدت إلى إنتقال رؤوس الأموال الأمر الذي أدى إلى زيادة التعاملات على المستوى العالمي.

- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

وقد وصلت الدراسة إلى أن الأزمة المالية العالمية بآثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، نتيجة لانخفاض مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، حيث كان أداء البورصة أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة.

## هيكل للدراسة:

بهدف الإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول رئيسية:

**الفصل الأول:** ويتناول مختلف الجوانب النظرية للموضوع حيث تناولنا في المبحث الأول مفاهيم أساسية عن الأسواق المالية ثم تطرقنا إلى الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية ثم تناولنا الأسواق المالية العربية وأهميتها في المبحث الثاني كما تم تحديد بعض معوقات وسمات الأسواق المالية الخليجية أما المبحث الثالث تناولنا فيه الأسواق المالية الخليجية من حيث نشأتها ومراحل تطورها.

**أما الفصل الثاني:** فيختص بدراسة الأزمة الرهن العقاري حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى عرض مفاهيم عامة حول الأزمة المالية وخصائصها والمبحث الثاني تطرقنا إلى أسباب وأثار الأزمات المالية و إلقاء نظرة على الأزمات السابقة ثم الحلول و الجهود المبذولة للخروج من الأزمة.

**أما الفصل الثالث:** ختمنا به الدراسة من خلال استعراض نماذج من الواقع لأثر أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية الخليجية، حيث خصص المبحث الأول لعرض حقائق عن مختلف الاقتصاديات للنماذج المختارة، أما المبحث الثاني فقد تم فيه تحديد تأثير الأزمة المالية العالمية على إمارة دبي والمبحث الثالث تم فيه تسليط الضوء على باقي النماذج الأخرى.

#### تمهيد:

ظلت الأسواق المالية العربية رغم حداثة بعضها وعراقه البعض الآخر منها تحتل مكانا هامشيا في الأسواق المالية حيث تعرضت هذه الأسواق خلال السنوات الأخيرة إلى الإصلاح والتحديث، ولكن أدائها يكشف أنها تتميز بسمات وتتاثر بمجموعة من المعوقات التي ساهمت بتأطير وضعها، والجدير بالإشارة إلى أن تحقيق الأهداف المرجوة بنجاح، يظل مرهونا باكتمال مجموعة من المتطلبات الأساسية لإنشاء الأسواق المالية ذات طبيعة جيدة.

حيث سنتناول في هذا الفصل دراسة الإطار النظري للسوق المالية، حيث خصص المبحث الأول حول الأسواق المالية من حيث المفهوم و عوامل نجاح السوق المالي و أنواع الأسواق المالية بينما نتعرض في المبحث الثاني الى دراسة معوقات الأسواق المالية العربية بصفة عامة ثم تناولنا الأسواق المالية الخليجية بصفة خاصة .

### المبحث الأول: عموميات حول الأسواق المالية:

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية و على وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم<sup>(1)</sup> الاقتصاديات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمه أو تطورها ، والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد، و تعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستغلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي و المهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزا في السيولة النقدية.

#### المطلب الأول: الأسواق المالية - مفاهيم أساسية-

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم السوق المالية ومختلف أنواعها بالإضافة إلى الشروط الملائمة لتكوينها وعوامل نجاحها.

#### ● مفهوم السوق المالية

الأسواق المالية مثل أي أسواق أخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والآخر مانح لهذه الخدمة.

فالأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلال مدخراتهم إما بشكل مباشر أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون هذه الأموال.<sup>(2)</sup>

<sup>1</sup> -- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، (عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003)، ص9.  
<sup>2</sup> - بدر فاروق، نظرة عامة عن الأسواق المالية، (دار فاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2006)، ص165.

يعرف السوق المالية بأنه " 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 بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة

### • الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية

يتطلب إنشاء سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها في الآتي: (1)

- أ. زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة: حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى المستثمرين من أجل القيام بمشاريعهم.
- ب. تحويل المدخرات إلى استثمارات: حيث تعتبر السوق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمععة إلى استثمارات، وذلك لكون هذا السوق مجالاً لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية.
- ت. إنشاء بورصات للأوراق المالية: حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث يلعب كلا من القطاع العام والقطاع الخاص دوره في هذا الشأن.

ث. الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات لا بد أن يكون مصحوب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، ولا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المستثمرين وحتى تكون هذه الإعلانات ذات صبغة جديّة

### • عوامل نجاح السوق المالي:

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي، ولكن لنجاح هذا السوق يشترط توفر جملة من المتطلبات والشروط وإن اختلفت من سوق مالي إلى آخر، إلا أنها في مجملها تكون متشابهة، نذكر أهمها (2)

- وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضيء صيغة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال.
- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصر الثقة والتنظيم، الثقة في النظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.
- فلسفة اقتصادية واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة، وما يتبعها من أنظمة وقوانين.
- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.
- مؤسسات مالية و مصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.
- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الأجل. إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

<sup>1</sup> - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، (دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007)، ص 13.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، (دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004)، ص 112- 113.



- توفر نظام للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن وضع المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.
- العمل على وجود نظام ضريبي مرن وفعال يراعي متطلبات المجتمع في التنمية من حيث الإعفاءات الضريبية على بعض أنواع الإصدارات.
- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية وشركات الاستثمار وشركات المساهمة العامة وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة<sup>1</sup>

### • أنواع الأسواق المالية:

يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق داخل السوق المالي هما:

- أسواق النقد

- أسواق رأس المال

### ■ الأسواق النقدية(2)

عرفها البعض بأنها السوق التي تتعامل في أدوات الدين القصيرة و المتوسطة الأجل، ويعد هذا التعريف أكثر التعريفات إيجازا و أوسعها انتشارا. و عرفها البعض الآخر بأنها" عبارة عن أسواق الاستثمار قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها عن سنة واحدة، أي أنها عبارة عن أسواق يتم فيها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية و الأجنبية أجل أقل من سنة، و يتركز هذا السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب و العرض .

و يتصف السوق النقدي بعدد من الخصائص أهمها:

- يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل أقل من سنة واحدة.
- سعر الفائدة على الأوراق المالية المتداولة فيه تكون فيه عادة منخفضة.
- يمثل هذا السوق سوق ادخار.
- يخدم بالدرجة الأولى التجار و العمليات التجارية القصيرة الأجل.
- يتميز بسرعة إنجاز معاملات البيع و الشراء ، و عادة ما يتم التعامل فيه عبر شبكات متطورة من وسائل الاتصال مثل أجهزة الحاسوب و الانترنت.
- تتميز الأوراق المستعملة في السوق بسيولة عالية.
- التقلبات في أسعار الأوراق المالية المتبادلة في السوق ضئيل نسبيا.

تعتبر البنوك المركزية و البنوك التجارية و المؤسسات المالية الكبرى أو الوساطة المكون الرئيسي لهذه السوق ، نظرا لما تتمتع به من ملاءة و حجم أموال ضخمة و تكاد تكون المخاطرة شبه معدومة ، أما نسبة الهامش فيها فهي منخفضة جدا ، إلا أن ضخامة الأسواق تعطي عائدا مقبولا، لذلك نجد الأفراد العاديين و المؤسسات الصغيرة لا تقبل على هذه السوق ولا يهتمون بها لعدم قدرتهم على توفير الكما لهائل و الضخم من الأموال ، وبالتالي نجد هذه الأسواق تمتاز بدرجة عالية من الأمان و بقدر كبير من السيولة و المرونة العالية ، الأمر الذي يجعل استثمار الأموال سهلا لاسترداد إما لقصر الفترة الزمنية أو لسهولة تسهيل الأصول المستثمرة في هذه الأموال و من أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي ، شهادات الإيداع القابلة للتداول ، والقبولات

<sup>1</sup> - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، (دار المعزز للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005)، ص24.

<sup>2</sup> - جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، (دار هومة، الجزائر، 2002)، ص36.

المصرفية، و أذونات الخزانة و الأوراق التجارية المصدرة من قبل مؤسسات مالية تمتاز بدرجة عالية من المتانة المالية و ضخامة رؤوس أموالها.<sup>(1)</sup>

### ■ أسواق رأس المال

تعرف سوق رأس المال بأنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة، ويرى البعض بأن سوق رأس المال تتميز بدرجة مخاطرة أعلى مقارنة بالسوق النقدية:

تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة أو فورية وأخرى أسواق العقود المستقبلية، حيث الأسواق الحاضرة هي تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها فور إتمام الصفقة، أما أسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق وعليه فالاختلاف الأساسي بين تلك النوعين من الأسواق يبرز في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها في كل من السوقين، حيث يجري تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل في أسواق النقد، في حين يجري تداول الأدوات المالية طويلة الأجل في أسواق رأس المال.

### المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية مفهومها، أنواعها و وظائفها

بعد أن تعرفنا على مفهوم السوق المالي ومختلف أنواعه والدور الذي تلعبه في الحياة<sup>(2)</sup> الاقتصادية، نحاول التطرق إلى سوق الأوراق المالية و الذي يحتل موقعا مهما في السوق المالية لما له من أهمية بالغة في التطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها.

### ● مفهوم سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل معين. ويعرف سوق الأوراق المالية بأنه<sup>(3)</sup> "السوق التي تتم فيها عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات والأوراق المالية الأخرى شهادات الاستثمار، أوراق مساهمة و تجرى هذه العمليات في مكان محدد و معروف، وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقالييد يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات للمقبلين على الاستثمار والمضاربين على تقلبات الأسعار"

و يعرف أيضا بأنه «السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقا تبيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف باسم البورصة، أما السوق غير المنظم فينتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية"

التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعا في الاستعمال والذي يقتصر على السوق المنظمة «البورصة» للأسهم والسندات والتي يتم التعامل فيها بالبيع والشراء عن طريق خدمات الوسطاء والمسموح لها بالتعامل في السوق وضامني تغطية الاكتتاب. حيث يطلق مصطلح البورصة على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسرة) الذين يقومون بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق.

<sup>1</sup> - إبراهيم أبو بكر المدني، الأسواق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، (مجلة علوم الاقتصاد و التسيير و التجارة، مجلة دولية متخصصة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، العدد 17، 2000)، ص 45، 41.

<sup>2</sup> - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، (دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007)، ص 63.

<sup>3</sup> - أرشد فواد التميمي، المرجع السابق، ص 77.

يتضح مما سبق بأن للأوراق المالية أسواق خاصة يتم من خلالها تبادل تلك الأدوات أو الأوراق مثل أي سلعة أو خدمة أخرى، مع وجود فارق وحيد يتمثل في أن أسواق الأوراق المالية تعد أسواق أكثر كفاءة و تنظيماً من الأسواق العادية الأخرى، وبالتالي فهي تشكل القناة التي يتم من خلالها تدفقا لأموال من المدخرين إلى المستثمرين والعكس صحيح.

وعليه يمكن القول بأن أسواق الأوراق المالية هي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولين و المستثمرين، أو المقرضين والمقترضين لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو ما يطلق عليهم السماسرة الهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل وبدرجة مخاطرة محددة. وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وفي نفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية لدى الممولين<sup>(1)</sup>.

من خلال المفاهيم السابقة يمكن استنتاج العناصر الأساسية لسوق الأوراق المالية وهي:

- الأوراق المالية: وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق.
- المتعاملون: و هم البائعون والمشترون والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- المعلومات : و تمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية لمعرفة المستثمرين الحاليين والمترقبين:

### ● مكونات سوق الأوراق المالية<sup>(2)</sup>

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين رئيسيين هما:

- السوق الأولية.

- السوق الثانوية.

### ❖ السوق الأولية

وهي سوق الإصدارات الجديدة، حيث تسمح هذه السوق للأعوان الاقتصاديين بالتزود بالأموال الضرورية لتمويل مشروعاتهم الاستثمارية، فهذا السوق يؤدي دور الوساطة بين المستثمرين والمقترضين حيث نشأ علاقة مباشرة بين مصدر الأوراق المالية و المكتتب بهاو ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب هي:

- أ. **الأسلوب المباشر** : وفقا لهذا الأسلوب تقوم جهة الإصدار بالاتصال مباشرة بالمستثمرين المحتملين لأوراقها لتسويق إصدارها دون تدخل وسطاء، وذلك لتوفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة، غير أنه يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة لعدم كفاءة أو توفر الخدمة التسويقية المناسبة.
- ب. **الأسلوب غير المباشر** : حيث تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة مايسمى ببنك الاستثمار إصدار الأوراق المالية نيابة عن الشركة، أي يقوم بتمويل شراء الإصدار مقدما ثم يعيد بيعه في السوق الأولي.
- ت. **أسلوب المزايادة** : ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم كاملا لإصدارات<sup>(3)</sup>.

تعد السوق الأولية هي الوسيلة التي يتحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، و تبعا لذلك فهي بمثابة سوقا لاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، وسوقا لاستثمار المالي للوحدات المشتريّة للأوراق المالية . فإذا قامت تلك الوحدات بإعادة بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية فلن يوجد استثمار حقيقي بل يوجد استثمار مالي للمستثمرين الجدد للأوراق المالية المباعة . وتبعا لذلك فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقي، لأن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي وليس الاستثمار الحقيقي

1 - ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات ، (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، 2003 )، ص05

2 - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، (الدار الجامعية، مصر، 1997)، ص89

3 - فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، (دار الجدار للكتاب العالمي، الأردن، 2005)، ص225.

### ❖ السوق الثانوية

السوق الثانوية والتي يطلق عليها سوقا التداول وهي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل و التي سبق إصدارها بالسوق الأولي<sup>(1)</sup>.

تستمد السوق الثانوية أهميتها من كونها توفر عنصر السيولة نسبيا للإصدارات الجديدة في السوق الأولية، وعليه فإن فاعلية السوق الثانوية وكفاءتها هي امتداد لكفاءة و فاعلية السوق الأولية، ومن جهة أخرى، تقوم السوق الثانوية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه للتقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمرا ممكنا، حيث يتم على مستوى السوق الثانوية تسهيل الأوراق المالية، أي تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع، ومما لا شك فيه أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية تجعلها أكثر قبولا و جاذبية، حيث يكون من السهل بيعها وتحويلها إلى نقود بسرعة وبدون خسائر.

تصنف السوق الثانوية طبقا لصيغة تنظيمها فهناك السوق المنظمة والسوق الموازية والسوق الثالث والرابع وفيما يلي شرحا لهذه الأسواق:

#### أ. الأسواق المنظمة

ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية، حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء، وتكون الأوراق المالية المتداولة فيه مسجلة ومستوفاة لشروط التداول<sup>(2)</sup>.

#### ب. الأسواق غير المنظمة

يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم، فليس هناك محدد لإجراء التعامل، وتتم عمليات التبادل في السوق غير المنظمة من خلال مكاتب المتعاملين و سمسارة السوق، حيث تتوفر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية محل التعامل وأسعارها.

#### ت. الأسواق الثالثة

وهي جزء من الأسواق غير المنظمة وتتم فيها عمليات الشراء والبيع الكبيرة من خلال سمسارة غير أعضاء في السوق المنظمة لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبيا، وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأوراق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع والشراء بأي كمية وفي أي وقت، و عادة ماتكون الصفقات بين الشركات نفسها.

#### ث. الأسواق الرابعة

وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى وبين المستثمرين والتي يكون الهدف منها استبعاد السمسارة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

#### ● خصائص أسواق الأوراق المالية

- تتميز أسواق الأوراق المالية ببعض الخصائص تميزه عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:
  - تعد سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيما مقارنة مع الأسواق المالية الأخرى، باعتبار أن المتعاملين في هذه السوق من الوكلاء المختصين، وهنا كشرط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها، وفي أغلب البلدان هنا كإدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
  - التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع

1 - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، (المكتب العربي الحديث، مصر، 2006)، ص170.

2 - أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، (دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009)، ص12.

والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كمية المبيعات، كما أن الصفقات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية كبيرة نسبياً مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء .

- تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لذلك فهي تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

- ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، ولها أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل. وتتميز هذه السوق بدرجة مخاطرة كبيرة مقارنة مع السوق النقدي<sup>(1)</sup>.

### • وظائف أسواق الأوراق المالية

تؤدي أسواق الأوراق المالية وظيفتها التمويلية والاستثمارية بشكل عام من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية من المقرضين إلى المقترضين أو من قبل الذين لديهم فائض مالي إلى الذين لديهم عجز مالي.

وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية إستراتيجية للمعاملات الاقتصادية بين الأفراد والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى العرض وقوى الطلب، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وبشكل أكثر تفصيلاً.

يمكن حصر أهم وظائف البورصة بالأمر المحددة التالية :

- حشد المدخرات المالية باتجاه خلق الاستثمارات المالية وزيادة الإنتاج.
- تسيير سبل البيع والشراء بين المتعاملين كافة والمحافظة على قدر معين من السيولة.
- نشر الوعي الاستثماري بين المدخرين والمقرضين.
- إيجاد سوق مستمرة من خلال إيجاد مشتريين وبائعين دائمين.
- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المستثمرين.
- المساعدة على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل.
- توفير المعلومات وتحقيق عوائد لكل من المقرضين و المقرضين.

### المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم الأدوات المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي أدوات مالية تعكس الملكية بالإضافة إلى المشتقات، وهي عبارة عن أوراق مالية، وأدوات مالية تعكس المديونية<sup>(2)</sup> طويلة الأجل ذات فترة الاستحقاق أكبر من سنة أو التي يتم إصدارها بدون فترة استحقاق، كما تتصف بأن الاستثمار فيها يتضمن درجة مخاطرة أعلى من أدوات السوق النقدي، وذلك لتذبذب أسعارها في السوق، مما قد يعرض المستثمرين في هذه الأدوات المالية لخطر الخسائر الرأس مالية.

#### 1- الأسهم<sup>(3)</sup>

تعد الأسهم أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، كما أن هناك العديد من التصنيفات للأسهم، وتتميز بعدة خصائص ومزايا تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى. ويعرف السهم بأنه "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة و يعطي للمساهم ليمثل حصة في رأس مال الشركة"، و

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، (دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008)، ص 46.

<sup>2</sup> - محمد مطر، إدارة الاستثمارات، (وايل للنشر و التوزيع، عمان، 2006)، ص 210.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 211

إصدار الأسهم من قبل الشركات وبيعها في السوق المالي يعد وسيلة تستخدمها الشركات للحصول على الأرصدة النقدية لتمويل نشاطاتها، وأن سوق الأسهم يعتبر من أوسع أسواق المال في الدول الصناعية.

تتميز الأسهم بدرجة مخاطرة عالية و تعد من أكثر الأدوات استعمالاً بين المستثمرين، بحيث ترتب لحاملها حقوقاً عديدة من أهمها حق الحصول على الأرباح، و حق التصويت في الجمعية العامة، وحق الاكتتاب في الأسهم الجديدة، وحق توقف مسؤوليته عند حدود ملكيته فيها، وحق فحص السجلات و القوائم المالية، إلى آخره من الحقوق التي يعطيها إياه قانون الشركات.

تعكس تغيرات قيمة الأسهم في السوق المالي مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة، كما أن لسوق الأسهم دوراً هاماً في اتخاذ القرارات الاستثمارية، لأن سعر الأسهم سوف يؤثر في حجم الأرصدة النقدية التي يمكن الحصول عليها عن طريق بيع الأسهم من أجل تمويل النشاطات الاستثمارية، حيث تستخدم هذه الأموال لشراء الآلات و المعدات وتسهيل العملية الإنتاجية. ومن جهة نظر المستثمر فإن للسهم أكثر من قيمة مالية، يمكن استعراضها كالتالي:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها الإصدار وتكون مدونة في عقد التأسيس.
- القيمة الدفترية: وهي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي والتي تتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين رأس المال والاحتياطيات والأرباح الموزعة على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب بها. (1)
- القيمة السوقية: وهي عبارة عن سعر السهم في سوق الأوراق المالية وهذه القيمة تتغير بناء على عوامل مختلفة في العوائد التي تحققها الشركة و التوزيعات
- القيمة الحقيقية أو القيمة العادلة: وهي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم الخصائص مايلي:

- القابلية للتداول: تعطي الأسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، إذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإن الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.
  - الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهماً متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.
  - المسؤولية المحددة للمساهم: المسؤولية للمساهم تكون محدودة في الشركة بقدر المساهمة والمشاركة فقط لهذا المساهم كحصة من رأس المال أو الملكية للشركة.
  - تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، و يبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ وينتقل حق فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال.
- يمكن أن يأخذ السهم عدة أنواع و عدة أشكال و يميز في هذا الجزء بين نوعين من الأسهم هما:

- أ. الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.
- أ. الأسهم العادية: هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال نشاطها أو في أصولها عند تصفيتها و تصدر الأسهم العادية غالباً في فترة واحدة متساوية الحقوق و الالتزامات، وليس لها تاريخ استحقاق محدد، طالما أن الشركة قائمة و مستمرة. وإلى جانب الحصول على جزء من أرباح الشركة و جزء من أصول الشركة في حالة التصفية، تحول الأسهم لحاملها الحقوق التالية: (2)
- تعطي لحاملها حق التصويت و الاشتراك في الجمعيات العمومية باعتبارهم أصحاب المشروع و مالكيه.

<sup>1</sup> - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية (موقعها من السوق؛ أحوالها؛ ومستقبلها)، (دار الوفاء للطباعة و النشر، الإسكندرية، 2000)، ص 47

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 48

- تعطي لحاملها حقا لأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال .
- تعطي لحاملها حق الإطلاع على المركز المالي للشركة و كافة السياسات والقراءات المتعلقة بوضعية الشركة وتسيير شؤونها
- تعطي لحاملها حق نقل الملكية البيع دون الرجوع للشركة .
- للسهم العادي قيمة اسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية.
- وتمثل القيمة الاسمية القيمة المثبتة على صك السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.
- أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية و المتمثلة في مجموع كل رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة . وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال ،وق تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية<sup>(1)</sup>
- يمكن تقسيم الأسهم من حيث الشكل إلى أسهم لحاملها وأسهم اسمية بحيث أن:
- الأسهم لحاملها هي الأسهم التي تتداول بين المستثمرين بدون أن تحمل اسم المالك على وجه الصك، و تنتقل الملكية للسهم بمجرد الحيازة الفعلية للسهم، ويتم إصدار أسهم لحاملها فقط في حالة ما إذا كانت القيمة مدفوعة بالكامل. بينما الأسهم الاسمية هي التي يسجل اسم صاحبها على وجه الصك. ويسجل بسجلات الشركة، و عند بيع السهم لمستثمر آخر يلزم نقل الملكية في سجلات الشركة.
- الأسهم الممتازة : وهي الأسهم التي تقع بين السندات والأسهم العادية، وتجمع بين خصائصهما، حيث توفر هذه الأسهم امتيازات إضافية لحامله إلا يتمتع بها حامل السهم العادي سواء كان في الأرباح الموزعة سنويا أو تصفية أصول الشركة عند الإفلاس أو عند تسهيل أصولها.
- أما المميزات التي يتمتع بها حامل السهم الممتاز فنذكر منها:
- حق الأولوية في الحصول على الأرباح و بنسبة محددة .
- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية عن الأصول .
- حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى .

### 2- السندات<sup>(2)</sup>

- تعتبر السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، وتعرف بأنها " ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة و تطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار " وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها الشركات المساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال، وتعتبر عن مديونية أو قروض للغير بقيمة اسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكونه طويل نسبيا.
- و بالمقارنة مع السهم، تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:<sup>(3)</sup>
- السندات أداة دين: يرتب السند لحامله عن الشركة المصدرة حق دائنيه، يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء عن أرباح لشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، (منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002)، ص7.

<sup>2</sup> - محمد مطر، المرجع السابق، ص220.

<sup>3</sup> - أنس البكري، وليد صافي، المرجع السابق، ص108.

- السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة ، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة ، والسند في ثبات دخله يشبه السهم الممتاز.
- محدودية الأجل: دائما يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه ، ويسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار ، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له.
- قابلية السند للتداول : وهذه الخاصية تشبه خاصية تداول السهم، خاصية التداول هذه تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.
- يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة لكننا سنقتصر على بعض الأنواع وهي كالآتي:
- السندات المضمونة : وهي سندات صادرة بقيمة اسمية تكتتب فائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة.
- السندات القابلة للتحويل : وهي سندات تعطي لحاملها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر معين وخلال مدة معينة.
- سندات محلية : وهي سندات تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.
- سندات دولية : وهي سندات تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين.
- السندات متوسطة وطويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال، و تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة أو متوسطة لأجل ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.

### 3- المشتقات المالية: (1)

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات المالية التي برزت حديثا في أسواق المال في الدول المتقدمة، الهدف منها هو أخذ الحيلة الكافية من تحقيق أي خسائر رأس مالية في الأدوات المالية المتداولة نتيجة تقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية. كما تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي. و من العوامل التي ساعدت على ظهور مثل هذه الأدوات هو سرعة الانجاز في المعاملات والتبادل في الأسواق المالية، و المترتبة على سرعة الاتصالات

#### ● مفهوم المشتقات المالية: (2)

المشتقات المالية هي "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو سلعة أو عملات أجنبية، و التي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق ،أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. و على خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده و ليس هناك عائد مستحق على الاستثمار . و تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض و تشمل إدارة المخاطر و لتحوط ضد المخاطر ، و المراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة ."

#### ● أنواع المشتقات المالية

تتعدد المشتقات المالية لكن أكثرها تداولاً في الأسواق المالية ثلاث هي:

- عقود الخيار.
- العقود المستقبلية.
- عقود المقايضات.
- أ. عقود الخيارات: (1)

<sup>1</sup> - سمير رضوان عبد الحميد حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، (دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005)، صص 61-62.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، المرجع السابق ، ص 271.



عقود الخيارات عبارة عن " عقد بين طرفين يعط حامله الحق في شراء أو بيع سهم أو سند معين بسعر معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين و تسمى بالمشتقات لأنه يتم اشتقاقها من الأسهم العادية و السندات و تصدر من المستثمرين مباشرة و لادخل للشركة مصدرة الأسهم العادية فيها وتعطي حاملها الحق في شراء . السهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد أو بيع للسهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد".

في حين يطلق على الخيار، (call option) و يسمى الخيار الذي يعطي لمالكة الحق في الشراء بخيار الشراء (put option) الذي يعطي لمالكة الحق في بيع الأصل محل الخيار خيار البيع و يمكن التمييز بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي، فعند الالتزام بممارسة الحق في تاريخ معين فإن ذلك بينما إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال فترة، (European options) يتبع عقود الخيار الأوروبية بينما إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال فترة معينة، فإن ذلك يتبع نموذج عقود الخيار الأمريكية و بصفة عامة فإن الخيارات هي أدوات للتأمين ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شراءها أو بيعها في المستقبل .

ب. العقود المستقبلية – الآجلة – (2)

تعتبر العقود المستقبلية من الأنواع الهامة لمشتقات الأوراق المالية، و هي التزام لشراء أو بيع أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي، أي أن يتم التنفيذ في المستقبل، و العنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بين ما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في تاريخ مستقبلي . ويتراوح الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد عادة بين الأصول الحقيقية مثل السلع المعدنية و المواد الزراعية و بين الأصول المالية كالأسهم و السندات، كما يمكن أن يسري أيضا على مؤشرات السوق المالي.

تختلف عقود المستقبلية عن عقود الخيار بوجود التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاقية حتى النهاية، حيث ليس هناك التزام في عقود الخيار في تنفيذ العقد، بالإضافة إلى أن المستثمر المضارب في العقود الآجلة يتعرض لدرجة عالية من المخاطر تتجاوز تلك التي يتعرض لها المستثمر في عقود الخيار، ذلك لأنه مشتري الخيار لا تتجاوز خسارته قيمة العلاوة أو المكافأة التي يدفعه المحرر الخيار، بينما خسارة المستثمر في العقد المستقبلي يمكن أن تشمل القيمة الإجمالية للعقد السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية.

### ت - عقود المبادلات<sup>(3)</sup>

تشكل المقايضات صورة من صور المشتقات المالية وتسرى عقودها على أسعار الفائدة و العملات و يعرف عقد المبادلة بأنه " اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، و بتعهدات بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر و دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي اتجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضان التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها و ذلك دون إحلال بحق كل منهما لتلك الأصول فخلافا لعقود الاختيار تعتبر عقود المبادلة ملزمة للمتعاملين، كما أن المتحصلات والمدفوعات بين الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بسلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

### المبحث الثاني: معوقات وسمات الأسواق المالية العربية ودوافع قيامها

<sup>1</sup> - عيد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، (دار النشر الجامعية، الإسكندرية، 2006)، ص55.

<sup>2</sup> - دكتور هشام، ماهية المشتقات المالية، عن الموقع: <http://ejabat.Google.com.Ijabat//hread?id>

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص56.

لقد أدركت الدول العربية أهمية إنشاء وتطوير الأسواق المالية على الرغم من وجود نقاط ضعف و قصور التي تعرقل نشاطها و الذي سوف نتطرق إليها في هذا المبحث

### المطلب الأول: دوافع قيام الأسواق المالية العربية وأهميتها<sup>(1)</sup>.

تتمثل دوافع قيام الأسواق المالية العربية فيما يلي:

- ✓ يتمثل في الإخفاق الناجم في سياسات الاستدانة والعون الخارجي لحل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي والمحلي فضلا عن إخفاق السياسات المالية في الستينات والسبعينات التي كانت تعتمد على الضرائب بشكل رئيسي في زيادة الواردات وعدم تماشي سياسة الإنفاق على المشاريع والبنية التحتية مع الإمكانيات الاقتصادية من جهة أخرى، لقد دفع ذلك الإخفاق إلى تبني سياسات هادفة إلى تشجيع الادخارات المحلية الخاصة وتوجيه تلك الإدخارات نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها.
- ✓ تكمن في التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية ولفت الانتباه لدى عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأدوات المالية والأسواق المالية التي تستخدم فيها.
- ✓ ويتمثل في نجاح النماذج التي أظهرت في تحقيق بعض الدول نتائج ايجابية.

وتبرز الحاجة إلى الأسواق المالية العربية بدرجة كبيرة في اقتصاديات الدول العربية من خلال أهمية هذه الأسواق، وضرورة اتخاذ ما يلزم لتطويرها من اجل خدمة هذه الاقتصاديات، والتي يمكن أن تتمثل فيما يلي:

- الحاجة إلى تطوير الاقتصاديات العربية، ذلك أن معظم الدول العربية غن لم تكن جميعها تقريبا، تعاني من ضعف درجة التطوير، ومن احتلال هيكلها الإنتاجي والذي يرتبط به ضعف قدرتها على توليد الدخل والنتاج القومي، وضعف قدرتها على توفير فرص العمل، وانخفاض صادراتها كما، وضعف درجة تنوع هذه الصادرات بسبب اختلال هيكل الإنتاج فيها، وضعف البنية التحتية فيها والمتمثلة بمواقف رأس المال الاجتماعي كالطرق والجسور ومشروعات الماء والكهرباء والتعليم والصحة وغيرها.
- وجود تباين واضح في المدى الذي تتوفر فيه الأموال بين الدول العربية، حيث تتوفر بدرجة اكبر الموارد المالية لدى بعض الدول العربية، وبالذات الدول النفطية في حين تشح فيه الموارد المالية وبدرجة كبيرة لدى البعض الآخر من الدول العربية الغير النفطية، وهو الأمر الذي يمكن أن يتحقق معه استخدام لبعض الموارد المالية العربية في حالة تنظيمها وتطورها بما يضمن تحقيق ذلك<sup>(2)</sup>.
- وبهذا فإن هذه الأسواق يمكن أن تسلم في حالة تطورها في تحقيق تعاون عربي أوسع مدى وأكثر قوة وبالشكل الذي يمكن أن يقود إلى تكامل الاقتصاديات العربية ويسهم بالتالي في تحقيق تطور من خلال تعاونها وتكاملها وبالذات في المجالات التي تعجز في الأخطار منفردة أي كل على حدى في القيام بهاك مجالات الصناعة الإنتاجية وتطوير القدرة التكنولوجية العربية، والصناعية العسكرية... الخ.
- وعملية يمكن إقامتها من خلال الجهد العربي المشترك بالاعتماد على الموارد المالية من بعض الدول العربية، والموارد البشرية وبالذات ما يرتبط منها بنوعية هذه الموارد وذلك من خلال ما يتاح من تمويل لذلك عن طريق الأسواق المالية العربية.<sup>(3)</sup>
- توجه العديد من الدول العربية نحو الخصوصية سواء من خلال تحويل مشروعاتها من القطاع العام إلى الخاص ناو من خلال توسيع دور القطاع الخاص وزيادة درجة الاعتماد عليه في القيام بالنشاطات الاقتصادية،

<sup>1</sup> - أنطوان الناشف، خليل الهندي: "العمليات المصرفية والسوق المالية"، (الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة، لبنان، 2000)، ص ص 166- 267.

<sup>2</sup> - فليح حسن خلف: المرجع السابق، ص 278.

<sup>3</sup> - عبد المطلب عبد الحميد: "السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة"، (مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003)، ص ص 60-

وهذا يقتضي الحاجة إلى توفير التمويل للقطاع الخاص حتى يؤدي دوره في الاقتصاد، وهو الأمر الذي يمكن أن تتم به الأسواق المالية العربية في حالة تطورها. اعتمادا على تطوير عرض أدوات التعامل في هذه الشركات المساهمة، وكذلك من خلال الطلب على هذه الأدوات.

■ الإصلاحات الاقتصادية التي تجري في الدول العربية وما يرافقها من تغيرات تتمثل بتخفيف القيود التي تفرضها الحكومات على عمل النشاطات الاقتصادية، ومنعها بذلك حرية أكبر في قيامها بهذه النشاطات، وبالشكل الذي يترافق مع تغيرات هيكلية في الاقتصاد نتيجة التوجه نحو الاعتماد على آلية السوق بدل من الاعتماد على التدخل الحكومي وهو ما يمكن أن يسهم في توفير البيئة المناسبة لعمل الأسواق المالية العربية حتى تؤدي دورها في الإسهام في إجراءات الإصلاحات الاقتصادية والتغيرات الهيكلية.<sup>(1)</sup>

■ التطورات المتزايدة والمسارعة في العالم، وبالذات ما يتصل منها لعمل الأسواق المالية سواء من خلال تنوع الأدوات المستخدمة في تعاملاتها، ومن خلال توفر الإمكانية للحصول على المعلومات بقدر أوسع، وبشكل أسهل، وبسرعة أكبر وبكلفة أقل وكذلك في إجراء التعاملات باستخدام المستندات التي تتطور باستمرار. وكل هذا يستدعي تطوير مبادئ للأسواق المالية العربية اعتمادا على الإمكانيات التي تتيح إحداث مثل هذا التطوير فيها.

### المطلب الثاني: معوقات وسلبيات الأسواق المالية العربية<sup>(2)</sup>

على الرغم من حدوث بعض التطورات في البورصات العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي و التحسن الملحوظ في أداءها، إلا أنها مازالت تعاني من بعض السلبيات والمعوقات والتي تحول دون تطورها وتحقيق الكفاءة و الفعالية المطلوبة و قيامها بالدور المنشود منها في تمويل عمليات التنمية.<sup>(3)</sup>

إن من أهم السلبيات و المعوقات التي تمتاز بها الدول العربية نذكر:

#### أ. معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي و التشريعي و الهيكلي :

بالرغم من وجود أسواق منظمة في معظم الدول العربية إلا أن القوانين المنظمة للأسواق الأولية لا تتماشى مع الواقع الاقتصادي، حيث في كل مرة تقوم السلطات المختصة بإعادة النظر في هذه القوانين من أجل تعديلها أو تجديدها كليا أو جزئيا . كما أن الأسواق الثانوية لا تزال غير منتظمة في بعض الدول العربية و البعض الآخر منظم جزئيا أو غير متكامل.

وبالتالي فإن هذه الأسواق تفتقر للقواعد و الضوابط التشريعية و الأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، كما أن العديد منها لا يزال حديث العهد و من بين المعوقات التشريعية و التنظيمية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية نجد :

- قصور التشريعات الاقتصادية و المالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة التعاون المشترك بين البورصات العربية

- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة حول حماية صغار المستثمرين

<sup>1</sup> - أنطوان الناشف، المرجع السابق، ص 268.

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل مواجهتها، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 42.

<sup>3</sup> - أحمد محي الدين أحمد: "سلبيات أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول العربية"، (مجلة علوم المصارف العربية، فيفري 2001)، ص ص 307-

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كعامل استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط<sup>(1)</sup>
  - عدم استفادة البنوك العربية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل.
  - افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم مثل الشركات الصانعة للسوق.
- ت. ضيق ومحدودية أسواق الأوراق المالية العربية<sup>(2)</sup>

بالرغم من التطور الذي حققته أسواق الأوراق المالية العربية، فهي لا تزال ضيقة محدودة بالمقارنة مع الأسواق المالية الناشئة في عدد من الدول النامية، لأسباب عديدة منها حداثة هذه الأسواق من جهة، و نتيجة لعوامل ثقافية و اجتماعية تؤثر على نمط ملكية الشركات وتنظيمها، و عدم تسجيلها في البورصات أو طرح أسهمها للتداول من جهة أخرى، كما تتصف أسواق الأوراق المالية العربية بما يلي:

- صغر حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، و يظهر ذلك في سوق الكويت، البحرين، قطر، الأردن .
  - نقص عدد الشركات المدرجة فيها ، وذلك لأن تزايدها يؤدي إلى زيادة فرص الاستثمار و زيادة حجم التداول، حيث يبلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في البورصات باستثناء بورصة مصر 75 شركة بمقابل 330 شركة في بورصات الأسواق الناشئة و750 شركة في البورصات المتقدمة 60 ضعف السيولة، و يتضح ذلك من خلال الانخفاض اليومي في عدد العمليات التي تبرم في البورصة إضافة إلى عدد أيام التداول في السنة، و يرجع ضعف التداول أساساً إلى ضعف الادخار و بالتالي ضعف الطلب على الأوراق المالية.
- ث. محدودية الأدوات المالية<sup>3</sup>

بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة فإن الأدوات المالية المتداولة في الأسواق العربية تعتبر محدودة من حيث النوع و العدد، و لا تتناسب مع احتياجات المستثمرين، حيث يقتصر نشاط التداول في الأسواق العربية على أدوات مالية تقليدية و محصورة في معظم الأحيان على الأسهم، إضافة إلى تداول محدود للسندات الحكومية و السندات التي تصدرها الشركات، و التي تشكل نسبة ضئيلة من إجمالي حجم التداول في أسواق الأوراق المالية في الدول العربية .

### خ. محدودية الأدوات المالية: (4)

بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة فإن الأدوات المالية المتداولة في الأسواق العربية تعتبر محدودة من حيث النوع و العدد، و لا تتناسب مع احتياجات المستثمرين، حيث يقتصر نشاط التداول في الأسواق العربية على أدوات مالية تقليدية و محصورة في معظم الأحيان على الأسهم، إضافة إلى تداول محدود للسندات الحكومية و السندات التي تصدرها الشركات، و التي تشكل نسبة ضئيلة من إجمالي حجم التداول في أسواق الأوراق المالية في الدول العربية.

### د. قصور أنظمة الإفصاح المالي

تعاني أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من ضعف الإفصاح، و عدم الشفافية الكاملة للمعلومات المالية المتعلقة، و قلة الإطارات المتخصصة من المحللين الماليين، إضافة إلى قصور الإعلام و الصحافة، كما أن

1 - شذا جمال الخطيب، صغق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، (مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008)، ص44.

2 - المرجع السابق، ص11

3 - حسن بني هاني: "الأسواق المالية: طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المنسقة"، (دار الكندي، الأردن 2002)، ص 101- 103.

4 - المرجع السابق، ص8

التقارير المالية للشركات تظل بعيدة عن الجودة المطلوبة، و تقتصر غالبا على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، و عدم توفر بيانات عن نتائج أعمال الشركات لفترات قصيرة والاكتفاء بعمليات نشر سنوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية<sup>(1)</sup>

### المطلب الثالث: خصائص الأسواق المالية الخليجية و عيوبها:

يمكن تبيان بعض السمات التي تتميز بها الأسواق المالية الخليجية فيما يلي:

#### ✓ سمات الأسواق الخليجي:

- الاستقرار السياسي في دول مجلس التعاون الخليجي.
- السيولة النقدية العالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط و الغاز و التوسع الائتماني من قبل البنوك.
- التركيبة الاقتصادية لدول المنطقة كونها ضمن أكبر الدول المنتجة للنفط و الغاز في العالم إضافة إلى مخزوناتهما الضخمة من النفط و الغاز العالمي.
- انعدام مخاطر تقلب أسعار الصرف بسبب ربط جميع العملات الخليجية مع الدولار الأمريكي اعتبارا من يناير 2003 م.
- تنوع الاقتصاديات بين الدول تعتمد بشكل رئيسي على النفط و الغاز الطبيعي(السعودية، الكويت، أبو ظبي، قطر) و دول تعتمد بنسبة أقل على النفط و الغاز الطبيعي (دبي، البحرين).
- مستوى ارتباط منخفض سلبي لأداء الأسواق الخليجية فيما بينها و أيضا بالمقارنة مع الأسواق الأمريكية و الأوروبية و الآسيوية و بالتالي انخفاض مخاطر الاستثمار نتيجة لتنوع الأصول.
- أسواق بكر من حيث التطور و حديثة التنظيم نسبيا.
- ارتفاع الوعي الاستثماري بين المستثمرين في السنوات الأخيرة .

#### ✓ عيوب الأسواق المالية الخليجية<sup>(2)</sup>:

- أسواق مالية ضحلة من حيث حجم التداول (البحرين).
- ارتفاع مستوى التضخم نتيجة لارتفاع العرض النقدي و ارتفاع أسعار المشتقات النفطية (الإمارات و قطر) لتنظيم الألعاب الأولمبية في عام 2006 م .
- عمولات تداول عالية نسبيا(دبي، أبو ظبي، قطر).
- مستويات بطيئة لعمليات الشراء و البيع(الكويت، قطر، دبي، أبو ظبي)

### المبحث الثالث: الأسواق المالية الخليجية:

تشمل مجموعة الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي المالي المرتفعة وتشمل دول مجلس التعاون الخليجي العربية وهي السعودية، البحرين، قطر، الكويت، الإمارات المتحدة وسيتم التطرق لهذه الدول بالتفصيل.

<sup>1</sup> -شذا جمال الخطيب، المرجع السابق، ص46.

<sup>2</sup> - محمد بن فهد العمران، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، "اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، 13-15 نوفمبر 2005م"، ص07.

### المطلب الأول: السوق المالية في المملكة العربية السعودية<sup>(1)</sup>

إن سوق الأسهم السعودي هو أكبر الأسواق في المنطقة الخليج وهو الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة.

#### أولاً: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي:

بدأت الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية نشاطها في 30، حيث تم تأسيس أو شركة مساهمة سعودية في عام 1934 م، وهي الشركة العربية للسيارات وفي عام 1954 تم تأسيس شركة الإسمنت العربية ثم تبعتها ثلاث شركات الكهرباء، وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة<sup>(2)</sup>.

ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة إلى نهاية 70 عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ، وقامت الحكومة بعد ذلك بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة مما أدى إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين، بالإضافة إلى قيامها بسعي البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام، وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم، وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب، استمر التداول في إطار محدود إلى بداية 80 حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم إلى الأفضل، مما أدى بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق، وقد شهدت سوق الأسهم السعودية تطوراً كبيراً من ثلاث مراحل أساسية يمكن إيجازها فيما يلي:

#### المرحلة الأولى: (1954- أوائل الثمانينات):

بلغ عدد الشركات المساهمة في هذه المرحلة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 1.78 مليون ريال، وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف 70 كان هناك حوالي 14 شركة مساهمة، مما يعني تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ كما برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم، مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول ومع بداية 80 سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية..

#### المرحلة الثانية: (أوائل الثمانينات- 2003):

تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل سوق الأسهم السعودية، أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابة على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشوراً يوضح أسلوب تداول الأسهم.

#### المرحلة الثالثة: (2003- 2005):<sup>(3)</sup>

في هذه المرحلة تأسست هذه السوق المالية وهي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام نظام السوق في المملكة العربية السعودية.

❖ متطلبات الإدراج في سوق الأسهم السعودية: تتمثل متطلبات الإدراج في النقاط:

✓ أن تكون شركة مساهمة عامة تتداول أسهمها وفقاً لنظام الشركات السعودية.

<sup>1</sup> المملكة العربية السعودية - نبذة اقتصادية -، عن الموقع: [www.gulfbase.com/ar/GCC/Index/1](http://www.gulfbase.com/ar/GCC/Index/1)

<sup>1</sup> - عمر عبدة سامية: ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، "مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 1945، قالمة 3، 200-2004"، ص 32.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 33.

✓ لا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين.

✓ تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقا بقائمة عن أعضاء مجلس الإدارة.

❖ هيئة السوق المالية: تأسست هيئة السوق المالية السعودية بموجب "نظام السوق المالية"<sup>1</sup> الصادر بالمرسوم المالي رقم (م/ 30 بتاريخ 02 / 06 / 1424 هـ)، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتولى الهيئة القيام بالمهام التالية:

✓ الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية.  
✓ إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق وزيادة الثقة فيه.

✓ التأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالورق المالية من العمال غير المشروعة في السوق.

كما تتمتع الهيئة بعدة صلاحيات أهمها:

- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.
- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية.
- تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- تنظيم التقييض وطلبات الشراء وعروض الأسهم العامة.

### المطلب الثاني: السوق المالية في البحرين: (2)

تأسست سوق البحرين للأوراق المالية بموجب القانون رقم 04 لعام 1987، وبدأ التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17/6/1989 بموجب القانون المذكور، فإن سوق البحرين للأوراق المالية تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة، فلها حق وأهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي بما يساعدها على تسيير أعمالها لتحقيق الهدف من تنظيمها على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق هذا ويدير السوق المالية مجلس إدارة يكون برئاسة وزير التجارة والزراعة، ويكون تشكيل أعضائها على الوجه الآتي:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائبا للرئيس.
- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد الوطني.
- عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين.
- ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة البحرين من ذوي الخبرة والكفاءة.
- عضوان عن البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس وتكون مدة المجلس ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

يتولى مجلس إدارة السوق إنشاء الأجهزة الفنية المتخصصة الآتية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أحمد منير، الاستثمار الاجنبي المباشر في سوق الاسهم السعودي، عن الموقع:

<http://www.aleq.com/2013/4/12/article.html>

<sup>2</sup> - سوق البحرين عن الموقع: <http://stoch.ecxchange.com/www.bhrain>

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، (النشرة الفصلية، العدد 64، الربع الأول 2011)، ص 189.

- جهاز التداول والمقاصة والتسويات.
- جهاز متابعة الأسعار وتكون مهمته متابعة وتحليل تحركات الأوراق المالية المدرجة أو المقبول تداولها في السوق.
- جهاز مراقبة البيع لأجل، ويكون مسؤولاً عن متابعة وتقييم عمليات البيع بالأجل، وعلاقة تلك العمليات بالبيع الفوري.
- جهاز جمع وتحليل ونشر المعلومات المتعلقة بالسوق والأوراق المالية، وبالشركات المقيدة فيه.
- جهاز للمراقبة والتحقيقات وكذا الأجهزة الإدارية والمالية.

ويكون لسوق البحرين للأوراق المالية مجلس تأديبي، يختص بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام هذا القانون واللوائح، وكذلك المخالفات التي تمس سير العمل، وقد خضع قانون سوق البحرين للأوراق المالية إلى تعديلات شملت تطوير الحكام المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية، وتحسين قواعد الإفصاح المالي وعمليات المحاسبة بما يتفق والمعايير الدولية، بهدف تحسين الكفاءة وزيادة الشفافية، وتعزيز أجهزة الرقابة عليها وتأكيد استقلاليتها فقد سمح القانون رقم 10 لسنة 1999 للمستثمرين الجانِب غير الخليجين يَتملك وتداول بنسبة تصل إلى 100 % من أسهم الشركات المساهمة العامة، الأمر الذي يعني أن القانون المذكور، قد تعامل مع الاستثمار الأجنبي سواء من حيث التملك أو التداول، كتعامله مع الاستثمار المحلي دون أي تمييز.

### المطلب الثالث: السوق المالية في الكويت: (1)

ظهر أول تنظيم للأوراق المالية في الكويت إلى حيز الوجود في عام 1962 واهتم القانون بتنظيم الأوراق المالية الأجنبية ولم يكن خاصاً بالأوراق المحلية، بالإضافة إلى ذلك فغن القانون التجاري رقم 15 سنة 1960 كان له دور أساسي في وضع الإطار القانوني للأصول المالية، ويعتبر القانون رقم 32 لسنة 1970 أول قانون تطرق المشروع من خلاله إلى تنظيم الأوراق المالية حيث حول القانون وزير التجارة والصناعة حق إصدار القرارات اللازمة لتنظيم تداول الأوراق المالية الكويتية.

وقد تم افتتاح سوق الأوراق المالية الكويتية في 1977، لكن التوسع الكبير الذي شهدته هذه السوق دون أن تواكبها التنظيمات القائمة تسبب، نتيجة المضاربات، في أزمة عام 1981 عرفت بأزمة سوق المناخ (وهي سوق غير رسمية) حيث توقف عدد من المتعاملين عن دفع شيكاتهم المرتقبة على المعاملات عقود البيع لأجل التي تعهدوا بها نتيجة لتشابك في الحقوق والموجبات الناشئة عن البيوع العاجلة.<sup>(2)</sup>

وفي أعقاب هذه الأزمة صدرت خلال عامي 1982-1983 عدة قوانين وقرارات لمعالجة المشاكل التي نجمت عن أزمة سوق المناخ وذلك بهدف إعادة الثقة والنشاط إلى سوق الأوراق المالية، وقد شهدت الربع الأخير من العام 1983 صدور المرسوم الخاص بتنظيم سوق الأوراق المالية، حيث أسند المرسوم مهمة إدارة السوق إلى لجنة مستقلة برئاسة وزير التجارة والصناعة، كما حددت المادة السادسة من المرسوم اختصاصات هذه اللجنة حيث تضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات التداول.<sup>(3)</sup>

ثم صدر القرار رقم 235 عام 1993 الذي سمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي التعامل بأسهم الشركات الكويتية المدرجة في السوق بنسبة تتجاوز 49 % وتم إعداد قانون لتشجيع الاستثمار الأجنبي والذي من خلاله يتم السماح لدخول رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية في البورصة.

<sup>1</sup> - أنطوان الناشف، خليل الهندي: "مرجع سبق ذكره"، ص 247-248.

<sup>2</sup> - شريف سيوفي، سوق الأوراق المالية - بورصة الأوراق المالية، عن الموقع <http://sherif.yoo7.com/t39-topic:h2013/04/14>

<sup>3</sup> - محمود صبح: "التحليل المالي والاقتصاد للأسواق المالية"، (البيان للطباعة والنشر، القاهرة، 1997)، ص 68.



أما النظم المحاسبية المعمول بها في السوق هي معايير المحاسبة الدولية الصادرة عن لجنة المعايير المحاسبية الدولية، كما تعتبر الكويت من كبار المستثمرين العالميين، وتعمل السوق بشكل دائم على نشر بيانات التداول وآية بيانات أخرى تهم المتعاملين في مختلف وسائل الإعلام حتى يكون المستثمرين على بأخر التطورات المتعلقة باستثماراتهم حيث أنه من حق مواطني دول مجلس التعاون الخليجي فقط (السعودية، البحرين، الإمارات، قطر، عمان، الكويت) التعامل في السوق.

كما يمكن لنحو 1.25 مليون أجنبي مقيم الاستثمار من خلال صناديق الاستثمار المسجلة وخلال عام 1995 بدأت إدارة السوق المالية بتطبيق نظام التداول الالكتروني المر الذي يساعد على تلاشي الكثير من نقاط الضعف التي كانت في النظام السابق، وبالتالي المساهمة في جذب العديد من المستثمرين إلى السوق.

### المبحث الرابع: السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة وقطر.

تضم السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة من سوقين: سوق دبي وسوق أبو ظبي. ولكن سوف نتطرق الى سوق دبي فقط .

#### المطلب الأول: السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة: (1)

قبل أن يتم عرض سوق دبي المالي يمكن أخذ الفكرة عن هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع على النحو التالي.

تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع في 1 فبراير 2000 بموجب القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 وذلك للإشراف على نشاط سوقي الأوراق المالية والسلع مما يشجع الاستثمار فيها وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية، للفصل بين السلطة الإشرافية والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية (السوق المالية)، وذلك لتجنب تضارب المصالح ولتنظيم الاستثمار في مجال الأوراق المالية والسلع تحت مظلة واحدة وأنظمة واحدة وسياسة محددة.

وتعتبر هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وتلحق بوزير الاقتصاد والتجارة ومقرها في عاصمة الدولة ولها أن تنشئ فروعها أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الإشراف والرقابة على الأسواق.

وللهيئة صلاحيات عدة لتحقيق أهدافها منها:

- اقتراح ووضع الأنظمة.
- الإشراف والرقابة على عمل الأسواق.
- الترخيص للأسواق والوسطاء والإدراج الأوراق المالية والسلع للتداول في السوق.
- وضع الرسوم المقتضيات بالتشاور مع الأسواق.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.
- تلقي تظلمات الوسطاء من قرارات مجلس إدارة السوق.

ويتكون الهيكل التنظيمي للهيئة من مجلس إدارة برئاسة وزير الاقتصاد والتجارة وعضوية كل من:

<sup>1</sup> - جاسم المناعي، التغير في البيئة الاقتصادية الدولية والاقتصاديات العربية (الفرص والتحديات)، "مؤتمر العرب في بيئة دولية متغيرة، مركز الخليج لدراسة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 8/7/2008"، ص22.

- عضوان يمثلان وزارة الاقتصاد والتجارة.
  - عضوان يمثلان وزارة المالية والصناعية.
  - عضو يمثل المصرف المركزي.
  - أربعة اختصاصيين يختارهم الوزير بالتنسيق مع وزير المالية والصناعة.
- تتكون السوق المالية في الإمارات العربية المتحدة من سوقين سوق دبي وأبو ظبي<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: سوق دبي المالي:

تأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، تعمل كسوق ثانوية لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 26 مارس 2000.

### المطلب الثالث: سوق قطر:

تشهد دولة قطر نمو اقتصادي غير مسبوق بحيث تواصل قطر جهودها في تنويع مصادر الدخل ، و تطوير البنية التحتية للاقتصاد ،بالإضافة إلى الاستفادة الكاملة من مواردها الهيدروكربونية التي تعتمد على النفط و الغاز والبتروكيماويات ، و تنمية مشاريع الغاز العملاقة التي تمتاز بها دولة قطر بالإضافة إلى تحرير الاقتصاد ، و تفعيل دور القطاع الخاص ، و تسهيل إجراءات الاستثمار وجذب الاستثمارات الأجنبية . و قد حقق الاقتصاد القطري في السنوات الأخيرة نموا حقيقي و أصبح من الاقتصاديات الأكبر نموا في المنطقة . كما أصبحت قطر أغنى دولة في العالم و ذلك من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. تعتبر بورصة قطر مرآة للأداء الاقتصادي القطري بما تضمه من شركات مدرجة تمثل القطاعات النشطة اقتصاديا في دولة قطر. و تبرز أهمية السوق في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة و العامة و توجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة لخدمة الاقتصاد القطري. و يرجع تاريخ تأسيس البورصة القطرية عام 1995 ، و ذلك وفقا للقانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية و تعديلاته ، حيث جاء فيه أن سوق الدوحة للأوراق المالية مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة و تكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي، و يكون مقرها مدينة الدوحة و تخضع لإشراف وزير الاقتصاد و التجارة ، و قد بدأت البورصة عملياتها بصورة رسمية في ماي 1997 ، و منذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم البورصات في منطقة الخليج العربي.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، صص 23-24.

<sup>2</sup> - محمد الحاج الهاشم: إثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة سوق الدوحة للأوراق المالية، "مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة 2011/2012" ص 148.

### خلاصة الفصل:

تتسم الأسواق المالية الخليجية بعدد من الخصائص الأساسية والسمات العامة أهمها الاستقرار السياسي في دول مجلس التعاون الخليجي. السيولة النقدية العالية نتيجة لارتفاع أسعار النفط و الغاز والتوسع الائتماني من قبل البنوك وتعتبر السوق السعودية الأكبر والأكثر نمو بين الأسواق العربية، وعلى الرغم من الجهود المبذولة من قبل هذه الدول، فإن تلك الأسواق بقيت تعاني من أوجه قصور عديدة تحد من قدرتها على القيام بالدور التمويلي والتنموي، حيث واجهت مجموعة من العقبات والمشكلات التي قلصت من نموها.

لقد شهد القرن العشرين عددا من الأزمات الاقتصادية، أهمها أزمة الكساد الكبير في الثلاثينات، وأخيرا الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ أوت 2007 ، ولم تقتصر تداعياتها على الأسواق المالية والبنوك فحسب بل امتدت حتى إلى الجانب الحقيقي من الاقتصاد، وكانت لها انعكاسات بالغة الخطورة على معظم الاقتصاديات العالمية، بما فيها الاقتصاديات العربية، وقد تسارعت الدول المتأثرة بالأزمة إلى اتخاذ التدابير والإجراءات اللازمة لمواجهتها والحد من تداعياتها.

و نحاول من خلال هذا الفصل التعرف على مفهوم الأزمة المالية و أنواعها و خصائصها ثم إلقاء نظرة على الأزمات المالية السابقة و بعد ذلك التطرق إلى الأزمة العالمية وأهم أسبابها و مظاهرها و تداعياتها على الدول المتقدمة و الدول العربية.

## المبحث الأول: الإطار العام للأزمة المالية:

إن الأزمة عبارة عن مصطلح كثير الاستعمال خاصة في الآونة الأخيرة وعليه يجب تعريف هذا المصطلح الاقتصادي ومعرفة أنواعه وهذا ما سنحاول التطرق له في هذا المبحث.

### المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية:

تعرف الأزمة المالية على أنها: "التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام البنكي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلبا على قطاع الإنتاج والعمالة مؤديا إلى انهيار الأسواق المالية وانكماش اقتصادي حاد<sup>(1)</sup>.

وهناك من يعتبرها "تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا مهما في الاقتصاد، بحيث أن الانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي مباشرة من خلال تأثير على قرارات الأفراد والشركات وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى، والموازنات المالية للوسطاء الماليين كالبنوك<sup>(2)</sup>.

وهناك تعريف آخر: يمكن تعريفها على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، ومعدل الصرف.

### المطلب الثاني: خصائص الأزمات المالية

بذلت بعض المحاولات في الاقتصاد لوضع معايير يمكن عن طريقها التعرف على الأزمات وبيان الخصائص المميزة لأنواع المختلفة منها، وبصفة خاصة أزمات العملات والأزمات المصرفية فأزمة العملة يمكن تعريفها ببساطة على أنها انخفاض شديد في القيمة الاسمية للعملة، هذا المعيار لا يتضمن الحالات التي تتعرض فيها العملة لضغوط شديدة ولكن السلطات الحكومية تنجح في الدفاع عنها عن طريق تدخلها المكثف في سوق الصرف الأجنبية، أو عن طريق رفع أسعار الفائدة أو بأية وسيلة أخرى، ولهذا تم تطوير معيار آخر عبارة عن مؤشر على الضغوط المضاربة بأخذ في الاعتبار تغيرات سوق الصرف، تحركات الاحتياطات الدولية وتحركات أسعار الفائدة التي يمكن أن تمتص الضغوط التي تتعرض لها العملة<sup>(3)</sup>.

أما الأزمات المصرفية فهي أكثر صعوبة في التعرف عليها عمليا، إما بسبب طبيعة المشكلات المصرفية ذاتها أو بسبب نقص المعلومات المتاحة بشأنها، فالاندفاع نحو البنوك لسحب الودائع غالبا ما يكون نتيجة للمشكلات المصرفية لا سبب لها، كما أن هذه المشكلات وما ينتج عنها من أزمات غالبا ما تكون ناتجة عن ممارسات تتعلق بجانب أصول البنوك وليس بجانب الخصوم وإزاء نقص المعلومات المتعلقة بهذه المؤشرات في كثير من البلدان، فإنه يمكن وضع بعض خصائص الأزمات من خلال:

الأزمة نقطة تحول أساسية ومرحلة حرجة، وأحداث متتابعة ومتسارعة تصيب الكيانات المالية وتهدد وجودها المفاجأة والسرعة الفائقة في حصول الأزمة<sup>(4)</sup>.

تساعد المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمواجهة الأحداث والمجريات المتسارعة، نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال وفي ظل ندرة المعلومات ونقصها.

1- محمد سعيد محمد الرملاوي: "الأزمة الاقتصادية العالمية: (دار الفكر الجامعي: الإسكندرية: 2011)، ص 14\_15

2- عبد الحكيم مصطفى الشراوي: "العولمة المالية وإمكانيات التحكم" عدوى الأزمات المالية، (دار الفكر الجامعي، مصر، 2003)، ص 32.

3- أحمد يوسف الشحان: الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، (دار النيل، المنصورة، 2001)، ص 16.

4- عماد صالح سلام: إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية و التنمية المتواصلة، (أبو ظبي، 2002)، ص 31.

التعقيد والتشابك والتداخل والتعدد في عناصرها وعواملها وأسبابها وقوى المصالح المتعلقة بها.

التهديد للمصالح الأساسية للدولة: غن مجرد المفاجأة في حدوث المشكلة في مصاف الأزمات وغنما يجب أن تصل المشكلة بإحدى أو بعض المصالح الأساسية للدولة ولا شك في أن المصالح الاقتصادية والمالية تأتي على رأس المصالح المالية، وبقدر قيمة هذا التهديد تكون خطورة الأزمة المالية، مما يؤدي بصانع القرار بعدم التأني في إصداره، ويصعب عليه الترجيح بين البدائل المختلفة للخروج من الأزمة أو التفكير في أسبابها<sup>(1)</sup>.

الحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار: كلما كانت الحاجة ملحة لإصدار قرار ما في مواجهة الأزمة، كلما كان ذلك دليلاً على حدتها، وهذا يعني أن المدى الزمني الذي تستغرقه الأزمة يشكل أحد عناصر حدتها، بحيث تشتد خطورتها كلما كان العمر الزمني لها قصيراً وبالعكس، لأن إحساس مصدر القرار بضيق الوقت الذي يسمح له بالتدخل لنجدة المصالح التي تهددها هذه الأزمة يكون حائلاً بينه وبين دراسة البدائل التي يمكن له الاختبار من بينها لاختيارها البديل الأكثر ملائمة لمواجهتها، وقد يدفع بصاحب القرار إلى محاولة إطالة وقت الأزمة، حتى يستطيع اتخاذ قرارات رشيدة في مواجهتها.

وجود نوع من الضبابية يمنع رؤية بشكل واضح وهو ما يتمثل في نقص المعلومات المتوفرة لدى متخذ القرار، وبالتالي عدم قدرته على تحديد أي الاتجاهات يجب أن يسلك.

سيادة حالة من الخوف قد تصل إلى حد الرعب من المجاهيل التي يضمها إطار الأزمة.

### المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالي:

شهد أنواع الأزمات المالية وتمكين تصنيفها إلى الأزمة البنكية، تحدث عندما تتعرض البنوك لطلبات كبيرة ومفاجئة من جانب المودعين لسحب ودائعهم بحيث لا تغطي سيولتها المتوفرة حجم السحوبات المطلوبة، وهذا بسبب إفراط هذه البنوك في منح الائتمان وعدم تقيدها بالاحتياطي القانوني المحدد من البنك المركزي، مما يجعلها تعجز عن توفير السيولة النقدية الكافية لتلك السحوبات وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول مقارنة بأزمة النقد الأجنبي أو العملة ولها آثار كبيرة على النشاط الاقتصادي<sup>(2)</sup>.

### أزمة العملة:<sup>(3)</sup>

يطلق عليها أحيانا أزمة الصرف الأجنبي، أو أزمة سعر الصرف، أو أزمة ميزان المدفوعات وتحدث عندما تؤدي هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها<sup>(4)</sup>.

وترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.

وتميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات "الطابع القديم" أو الحركة البطيئة" وبين الأزمات ذات الطابع الجديد" إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة، التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الثانية، فإن الفلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاماً أو خاصاً) بالثقة، يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأسمالية الأكثر تحرراً وتكاملاً إلى الضغط سريعاً على سعر الصرف.

<sup>1</sup>- محمد نصر مهنا: إدارة الأزمات، (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006)، ص 244.

<sup>(2)</sup> عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، المرجع السابق، ص 36.

<sup>3</sup> عرفان الحسني، الاقتصاد السياسي لازمة الأسواق المالية والإدارية الدولية، (عمان، الأردن، 2003)، ص 37.

<sup>4</sup> محمد سرور: إدارة الأزمات - المشكلات الاقتصادية والمالية والإدارية، (دار البداية، عمان، 2010)، ص 42.

### أزمة الديون:<sup>(3)</sup>

يحدث غما عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة.

وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بان يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي كما يمكن تقسيم الأزمات إلى: أزمة القطاع العام مقابل الخاص، قطاع البنوك مقابل شركات ووفقا لصيغة الاختلالات: اختلال الحساب الجاري والموازنة العامة اختلال في أرصدة رأس المال عدم توافق الأصول والخصوم أزمات السيولة مقابل السير المالي.

### أزمة الأسواق المالية:

وهي أزمة تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية تضعف قدرتها على العمل بكفاءة، ويحدث هذا النوع من الأزمات في أسواق المال بسبب ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة أي عندما ترتفع أسعار الأصول بحيث لا تتجاوز قيمتها العادية على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو المضاربة على سعره وليس شراء من أجل الاستثمار لتوليد الدخل، حيث يصبح انهيار أسعار هذه الأصول مسألة وقت فقط<sup>(1)</sup>

### المبحث الثاني: أسباب وآثار الأزمات المالية:

يرجع أصل كل الأزمات تقريبا إلى عدة أسباب متواقتة ومترابطة فيما بينها، وفي نفس الوقت يحدث عنها آثار مختلفة و لهذا ارتأينا أن نسلط الضوء في مبحثنا هذا على أهم الأسباب المتسببة في الأزمات المالية و أهم الآثار الناجمة عنها.

#### المطلب الأول: أسباب الأزمات المالية:<sup>(2)</sup>

ترجع أسباب الأزمات إلى:

- التغييرات الدولية من الكوارث والحروب والأزمات الاقتصادية والحروب التجارية.
- المتغيرات المحلية في معدل التضخم (أسواق السندات) وأسعار الصرف (أسواق العملات الحرة) وأسعار الأسهم، وتغير أسعار الفائدة.
- التغييرات التكنولوجية مثل المنتجات الجديدة والاختراعات، وتحول الطلب على المنتجات والخدمات وهياكل محفظة الاستثمار.
- الإتساعات والمعلومات الملونة غير الحقيقية.
- أبرز أسباب الأزمات هو انخفاض شروط التبادل التجاري وتقلبات أسعار الفائدة العالمية وأسعار الصرف وارتفاع معدل التضخم<sup>(3)</sup>.
- التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار أسواق الأوراق المالية كانت القاسم المشترك للعديد من الأزمات المالية.

<sup>1-</sup> محمد الغربي ساكر: محاضرات في الاقتصاد الكلي، (دار الفجر للنشر وتوزيع، مصر 2006)، ص 192.

<sup>1-</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، (مؤسسة شباب الجامعة للنشر والتوزيع، 1998-1999)، ص 207.

- تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من ضعف النظام المحلي والرقابي والتنظيمي.
- تكون الدول التي تنتهج سياسة سعر الصرف الثابت أكثر عرضة للأزمات وللصدمات الخارجية وتفقد السلطات النقدية قدرتها على لعب دور مصرف الملاذ الأخير للإقراض.
- عدم استقرار الاقتصاد الكلي: يعد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما، تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المستقلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، ونشر بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75 % من الدول النامية التي حدث بها أزمة.
- شروط التبادل التجاري، حيث لوحظ انخفاض بحوالي 10 % قبل حدوث الأزمة وشكل انخفاض شروط التجارة سببا رئيسيا للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.
- اضطرابات القطاع المالي، شكل انهيار أسواق الأوراق المالية والتوسع في منح الائتمان وتدفقات رؤوس الأموال الكبيرة من الخراج القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات 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 وضعف في الاقتصاد.

### المطلب الثاني: آثار الأزمة المالية: <sup>1</sup>

ومن بين أهم الآثار المختلفة من الأزمات المالية ما يلي (2):

- تعرض العديد من البنوك إلى الإفلاس.
- عدم ثقة المستثمرين في البورصات العالمية، وإيقاف التعامل بها مؤقتا.
- تدهور قيمة العديد من مؤشرات البورصات العالمية مما أدى بدوره إلى خسائر كبيرة في الاحتياطي لشركات الكبرى لدول المعنية بالأزمة.
- تدهور قيمة الدولار مما جعله يؤثر على حجم ديون خارجية لدول المعنية بالأزمة.
- ظهور عجز في الموازنة العامة للدول المتضررة من الأزمة.
- زيادة عرض الأوراق المالية في السوق المالي مما أدى إلى انخفاض في أسعارها.
- كثرة التكهانات والتوقعات بحدوث الأزمات.
- انتقال الأزمات بشكل سريع بين الدول.
- انخفاض في الناتج المحلي الإجمالي، الدخل وأسعار الصرف العملات المرتبطة بالدولار.
- زيادة نسبة البطالة وانتشار الاستثمارات الأجنبية لتسديد الديون الخارجية وهذا ما يظهر في الآونة الأخيرة.
- تعرض اغلب دول الأعضاء في صندوق النقد الدولي للأزمات المالية واضطرابات مصرفية حادة.

### المطلب الثالث: إطلالة عن أزمات مالية سابقة (3)

<sup>1</sup> زابدي عبد السلام، مقران يزيد: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربي دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، "الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009"، ص ص 11-10.

<sup>2</sup> -بريش عبد القادر، طرشي محمد: التحرير المالي وعدوى الأزمات، "الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر: يومي 5-6 ماي 2009"، ص 22.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم الهندي، المرجع السابق، ص ص 174-175.



لقد عرف الاقتصاد العالمي عدة أزمات مالية طيلة القرن 19 وحتى يومنا هذا، فالبداية كانت بأزمة 1929، ليمر بعدها الاقتصاد العالمي منذ 1936 وحتى مطلع السبعينات بفترة ازدهار أو ما يعرف بفترة "ثلاثينات الرفاه" ثم أزمة 1987 والتي اندلعت ببورصة وول ستريت وانتشرت بأسواق المال الأخرى لكنها لم تدم إلا أسابيع قليلة فقط لتليها أزمة أخرى في 1989 وأخيرا أزمتي 1994 و 1997، فالأولى حدثت بعدما أخذت قيم المؤشر ببورصة المكسيك تعرف انخفاضات كبرى والثانية حدثت بأسواق مال دول جنوب شرق آسيا بعد ثلاثة سنوات من النمو السريع.

✓ انهيار 1929<sup>(1)</sup>

حدثت في يوم الخميس 24 أكتوبر ببورصة وول ستريت، حيث تم عرض 13 مليون سهم بالسوق دون أن يقابلها أي طلب من قبل المشترين، وفقد مؤشر داو جونز يومها 22.6% من قيمته، كما بلغت الخسائر ببورصة نيويورك خلال الفترة من 22 أكتوبر وحتى 13 نوفمبر 1929 ما قيمته 30 مليار دولار في حين فقد مؤشر داو جونز نسبة 89% من قيمته في 1932. ويمكن حصر الأسباب المؤدية إلى الأزمة فيما يلي:

### ❖ نسبة هامش الأمان في البيع النقدي والجزئي (البيع بالهامش):

والتي كانت تتصف بالضالة 10% ولأن عددا من المتعاملين لم تتوفر لديهم السيولة المطلوبة للرفع من مساهماتهم، إضافة إلى أن العدد الآخر كان فاقد الثقة في أن السوق ستستعيد توازنها وبالتالي فإن الكثير قد اتجه إلى تصفية معاملتهم المرتبطة بالشراء النقدي الجزئي وذلك ببيع الأوراق محل المعاملة وهو ما أدى إلى الرفع من عرض الأوراق ونجم عن ذلك المزيد من التدهور في الأسعار.

### ❖ البيع على المكشوف:

حيث سارع المضاربون الراغبون في التغطية إلى الزيادة في بيع الأسهم على المكشوف، وذلك ببيع الأسهم التي ليس في ملكيتهم، بأسعار محددة سلفا على أمل شرائها عند انخفاض السعر وتسليمها للمشتري بعد جني الأرباح ولعل الانتشار الواسع لهذا النوع من البيوع قد ساعد كثيرا في تعميق الأزمة.

### ❖ الممارسات غير الأخلاقية: ومن أهمها مايلي:

#### أ- البيع السوري:<sup>(2)</sup>

ويقصد به إيهام المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت للورقة المالية، في الوقت الذي لا يكون فيها تعامل كان يقوم الأفراد ببيع الأوراق المالية سوريا لابنه أو أحد أفراد أسرته أو قيامهم أيضا بشراء وبيع في ذات اليوم لشخص يتفق معه على ذلك، مع إعادة بيع الورقة إلى الشخص الذي اشتراها منه في نفس اليوم بسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق.

#### ب- الشراء بغرض الاحتكار:

<sup>1</sup> - عبد الفتاح بوخمخ، محمد صالح، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على اقتصاديات الدول العربية، "مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، ماي 2009"، ص12.

<sup>2</sup> - مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في عالم النقد والمال، (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000)، صص، 101-103.

وهي شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية ما ثم بيعها على المكشوف للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه مناسباً والمضارب يلتزم برد الأسهم محل صفقة البيع على المكشوف في أي وقت يقرره مقرض الأسهم.

### ج. استغلال ثقة العملاء:

وهي قيام السماسرة بإبرام صفقات سواء كانت مربحة أو غير مربحة نيابة عن عملائهم، أو تشجيعهم على إبرامها والهدف من هذه الممارسات حصولهم على عمولة السمسرة.

د. اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية: وهي تتم بواسطة شخصين أو أكثر وتستهدف اتفاقية التلاعب في أسعار الأوراق المالية إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية، بغرض تحقيق الربح ويقوم بهذه الاتفاقيات سماسرة عاملين في بعض المؤسسات التي لها أوراق متداولة.

أما فيما يتعلق بنتائجها فنتمثل في:

انهيار أسعار الأوراق المالية بنسبة 90% بالولايات المتحدة الأمريكية، وانخفاض مستويات سعر الفائدة إلى 2.6% خلال الفترة 1930-1933 بعدما كانت قيمتها 5.2% في 1929.

انخفاض حجم الودائع بالبنوك بنسبة 33% وعمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين، إضافة إلى إفلاس أكثر من 10.000 بنك بوم. منذ بداية الأزمة، وحتى منتصف 1933 أي بنسبة 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية الأمر الذي أنجر عنه ضياع الكثير من مدخرات صغار المودعين.

انخفاض قيمة العملات الرئيسية الدولية بحوالي 50% مقارنة بمستويات ما قبل الأزمة، وذلك بسبب تزايد عجز الموازنات العامة وموازين المدفوعات وبفعل انخفاض الاحتياطات الذهبية.

### • أزمتي 1987 و 1989: (1)

حيث اندلعت الأولى في 19 أكتوبر 1987 ببول ستريت، عندما أراد المتعاملون التخلص مما في حوزتهم من الأوراق المالية لاسيما عندما تحول الكثير منهم إلى الاستثمار في السندات الحكومية أو استبدال أصولهم المالية طويلة الأجل بأصول قصيرة الأجل، لتسهيل عملية تسيلها وأيضا يرجع هذا التحول إلى توقع المتعاملين-بفعل استمرار العجز في الميزان التجاري الأمريكي وتزايد حجم المديونية- لجوء السلطات النقدية إلى تخفيض قيمة الدولار وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للأصول المالية المحررة بالدولار. و كنتيجة لما سبق حدث تدهور في قيمة الأسهم بنسبة 26% وأيضا انخفضت قيمة مؤشر داو جونز بنسبة 21.6% عن أعلى مستوى له حتى بداية الأزمة، كما قدرت الخسائر ببورصة وول ستريت ب 800 مليار دولار.

أما فيما يتعلق بأسباب الأزمة فيمكن إيجازها فيما يلي:

- نشاط السوق المالية الدولية بشكل مدهل حيث بلغ ذروته سنة 1987. (2)
- ضخامة الصفقات و العمليات المتداولة في الأسواق المالية العالمية.
- تنوع الأصول المتعامل بها.
- استخدام أحدث الأساليب في الاتصال و أكثر التقنيات تطورا في إدارة الأنشطة و العمليات ساعد على سرعة انتقال الأزمات من سوق لأخر.

<sup>1</sup> - طاهر هارون، العقون نادية، الأزمة المالية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الإسلامية، كلية الأدب والعلوم الإنسانية، قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 6-7/أفريل/2009، ص20.

<sup>2</sup> - علي لطف، الأزمة المالية: الأسباب-التداعيات-المواجهة، (مؤتمر شرم الشيخ، مصر، مارس، 2009)، ص73.

- قوة العلاقات النقدية و المالية كان من أهم قنوات انتقال الأزمة و مثال ذلك العملات الرئيسية كالدولار تسببت تدهور قيمته في تقادم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر 1987.

بعدها نتناول أزمة 1989 والتي حدثت إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن رفع أسعار الجملة والتجزئة في شهر سبتمبر 1989 بنسبة 9% و 5% على التوالي مع امتناع البنك المركزي الأمريكي عن تخفيض أسعار الفائدة وفي 13 أكتوبر 1989 انخفض مؤشر داو جونز بنسبة 190 نقطة أي بمقدار 7% ومؤشر نيكاي في طوكيو فقد 647 نقطة أي حوالي 6.4% أما مؤشر كاك في باريس فأكثر من 7%. ويمكن إرجاع أسباب حدوث أزمة أكتوبر 1989 للأسباب التالية:

- نقص السيولة: يتمثل في فشل شراء عدة شركات عن طريق بورصة نيويورك، وذلك لعدم توفر مبالغ الصفقات، وهذا الفشل يعني بالدرجة الأولى فشل النظام المستعمل آنذاك وهذا النقص في السيولة أدى إلى انعدام الثقة في أوساط المتعاملين الشيء الذي زاد في تعميق الأزمة.

- ارتفاع أسعار الفائدة: لقد قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الإبقاء على أسعار فائدة مرتفعة نسبيا للتخفيض من مستوى التضخم السائد ولم تقتصر موجة الارتفاع هذه على الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها، بل سادت في أوروبا واليابان لعدم وجود تنسيق محكم بني الدول الغربية.

- كذلك من بين الأسباب التي أدت إلى حدوث الانهيار هو تصاعد نسبة التضخم في أمريكا مع ارتفاع أسعار الجملة والتجزئة وأيضا التعاملات الغير نظيفة، مثل البيع على المكشوف والمضاربة بالإضافة إلى أن بعض الكتاب اعتبروا أن الأزمة ما هي إلا تصحيح للأوضاع التي تمر بها البورصات والعودة بالأسعار إلى مستواها الطبيعي، حيث أن مؤشر داو جونز ارتفع بنسبة 30% مطلع السنة، مسجلا رقما قياسيا تاريخيا حيث وصل 412791 نقطة، لذلك يعتبر التراجع الذي عرفته بورصة وول ستريت يعود أساسا إلى الارتفاع الغير عادي لأسعار الأسهم، كما أن لإجراءات الاكتتاب دور في أزمة 1989 حيث أنها تتسبب في تنفيذ أوامر بيع متشابهة بأسعار مختلفة.

لقد آثار حدوث الأزمة بعد عامين من أزمة 1987 الذعر في أوساط المستثمرين لكنها لم تكن بدرجة حدتها وذلك لعدة أسباب منها:<sup>(1)</sup>

- تحسن الظروف الاقتصادية وعدم توافر ما يدل على اقتراب حدوث الأزمة.  
- نظرا لارتفاع عوائد الأسهم بسبب ارتفاع مستوى نشاط معظم الشركات وتحسن أرباحها، ولم تكن هناك دوافع لبيع الأسهم، لهذا كانت زيادة عرض الأسهم للبيع بعيدة عن إحداث تدهور في الأسعار.  
- اقتصر بيع الأوراق المالية على المستثمرين الصغار دون تدخل الشركات الكبيرة، مما يعني ضعف حجم ونطاق العمليات وبالتالي عدم تسببها في التأثير بشكل كبير على الأسعار.  
- إسراع المستثمرين عام 1987 لبيع أسهمهم تسبب فعلا في انخفاض الأسعار، أما عام 1989 فضل المستثمرون عدم الاستعجال بالبيع مما ساعد على تهدئة الأسواق والحد من انخفاض الأسعار.

### ● أزمة المكسيك لعام 1994:<sup>(2)</sup>

هذه الدولة التي استحوذت خلال السنوات الأولى من عقد التسعينات على أكثر من 60% من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية نحو أمريكا اللاتينية و 70% من استثمارات الحافظة المالية، فترجم ذلك في أن

<sup>1</sup> - حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دوديين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، (دار جليس الزمان، الأردن، 2011)، ص83.  
<sup>2</sup> - منتديات ستار تايمز، الأزمة المالية العالمية و آثارها على الاقتصاديات العربية، عن الموقع: <http://www.star.tiemes.com>

أصبحت بورصة المكسيك خلال الفترة الممتدة ما بين 1990-1994 تسير ما قيمته تتراوح ما بين 10 إلى 20 مليار دولار كاستثمارات أجنبية سنويا، وانعكس ذلك على قيمة المؤشر الذي ارتفع من 100 نقطة سنة 1989 إلى 130 نقطة قبل الأزمة، لكن سرعان ما أخذت المنطقة تنذر بحدوث أزمة مالية خاصة بعد أن قررت السلطات المكسيكية تعويم العملة في 20 ديسمبر 1994، حيث وخلال أسبوع واحد خسر البيزو 40%

من قيمته مقابل الدولار، ثم استقرت قيمته في مارس 1995 عند أقل من 55% من قيمته عند الانطلاق، كما سجل مؤشر البورصة المكسيكية هو الآخر انخفاض بنسبة 65% لذلك أصبح يقال أنه في ظل هذا الوضع المتردي فإن أي مستثمر أجنبي يثبت وضعيته بالسوق المكسيكية سوف يخسر في حوالي شهرين ونصف 80% من قيمة استثماراته.

ويمكن تلخيص أهم أسباب هذه الأزمة بالنقاط التالية:

- إن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك أخفى حقيقة العجز في العمليات الجارية والتدهور في المدخرات الخاصة والتقييم المغالي فيه للعملة الوطنية.
  - إن المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو أدى إلى ارتفاع شديد في الاستهلاك ومن ثم زيادة في الواردات.
  - تردي الوضع السياسي ببلاد المكسيك ساهم هو الآخر بتسرب رؤوس الأموال إلى الخارج، الأمر الذي ينتج عنه انخفاض شديد في قيمة الاحتياطات الأجنبية.
  - إن التساهل في السياسة النقدية لعام 1994 أدى إلى توسيع سريع في الائتمان الممنوح من البنك المركزي المكسيكي، وفي الائتمان الممنوح من البنوك التجارية وبنك التنمية للقطاع الخاص.
  - إن الانخفاض الشديد في قيمة البيزو والارتفاع الشديد في أسعار الفائدة تسبب في ارتفاع قيمة القروض المتعثرة، كما أدى إلى ارتفاع حجم القروض بالدولار.<sup>(1)</sup>
- وأمام هذا الوضع لجأت الحكومة المكسيكية إلى احتواء الأزمة من خلال القيام بـ:
- إجراء إصلاحات اقتصادية كلية كاستجابة للانخفاض الشديد في تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل.
  - إعادة تمويل الديون العامة الدولارية قصيرة الأجل بحوالي 30 مليار دولار أمريكي.
  - الحفاظ على قدرة البنوك من خلال حماية مدخرات المودعين وإيجاد حلول للمقترضين المتعثرين.
  - الخضوع لصندوق النقد الدولي بالحصول على شريحة الإنقاذ الطارئ التي بلغت قيمتها 52 مليار دولار منها 20 مليار دولار حصلت عليها من الولايات المتحدة الأمريكية.

### 2-4- أزمة جنوب شرق آسيا

حدثت بعد ثلاثة عقود من النمو السريع، تمكنت بفضلها كل من كوريا الجنوبية، هونغ كونغ، تايوان، سنغافورة، اندونيسيا، ماليزيا و تايلندا من تحقيق نجاح اقتصادي باهر، نتج عنه أن أطلق عليهم اسم النمو الآسيوية، إلا أن ذلك لم يدم طويلا حيث سرعان ما بدأت تظهر للعيان بوادر أزمة مالية خطيرة، بفعل ما تعرضت له هذه المنطقة لسلسلة من الهجمات المضاربة التي تسببت في هروب مكثف لرؤوس الأموال إلى الخارج، لتتفاقم بعدها الأزمة ابتداء من السادس الثاني لسنة 1997 نظرا لهشاشة القطاع المالي وضعف في التسيير والإدارة على مستوى الشركات وعلى مستوى القطاعين المالي والحكومي، ولقد انطلقت الأزمة في بادئ

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، (الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001)، ص، 198.

الأمر بتايلندا في جويلية 1997 بعد أن قام ستة من كبار تجار العملة بالمضاربة على خفض سعر البات، فقاموا بعرض كميات كبيرة منه للبيع الأمر الذي أدى إلى تراجع قيمته بالسوق وأمام هذا الوضع فشلت الحكومة التايلندية في الحفاظ على قيمة العملة الوطنية خاصة بعد أن تآكل احتياطي النقد الأجنبي لديها، لذلك لجأت إلى تخفيض في قيمة علمتها مما أدى إلى تراجع أسعار الأسهم، الأمر الذي تبعه انسحاب للمستثمرين الأجانب من السوق المالية التايلندية ثم أخذت آثار العدوى تنتشر عبر كامل الأسواق المالية المجاورة فانخفضت قيمة العملة الماليزية ب 40% وعملة اندونيسيا ب 24.6% والفلبين ب 26.4%، أما بالنسبة لعمليتي سنغافورة وهونغ كونغ فقد انخفضتا بنسبة أقل من العملات السابقة وهي على التوالي 8.2% و 5%<sup>(1)</sup>.

(وتشير الأرقام إلى أنه خلال الفترة الممتدة من 30 جوان 1997 إلى 1 أكتوبر 1998، عرفت العملات الآسيوية انخفاضات متتالية مقابل العملة الأمريكية حيث انخفضت قيمة البات التايلندي و الريغنت الماليزي بنسبة 34% مقابل الدولار الأمريكي، كما انخفضت الروبية الاندونيسية بالنسبة للدولار الأمريكي ب 78. ولا يمكن حصر أسباب هذه الأزمة في عمليات المضاربة فقط بل توجد كذلك عدة أسباب أخرى نختصرها في النقاط التالية:

- التوسع الكبير في تمويل عجز الحساب الجاري لهذه الدول من خلال الاقتراض من الخارج في شكل تدفقات رأسمالية قصيرة الأجل، إذ أن نسبة كبيرة من تلك التدفقات كانت تأخذ صورة أموال ساخنة أي تستثمر بدرجة أولى في شكل أسهم وسندات بالأسواق المالية حتى تسهل عملية تسيلها عند الطلب.
- ارتفاع معدلات الفائدة بالبنوك حيث أنه نتيجة لتزايد المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية لهذه الدول، لجأت هذه الأخيرة إلى رفع أسعار الفائدة على صرف هذه العملات بالبنوك حتى يتسنى لها وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأخرى خاصة الدولار الأمريكي، الأمر الذي نتج عنه تحويل المستثمرين لأموالهم من الأسواق المالية إلى البنوك دون اكتراث بإمكانية توفر من يشتري أوراقهم المالية بالسوق.<sup>(2)</sup>
- تميز سياسة الإقراض المصرفي في هذه البلدان بارتفاع في نسبة قروض المجاملة كنتيجة للفساد والتوسع في التمويل العقاري والمضاربات، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع في نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها حيث بلغت 20% من جملة القروض الممنوحة من قبل البنوك التايلندية وحوالي 17% ممنوحة من طرف البنوك الاندونيسية أما فيما يخص بنوك كوريا الجنوبية وماليزيا فقد بلغت نسبتها حوالي 16%.
- التوسع الكبير في التعامل بالمشتقات المالية وفتح المجال واسعا أمام المضاربات التي تتسم دائما بالمخاطر المتزايدة.
- اختلال وضعف وفساد الجهاز المصرفي والنظام المالي في معظم دول جنوب شرق آسيا بسبب تميزه بانتشار الفساد والرشوة وعدم توفر المعلومات والشفافية والمتابعة.
- ضعف نظام سعر الصرف، حيث عملت دول جنوب شرق آسيا لفترة طويلة على إتباع نظام سعر صرف ثابت يقوم على ربط عملاتها بالدولار الأمريكي حيث أن هذا الربط لم يوفر المرونة الكافية للحفاظ على تنافسية صادرات هذه الدول كما سهل مهمة المضاربيين وعملياته اقتراض البنوك والشركات المحلية من الخارج بشكل مغامر دون الخوف من مخاطر سعر الصرف. زيادة ما يسمى بالاستثمار السلبي

<sup>1</sup> - محمود عبد الفضيل، العرب و التجربة الآسيوية-الدروس المستفادة، (مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2001)، ص 197

<sup>2</sup> - حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، المرجع السابق، ص 90.

- حيث انتهجت هذه الدول سياسات اقتصادية تشجع الادخار وانخفاض الطلب المحلي والاعتماد على الصادرات كمحرك أساسي للنمو الاقتصادي.
- وبالنظر إلى ما سبق نرى بأن الأزمة اتسمت بطول مدتها كما تميزت بانتقال تأثيرها إلى اقتصاديات خارجة عن نطاق الإقليم، كما أن ولتخفيف حدة الأزمة أقر صندوق النقد الدولي وبعض الدول الأخرى توفير 16 بليون دولار، وقيام الحكومة التايلندية بتقليص العجز في ميزانيتها والعمل على الحد من التضخم.
- أما عن نتائج الأزمة فتنحصر في:<sup>(1)</sup>
- تراجع متفاوت النسب بأسعار الأسهم في كل من كوريا الجنوبية، ماليزيا، اندونيسيا، تايلندا والفلبين وسنغافورة وتعدى تأثيرات الأزمة إلى بلدان أمريكا اللاتينية وشرق أوروبا وروسيا.
- توجه الدول الأكثر تضررا (إندونيسيا، تايلندا وكوريا الجنوبية) إلى صندوق النقد الدولي للحصول على موارد مالية جديدة.
- فقدان الين ما نسبته 20.4% من قيمته، إضافة إلى تراجع بورصة طوكيو ب 39.1% وانكماش اقتصاد اليابان بنسبة -1.8% سنة 1997 ثم ب -2.8% سنة 1998.

### المبحث الثالث: الأزمة المالية الحالية- أزمة الرهن العقاري 2008.<sup>(2)</sup>

بدأت أزمة الرهن العقاري في أوت 2007 ثم تحولت إلى انهيار متواصل في أسعار بورصة وول ستريت منذ أكتوبر 2008 لاسيما بعدما عرفه النظام البنكي العالمي من إفلاس لعدد من البنوك ووصول عدد كبير منها إلى حافته لولا تدخل الدول لإنقاذها من خلال تأميمها أو عرضها للبيع، ليعلم بذلك عن بداية أزمة مالية واقتصادية كبيرة ضربت النظام الرأسمالي بالولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشرت بأوروبا وآسيا وحتى إفريقيا.

#### المطلب الأول: الإطار العام للأزمة المالية الحالية:

في السنوات الأخيرة عرفت السوق الأمريكية اضطراب مالي عالمي امتد أثره إلى باقي الأسواق العالمية الذي أدى إلى التغيير في هيكل سوق الرهن العقاري بصورة جذرية ومن خلال هذا المبحث سنحاول توضيح كيف تغيرت سوق الرهن العقاري.

#### أولاً: نشأة الأزمة المالية 2008:

يكاد يجمع العالم بجميع قراراته على مسؤولية و م أ عن الأزمة المالية العالمية، وهو ما تنكره و م أ نفسها وإن أكدت في نفس الوقت على مشاركة المجتمع الدولي لها في حدوث هذه الأزمة وعلى ضرورة مشاركتها لها في اتخاذ الإجراءات الكفيلة بمواجهتها والتغلب عليها.

إن الاقتصاد الأمريكي رغم اعتلائه عرش الاقتصاديات، إلا أن الكثيرين من الأسر الأمريكية لا تمتلك منازل للسكن، وقد حملت القيادة السياسية في هذا البلد شعارا بتوفير منزل لكل مواطن، فساعد هذا على انتشار المكاتب العقارية والبنوك الاستثمارية في المجال العقاري، وأصبح يمكن لكل مواطن الحصول على منزل في مقابل دفع ثمنه على أقساط شهرية تعادل ، في بداية القرض- قيمة الإيجار الشهري لهذا المنزل وربما تقل عن ذلك فدفع ذلك بالكثير من الأسر إلى السير في هذا الاتجاه.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 64

<sup>2</sup> - صفوان عبد السلام عوض الله: **الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات مجلس التعاون الخليجي**، "المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر 1- 2 أبريل 2009"، ص 4.

ونظرا لأن أثمان العقارات- بحسب طبيعتها- في ارتفاع مستمر، فضلا عن أنها شهدت خلال السنوات الخمس السابقة عن الأزمة رواجاً عن مسبق في و م أن فقد أغرى هذا المقترضين، وقد تملكوا هذا العقارات، على رهنها أو رهن بعضها في مقابل الحصول على قروض لإنفاقها على شراء منازل أخرى، وهم على يقين من قدرتهم على سداد الأقساط الشهرية المطلوبة منهم باعتبارها كانت تقع في حدود المبالغ التي كانوا يدفعونها من قبل كإيجار لمساكنهم وبالنظر أيضا إلى الارتفاع المستمر لقيم العقارات التي يملكوها.

غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض نظير تمويله لشراء المنزل، كان يتضمن شروطا مجحفة به أهمها: (1)

- أن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، وتكون منخفضة في البداية ثم ترفع مع الزمن.
- أن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.
- أنه إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف ثلاث مرات.
- أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار، إلا بعد مرور ثلاث سنوات.

وهكذا كان يجد المقترض نفسه بعد فترة من حصوله على القرض العقاري، وبسبب لابد له فيه، مثل ارتفاع سعر الفائدة من البنك المركزي، أو تزايد القسط الشهري يتقدم الزمن طبقا لعقد القرض، أن أسعار الفائدة ارتفعت بالنسبة له هو أيضا، وان قيمة الأقساط من القروض المستحقة عليه شهريا قد ارتفعت فيتأخر المقترض عن السداد، بسبب عجزه، عن تدبير قسط القرض ويترتب على ذلك مضاعفة الفائدة إلى ثلاثة أضعافها حسب نص العقد، فيعجز عن الوفاء وتتراكم عليه الفوائد الإضافية على التأخير<sup>(2)</sup>.

ولم تكن المؤسسات المالية التي اعتادت على تقديم هذه القروض تتوقف عند ذلك الحد، حيث كانت تقوم بتوريق القروض العقارية في شكل سندات وتطرحها في سوق الأوراق المالية، فتتحول المخاطر إلى المستثمرين حاملي هذا السندات، الذين يحصلون على عوائد سنداتهم من مدفوعات المقترضين من أقساطهم الشهرية وعند التوقف عن الدفع يتم بيع العقار لدعم السندات.

أما حاملوا هذا السندات فقد ألفوا رهنها على اعتبار أنها أصول مقابل الحصول على قروض جديدة للاستثمار في شراء مزيد من السندات، أي أنهم استخدموا زبون كضمان للحصول على مزيد من الديون بضمان العقار المثقل بقرض، الأرجح أن صاحبه عاجز عن الوفاء به بسبب الشروط الشهرية التي يلزم بها اتجاه المقرض، وهنا ظهرت المشكلة الكبرى، حيث تساهلت البنوك كثيرا في عمليات منح الائتمان حتى أنها منحت القروض لمن لا دخل له.

وهكذا نجد المنزل الذي اشتراه المقرض وقد أصبح مطالبا بضمان قيمة الأقساط التي يلتزم بها صاحبه المقرض/ وقيمة القرض الذي حصل عليه بعد ذلك بضمانه وقيمة السندات التي بيد المستثمرين وقيمة القروض التي يحصل عليها حاملوا هذه السندات بضمانها، أي انه أصبح مطالبا بضمان أموال تعادل أضعاف قيمته.

وللتغلب على هذه المشكلة، ابتكرت البنوك العاملة في مجال الرهن العقاري في و م طرق جديدة لتقوية ضمان هذه السندات، بتوجيه حامل السند إلى التأمين عليه لدى إحدى الشركات التامين لحصول على قيمتها مما

<sup>1</sup> - حبشي فتيحة، الأزمة المالية الحالية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي، "الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، ماي 2009"، ص 14.

<sup>2</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار: الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، (الدار الجامعية الإسكندرية، مصر 2009)، ص 41.

أدى إلى تعدي الأزمة المالية التي أصابت قطاع البنوك إلى شركات التأمين هي الأخرى فكانت النتيجة من كل هذه الأحداث إثارة الذعر والهلع في الأسواق المالية واندلاع الأزمة المالية العالمية<sup>(1)</sup>.

وتعرف أزمة الرهن العقاري:

التوسع الهائل في منح القروض العقارية في سوق الولايات المتحدة الأمريكية مقابل سعر فائدة أعلى بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح وسارت الأمور لسنوات عديدة على هذا النحو بشكل جديد، لكن مع تراجع أسعار المنازل ومع تراجع النمو الاقتصادي الأمريكي أصبحت هناك قروض عقارات بمئات المليارات يعجز من حصلوا عليها عن تسديدها، ولكن البنوك لم تكتف بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة، بل استخدمت 3 المنسقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي للتوسع في الإقراض، ثم ترتفع قيمة العقار، فيحاول صاحب العقار الحصول على قروض جديدة منحت ارتفاع سعر العقار، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية لسعر العقار.

حيث تعود الأزمة المالية الحالية إلى التداعيات الناجمة عن أزمة الرهن العقاري التي ظهرت على السطح في عام 2007 بسبب فشل ملايين المقترضين في و م أ في تسديد ديونهم للبنوك، وأدى ذلك إلى حدوث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوربا وآسيا مصحبة في طريقها بعدد كبير من أكبر البنوك والمؤسسات المالية العالمية، ولم تفلح مئات المليارات من الدولارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد الأزمة الرهن العقاري التي ظلت تعمل تحت السطح حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية، وفي هذا الإطار أكد العديد من الاقتصاديين والباحثين أن أزمة 2008 هي الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير في 30 القرن الماضي<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية – 2008-

أي نظام يعمل لا بد من أن يتعرض إلى مجموعة من الأزمات، والنظام الرأسمالي منذ بدايته لم يكن في مناعتها، ونستطيع أن نرجع الأزمة المالية العالمية إلى مجموعة من الأسباب:

أولاً: أسباب أخلاقية متمثلة في:

- 1- غياب منظومة القيم عن الأنظمة العالمية أدى إلى تحكم الجشع و الأنانية بحركة هذا العالم، فأصبح الإنسان منتجاً للشر باسم التطور و الحضارة، و يحرك الفساد باسم التمدن، و يدمر العالم باسم الترفيه
- 2- الاستعلاء العالمي الذي جعل الإنسان يخرج من دائرة إنسانية إلى دائرة التوحش ما يؤدي إلى التوحش في الأنظمة التي تحكم الإنسان
- 3- ارتكاز الأنظمة العالمية على فلسفة تمجيد الفرد حتى تكاد تلغي المجتمع إلى فلسفة تستحق الفرد باسم مصلحة المجتمع

ثانياً: أسباب اقتصادية متمثلة في: (3)

- 1- سوء استخدام المال مما انقلب نقمة على مالكيه بدلاً من أن يكون نعمة

1- ناصر مراد: الأزمة المالية العالمية، الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 04.

2- يوسفات علي: أزمة الرهن العقاري، (مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 02 / 2009)، ص 89، 93.

3- محمود الوادي، إبراهيم خريسي، دور الاقتصاد الإسلامي في الحد من الأزمات الاقتصادية، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 10-11، 2009، ص 210.



2- غياب الرقابة بأنواعها، فالأصل، أن تقوم البنوك المركزية على جميع المؤسسات المالية في الدولة، سواء الرقابة الكمية، أو الرقابة النوعية أو الرقابة المباشرة

كما يجب أن تكون هناك رقابة مالية وإدارية على الشركات والمؤسسات الأخرى في الدولة من قبل الجهات الرسمية المسؤولة عنها، ومن الملفت أن الحكومة الأمريكية بمؤسساتها المختلفة، أغفلت هذا الجانب الرقابي الهام، مما أدى إلى استشراف الفساد المالي والإداري في المؤسسة المالية المختلفة وفي الشركات.

3- التوسع في منح القروض دون ضمانات، خاصة في مجال قطاع العقارات الذي فجر الأزمة لتطفو على السطح، فقامت المصارف بتقديم قروض للمواطن الذي يحلم بتملك منزل، بضمان العقار نفسه، وبأسعار فوائد متدنية، وقد توسعت المصارف في ذلك كي يظهر مدراء البنوك للإدارة العليا مقدرتهم على تحريك الأموال ويحصلون على مكافآت مالية، مما أغوى المواطن بالحصول على قرض آخر لشراء منزل جديد، ومع الوقت عجز المواطنون عن السداد مما شكل أزمة سيولة في المصارف.

4- استخدام المشتقات المالية، تجمع لدى البنوك محفظة كبيرة من رهونات العقارية، فقامت باستخدامها لإصدار أوراق مالية للاقتراض بهاو من المؤسسات المالية الأخرى وبضمانات هذه المحفظة، وبهذه الحالة فإن البنك اقترض بضمان هذه العقارات وقام بنفس الوقت بإصدار أصول مالية بضمان هذه الرهون العقارية للاقتراض الجديد من الأسواق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية وهكذا فالعقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، والبنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أوسع للاقتراض من مؤسسات مالية.

\*أزمة الرهن العقاري، السبب المباشر<sup>(1)</sup>

يعتبر الحصول على منزل في و م أمثابة حلم ليس من السهل تحقيقه لمعظم الأمريكيين العاديين وذلك بسبب ارتفاع أسعار المنازل وعدم قدرة المواطن الأمريكي العادي على امتلاكها، فأسعار الشقق السكنية العادية للأسر الصغيرة ربما يزيد عن 250 ألف دولار وهو مبلغ ليس من السهل توفره للمواطن الأمريكي العادي الذي تربي على ثقافة الاستهلاك بالتوازن مع ثقافة الاستهلاك هناك ثقافة الشراء بالدين التي انتشرت بتحفيز من المؤسسات المالية عن طريق ما يسمى بطاقات الائتمان CREDIT CARD.

ظهرت عملية شراء المنازل من خلال ما يسمى الرهن العقاري منذ الثلاثينات في و م أ وكانت تلبى حاجة المواطن الأمريكي وتساعد في الحصول على مسكن عن طريق أقساط شهرية تلائم دخله وبفائدة تحقق الربح لجهة التمويل وبضمان رهن المنزل.

ومنذ عام 2001 حتى العام 2007 انخفضت معدلات الفائدة مما شجع البنوك والشركات العقارية على تسويق شراء المنازل لمنة ليس لديهم ضمانات حقيقية للتسديد ولمن لا يتمتعون بسجل ائتماني جيد مقابل رهن العقار الذي يتم بيعه وهذا ما شجع المواطن العادي على اغتنام الفرصة لشراء منزل بالاقتراض من البنوك والمشتريين أي عقبات بل أن البنوك حققت أرباح كبيرة من خلال عملية الإقراض هذه وازدهرت سوق العقارات نتيجة ارتفاع الطلب مما دفع بالأسعار لترتفع بتسارع كبير حتى وصل سعر المنزل إلى 3ضعاف أو أكثر خلال فترة زمنية قصيرة، وهذا ما شجع البنوك على زيادة عملية الإقراض أد أن ارتفاع سعر السكن يشكل عامل أمان إضافي لأن المشتري سيبيع السكن بسعر مرتفع أدا عجز عن التسديد وبذلك لن يكون هناك مخاطرة من إقراض المزيد وبالفعل ومع استمرار ارتفاع أسعار المنازل ازدادت عمليات الإقراض بمخاطر عالية وأعلى من الخاطر في عمليات الإقراض الأولى لدرجة أن البنوك مولت شراء منازل لمن ليس لهم دخل ثابت بضمان أن أسعار المنازل هي في ارتفاع مستمر وتسارعت هذه العملية من أجل تحقيق الأرباح السريعة وبدأت البنوك

<sup>1</sup> - طارق الحاج، الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الاقتصاد الفلسطيني المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت، "عنوان تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التحديات-الفرص-الأفاق، جامعة النجاح نابلس-فلسطين. 10-11 ابريل"، ص12.

بالاستدانة من بنوك أخرى لتمويل القروض و ساهمت البنوك غير العقارية في عملية الإقراض إلى أن وصلت الأرباح الغير متحققة إلى الذروة بل إن أصحاب المنازل التي تم شراؤها لضمان قروض جديدة و هو ما يسمى بالقروض الثانوية التي تعتبر قروض ذات مخاطرة أعلى قروض من الدرجة الثانية.

لقد كانت عقود بيع المنازل تحتوي على خدع لم يكثر لها المشتري تحت إغراء شراء البيت بأقساط مقبولة مثل إن معدل الفائدة سيتغير مع ازدياد معدلات الفائدة و أن البنوك الأولى هي عمليا تسديد الفوائد القرض وأن من يتخلف عن السداد لشهر يترتب عليه دفع أقساط إضافية عند ازدياد معدلات الفائدة بدأ العديد بالتخلف عن التسديد ذلك أنهم أصلا مقترضون لا يتمتعون بسجل ائتماني و بضمانات قوية و انفجرت الفقاعة عندما ازداد أعداد المتخلفين عن التسديد حيث ازداد عرض المنازل المرهونة للبيع مما أدى بأسعار العقارات إلى الهبوط السريع و هو ما شجع المزيد على عدم التسديد اذ ليس هناك ما يجبرهم على دفع أقساط عقار اشتره بسعر مرتفع جدا و سعره الحالي ينفذ لقد انكشف التضخم البالغ فيه بأسعار المنازل و انفجرت الأزمة بعدم توفر سيولة في البنوك لتسديد التزاماتها نتيجة تخلف المقترضين عن التسديد مما دفعها إلى إعلان إفلاسها علما أن بعضها كان قد قام بعمليات إقراض تفوق 60 ضعف من حجم رأسمالها في تمويل شراء العقارات

### المطلب الثالث مظاهر الأزمة المالية العالمية:<sup>(1)</sup>

من أهم مظاهر الأزمة المالية العالمية سقوط أكبر المصارف في و م أ منها إعلان بنك Bearsterns الاستثماري إفلاسه في بداية الأزمة مما كان له الأثر الكبير على النظام المالي الأمريكي و تلى ذلك تعرض كل من مؤسستي fanniemaixfreddie mac و هما مؤسستان ماليتان تعملان بالرهن العقاري و تسيطران على أكثر من نصف عملها في محافظ السندات المضمونة بالرهن العقاري و بعد ذلك انهيار بنك brotherslehman و يعد هذا البنك من البنوك الضخمة في و م أ و يلعب دور كبير في السوق الأمريكية اذ كان يعمل لديه حوالي 26 ألف موظف و الذي يعد من أكبر ضحايا الأزمة و قد تم إشهار إفلاسه في 2008/09/15 و الذي أدى إلى تفاقم الأزمة اذ بلغت إجمالي أصوله قبل الإفلاس 639 مليار دولار و تلا ذلك سقوط العديد من المصارف الضخمة و التي زادت من حدة وقوع الأزمة على النظام المالي الأمريكي .

وهكذا بدأت معالم انهيار النظام المالي العالمي في الظهور و أصابت أصحاب الأموال و غيرهم بالذعر و الرعب مما شجع الحكومات في التفكير في وضع الخطط للانتقاد

### المبحث الرابع: تداعيات الأزمة – 2008- والجهود المبذولة لمواجهة الأزمة

ويتمثل هذا المبحث في تحديد تداعيات الأزمة المالية و الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة.

#### المطلب الأول: تداعيات الأزمة – 2008- على اقتصاديات الدول المتقدمة:

نظرا لاستقرار عقيدة المستثمرين باتجاه الاقتصاد العالمي إلى الكساد في مستهل الأزمة المالية العالمية، فقد ألمت بهم حالة من الذعر قادتهم إلى الاندلاع لبيع أسهمهم رغم تسابق جهود حكوماتهم لإنعاش أسواق الائتمان والعمل على عودة مستويات الإقراض إلى حدودها الطبيعية قبل الأزمة، حيث تشير الإحصاءات إلى أن

<sup>1</sup> - طاهر هارون، العقون نادية، الأزمة المالية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، "الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الإسلامية، كلية الأدب والعلوم الإنسانية، قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 6-7/أفريل/2009"، ص24.

قيمة الوراق المالية الأمريكية على سبيل المثال بلغت في أول أكتوبر 2008 حوالي 10 تريليون من الدولارات كانت ملكيتها موزعة كما يلي:<sup>(1)</sup>

الحكومة الأمريكية 4.2 تريليون دولار.

الصناديق الأجنبية 2.7 تريليون دولار.

الشعب الأمريكي 3.1 تريليون دولار.

وترتب عن الأزمة المالية أن المستثمرين (الصناديق السيادية والبنوك المركزية الأجنبية والمستثمرين الآخرين) بدأوا يتخلون عن ملكية الأسهم ويلجئون إلى شراء السندات على الخزانة الأمريكية، نظرا ل ضماناتها القوية ولجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية قيمتها الفعلية غير معروفة سعر سوقي عادل.

فمن المعلوم أن م أ قد مرت بفترات متعاقبة من الركود الاقتصادي وكان متوسط انخفاض أسواق المال خلال الفترة حوالي 31.1 % باستثناء فترتين من هما 1973-1974 و 2001-2002 حيث وصل معدل الانخفاض إلى حوالي 50 % . أما أثناء فترات الكساد فكان الأمر مختلفا، حيث شهدت الأسواق المالية أسوأ انهيار عام 1932 وانخفضت الأسهم بنسبة 90 % تقريبا، بعد أن كانت في أوجهها، والجدول التالي يوضح أول تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008 على البورصة الأمريكية<sup>(2)</sup>.

#### جدول رقم ( 01 ) أهم المؤشرات المتضررة في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية

اسم المؤشر	القيمة قبل الأزمة	مقدار الانخفاض	القيمة بعد الأزمة
داجونز	9258	679	8579
ستاندرد	984.9	75	909.9
ناسداك	1740.2	95.2	1645

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار: "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي" دار الجامعة الإسكندرية، 2009، ص 72.

وما حدث في البورصة الأمريكية حدث مثله في كل البورصات على مستوى العالمي، ويمكن التعرف على حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية وقيمة تأثير الأوراق المالية وقدر الانخفاض الذي لحق بالأوراق واهم الأنشطة التي تأثره بالأزمة المالية خلال الفترة منذ بداية 2008 وهو ما سنعرضه من خلال الجدول التالي:

#### جدول رقم ( 02 ) : نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول مجموعة

العشرين.

الدولة	قيمة الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة من الأزمة
و.م.أ	36 %	قطاع البنوك والعقارات والسيارات

<sup>1</sup> - حسن عبد الكريم سلوم، يتول محمد نوري، دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العامة، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التداعيات - الفرص - الأفاق، 3\_5 نوفمبر، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، ص7

<sup>2</sup> - إبراهيم عبد العزيز النجار: المرجع السابق، ص ص 61- 62.

اليابان	46 %	قطاع السيارات والصادرات
ألمانيا	41 %	قطاع البنوك والسيارات والدولة الثانية في العالم الين واجهت ركودا اقتصاديا
بريطانيا	34 %	قطاع البنوك والعقارات، والدولة الأولى في العالم التي تواجه ركود اقتصادي
كندا	34 %	العقارات، وهي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نمو أثناء الأزمة
فرنسا	42 %	قطاع البنوك والسيارات
الصين	50 %	النشاط الصناعي، واضطرت الدولة للإعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات
الهند	50 %	النشاط الصناعي، رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن دون 7 %
المكسيك	33 %	قطاع البترول
إيطاليا	49 %	قطاع الطيران وإعلان إفلاس شركة الياييا للطيران
روسيا	66 %	قطاع البترول، وتدخل الدولة لإغلاق البورصات أكثر من مرة
أندونيسيا	50 %	قطاع الأخشاب وتراجع معدل النمو من 10 % إلى 6 %
كوريا الجنوبية	42 %	قطاع التصدير
تركيا	53 %	وهي نسبة عالمية في ضوء تواضع دور البورصات بها
السعودية	40 %	قطاع البترول
جنوب إفريقيا	36 %	وهي نسبة عالية في ضوء دور البورصات بها
استراليا	42 %	قطاع الزراعة وأكبر انخفاض في البورصة خلال 20 عاما
البرازيل	44 %	قطاع المعادن والخشب والسيارات
الأرجنتين	65 %	سبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار: "المرجع السابق" ، ص 75.

أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم حوالي 25 بنك لأكثر من 300 مليار دولار من قيمة أصولها، نتيجة لانخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة، بقروض عقارية منذ 2008، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها المستهلكين، وهناك تقديرات بأن تصل القيمة إلى حوالي 400 مليار دولار بنهاية هذا العام.

تقلص التجارة الخارجية بين دول العالم، حيث أن حجم التبادل العالمي تقلص إلى 2.7% وما لذلك من تأثير خطير على دول العالم أجمع.

ازدياد نسبة البطالة إلى أرقام غير مسبوقة، فقد شهدت الكثير من الدول المتقدمة وخاصة م و أ زيادة في معدلات البطالة لتصل إلى 8.5% في مارس 2009 مقارنة بنسبة 6.8 إلى كانت في سبتمبر 2008.

### المطلب الثاني: ثانياً: تداعيات الأزمة على الدول العربية:

تراجع مؤشرات البورصة العربية لاسيما تلك المرتبطة بسوق و م أ وتعتبر بورصة دبي الأعلى ارتباطاً بنسبة 0.55 ثم السعودية بـ 0.52، وقدر صندوق النقد العربي خسائر الأسهم السعودية 272.7 مليار درهم تشكل نحو 74% من إجمالي خسائر الأسواق المالية العربية، كما انخفضت أيضاً مؤشرات الأسواق العربية خلال 2008، باستثناء بورصة الأوراق المالية العربية في عام 2008 تراجع بنسبة أعلى من التراجع الذي شهدته معظم الأسواق المالية الناشئة، فقد انخفض مؤشر "ساندرد أند بوزر" 500 بنسبة 38.5% ومؤشر فوستي 100 بنحو 13.3% في حين انخفض مؤشر نيكاي بـ 42.1% ومؤشر "كاك" بنحو 42.7%<sup>(1)</sup>.

تدهور قيمة الإيرادات النفطية بالنسبة للدول النفطية بفعل انخفاض سعره وتراجع الطلب العالمي عليه و انخفاض القوة الشرائية لعملات العربية المحلية المرتبطة بسعر صرف الدولار بفعل انخفاض هذا الأخير.

وتبعية السياسة النقدية بهذه الدول لما تتخذه السلطات النقدية الأمريكية الرئيس الفرنسي أن حكومات الدول 15 التي تعتمد على اليورو لعملة رسمية لها مستعدة لتملك حصص في البنوك أما قادة هذه المنطقة فتعهدوا بالمساعدة والاكتتاب المباشر لدفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى 5 أعوام في تكملة الجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك.

ولم تكتفي دول هذه المنطقة بالاتفاقيات فقط، بل عمدت كل دولة إلى تطبيق كل الإجراءات والحلول المقترحة في اجتماعات قادة منطقة اليورو وللخروج من الأزمة بأقل الأضرار.

ففي فرنسا اقترحت الحكومة خطة الإنقاذ البنوك بمبلغ 360 مليار يورو أي ما يعادل 491 مليار دولار وتم اعتمادها من قبل البرلمان الفرنسي وتسعى الخطة إلى إنهاء أزمة الثقة في الأسواق المالية وضمان إعادة تمويل البنوك الخاصة المتعثرة منها:<sup>(2)</sup>

أما بألمانيا فقد تم تأسيس صندوق لإعادة الاستقرار إلى الأسواق وخصصت له 400 مليار يورو أي ما يعادل 540 مليار دولار وتحقيق ميزانية متوازنة وتقييد رواتب مسؤولي البنوك التي يستفيد من حزمة إنقاذ الحكومية كما منح حوالي 35 مليار يورو ما يعادل 50 مليار دولار لإنقاذ أكبر شركة للتمويل العقاري بألمانيا وهي ميوربال ستريت في حين أقرت بريطانيا خطة تخص بموجبها 250 مليار جنيه نحو 450 مليار دولار من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلاد وتشمل الخطة عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام البنكي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل أما في روسيا أقر البرلمان بها خطة لإنقاذ القطاع البنكي بـ 63 مليار يورو (84 مليار دولار) وسيتم توفير مبالغ الخطة من الاحتياط النقدي الروسي وبتحويل من بنك التنمية حيث ستحصل البنوك المتعثرة على القروض من هذه المبالغ وأقر البنك الروسي تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك في خطوة مؤقتة إلى 0.5% بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي وإرساء الاستقرار في السوق المالية الداخلية وتعزيز السيولة في القطاع البنكي الروسي.

### المجموعة الأولى:<sup>(3)</sup>

<sup>1</sup> - مصطفى حسني مصطفى: الأزمة المالية العالمية، أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها، "المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أبريل 2009"، ص 5-6.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 8.

<sup>3</sup> تامر عبد العزيز؛ إجراءات دول الخليج في مواجهة أزمة المال، جريدة الجريدة العدد 462 على الموقع الإلكتروني: <http://www.aljareeda.com>

ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة، وهي دول مجلس التعاون الخليجي وقد اتخذت هذه الدول إجراءات عديدة لمواجهة الأزمة المالية كما يلي:

### الإمارات العربية المتحدة:

أتاح مصرف الإمارات المركزي تسهيلات بقيمة 50 مليار درهم (13.61 مليار دولار) لمنح المصارف قروض قصيرة الأجل، وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية استثنائية بهدف تخفيف التوترات في القطاع المصرفي، وضعت التسهيلات للبنوك لإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تكون الفترة المتبقية من أجلها 14 يوم أو أكثر، كما ألغى المصرف المركزي قاعدة الأيام الستة للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية بصفة مؤقتة لإتاحة سيولة البنوك في الأجل، وقد أعلن بنك الإمارات دبي الوطني الحد من القروض الكبيرة والسماح للزبائن بإعادة القروض دون أن يتحملوا أي رسوم خلال أسبوع<sup>(1)</sup>.

### قطر:

اشترت هيئة الاستثمار ما بين 10 % و 20 % من رأس مال المصارف المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية لتعزيز الثقة في السوق، وضع سيولة لتعزيز قدرة المصارف القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة القادمة بشكل أوسع وتأكيد الثقة الكبيرة في أوضاعها المالية.

### المملكة العربية السعودية:

أعلن المصرف المركزي (مؤسسة النقد العربي السعودي) انه سيوفر أي سيولة يحتاجها المصارف، وأن المصارف المملكة تملك أوراقا مالية حكومية قيمتها نحو 200 مليار ريال (53.1 مليار دولار) ولديها خيارا اقتراض 75 % من قيمة هذه الأوراق أي نحو 150 مليار ريال.

### المجموعة الثانية:

وهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة أو فوق المتوسطة ومنها مصر، الأردن، وتونس وتأثرها بالأزمة أقل من دول المجموعة الأولى باستثناء تأثر البورصات فإنه في مستوى تأثر بورصات المجموعة الأولى.

### 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 محدودا أيضا من قرارات بهذا الشأن، أيضا بالنسبة للدول التي تمتلك احتياطات نقدية مقومة بالدولار فإن قيمتها الحقيقية تشكل بفعل انخفاض سعر صرف الدولار كما سوف لن تسلم الاحتياطات النقدية العربية المقومة بالأورو

### المطلب الثالث: الجهود الدولية المبذولة لمواجهة الأزمة:

يمكن إيجازها فيما يلي:

الولايات المتحدة الأمريكية: قامت بمجموعة من الإجراءات لمواجهة الأزمة منها ضخ 700 مليار دولار لشراء الديون الهالكة.

<sup>1</sup> - محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية: قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، (إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010)، ص 67

مساهمة الدولة في رؤوس أموال الشركات المستفيدة من الخطة.

منح إعفاءات ضريبية بنحو 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.<sup>(1)</sup>

إنقاذ السلطات الأمريكية شركتي (فان ماي) و(فريدي ماك) للرهن العقاري من إفلاس محقق وإنقاذ بنك (بير ستيرنز) والمساعدة في بيعه لشركة (جي بي مورجان)

الدول الصناعية السبعة: وتتكون من الولايات المتحدة الأمريكية/ بريطانيا/ فرنسا/ ألمانيا/ اليابان/ وكندا حيث وضعت خطة لمواجهة الأزمة المالية العالمية وتعهد أعضائها بمنع إفلاس المصارف الكبرى، ووقفت القمة على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة وأعربت المجموعة عن استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن الذي كان سببا في الأزمة.

دول منطقة اليورو: أعلن قادتها عن خطة إنقاذ مالي تعتمد على تأمين جزئي المؤسسات المالية المتضررة وتستند أساسا إلى ضخ أموال عامة في البنوك المتضررة وضمان الودائع، كما تسعى إلى ضمان القروض بين البنوك، مع إمكانية اللجوء إلى إعادة تمويلها، وأعلن بعض الحلول المقترحة من قبل الدول العربية لمواجهة الأزمة.<sup>2</sup>

عقب التأثيرات السلبية لأزمة الرهن العقاري على الدول العربية عمدت اقتصاديات هذه الأخيرة باتخاذ عدة إجراءات لمواجهة وتخفيف حدة التوترات في الأسواق، حيث تعددت واختلقت الحلول المقترحة وفيما يلي سوف نتطرق إلى بعض أهم الحلول المقترحة من طرف الدول العربية لمواجهة الأزمة مع التركيز في دور صناديق الثروة السيادية.

**أولا: النهج الأوروبي والأمريكي في معالجة الأزمة:** اتبعت الدول العربية في بداية الأزمة وخصوصا دول مجلس التعاون الخليجي نمودجين مختلفين في معالجة الأزمة والتي نذكرها فيما يلي:<sup>(1)</sup>

**النموذج الأوروبي:** يتمثل النموذج الأوروبي في ضمان الديون والودائع حيث اتبع النموذج من قبل الكويت والبحرين والتي كان يتجلى هدفها في تفادي هروب السيولة والاحتفاظ بها داخل الجهاز المصرفي، وبالتالي نلاحظ في هذه الحالة أن البنك المركزي لعب دور الضامن فقط، ومثال على ذلك، ترتب عن الخسائر التي تكبدتها (Goff Bank) والتي قدرت قيمتها بـ 600 مليون دولار، قيام البنك المركزي الكويتي بضمان جميع ودائع (Goff Bank) التي عرفت خسائر ضخمة ناتجة عن المشتقات.

**النموذج الأمريكي:** يتجلى النموذج الأمريكي في توفير السيولة عن طريق ضخ الكتلة النقدية، حيث اتبع هذا النموذج من قبل السعودية والتي صنفت 3 مليار دولار فقط.

<sup>1</sup> - بالعزوز بن علي، عيو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها، "الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، مارس 2009"، ص23.

<sup>2</sup> - حسن عبد الكريم سلوم. بتول محمد نوري، دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العامة، "المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال التداعيات\_ الفرص\_ الأفاق\_3\_5 نوفمبر، كلية الاقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن"، ص7

### خلاصة الفصل:

يواجه العالم اليوم أزمة مالية خطيرة مصدرها النظام الرأسمالي كشفت عن هشاشة الأنظمة الاقتصادية المالية و معاناتها من مواطن ضعف صارمة، تمثلت أهمها في انهيار بنوك و مؤسسات مالية دولية عملاقة، كما كشفت عن الترابط و الحساسية بين مكونات الاقتصاد العالمي، حيث انتقلت العدوى الأزمة بسرعة فائقة متجاوزة الحدود و القيود لتطال كل القطاعات الأخرى .

و لمواجهة الأزمة الراهنة يجب تكاتف الجهود الدولية من أجل إعادة الثقة في الأسواق المالية من خلال تدخل الحكومات و البنوك المركزية لضمان توفير السيولة للجهاز المصرفي، ثم العمل على مستوى دولي لحل الأزمة.



**تمهيد:**

إن تأثير الأزمة المالية على الدول العربية يرتبط بمدى علاقة سوق الأوراق المالية في الخليج والسعودية خصوصا بالسوق العالمية، فالمصارف في هذه الدول لها أسهم في السوق المالية ومؤسسات تشارك في البورصة في أعمال بيع وشراء سندات وبالتالي سنترك آثارها على السوق المالية العربية التي تمتلك أسواق مالية أكثر انفتاحا على الأسواق الدولية، فقد تأثرت بالأزمة باعتبار أن عوائد النفط فيها تشكل المصدر الأساسي لها، ونظرا لانخفاض أسعار البترول فمن المؤكد أن فوائدها المالية ستراجع بما ينعكس على مشاريع التنمية فيها بحجم الاستثمارات العربية الكبيرة في الأسواق المالية الأمريكية وفيما يلي سنعرض انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الخليجية.

### المبحث الأول: تطور الأزمة المالية العالمية في دول الخليج:

تعتبر دول الخليج أكثر الدول تضررا بالأزمة المالية العالمية باعتبارها أكثر انفتاحا على الاقتصاد العالمي.

#### المطلب الأول: تأثير الأزمة على الأسواق المالية الخليجية<sup>(1)</sup>:

يتركز النقاش على دول مجلس التعاون الخليجي، حيث تلعب البنوك الدولية دورا مهما في الأسواق المالية، فقد ارتفعت في النصف الثاني من عام 2008 معدلات الفائدة على الودائع المتداولة فحين البنوك بشكل حاد، فعلى سبيل المثال ارتفعت في دولة الإمارات العربية المتحدة معدلات الفائدة لثلاثة أشهر بمقدار 2.3 نقطة مئوية في غضون 3 أشهر، ولازال هذا الارتفاع مستمر بالرغم من تخفيض معدلات الفائدة الواقعة تحت سيطرة السلطات النقدية مثل سعر الخصم وبالرغم من تراجع معدلات الفائدة على الودائع الدولارية الدولية، كما ارتفع الفارق بين العائد على سندات الشركات الصادرة في دول مجلس التعاون الخليجي ومعدل الفائدة على الودائع الدولارية الدولية.

ارتفع الفارق بين العائد على سندات الشركات الصادرة في دول مجلس التعاون الخليجي، ومعدل الفائدة على الودائع الدولارية الدولية من 1.45 % في نهاية عام 2007 إلى 5 % في نهاية عام 2008، وتدل هذه المؤشرات على شح السيولة في أسواق الائتمان لدول مجلس التعاون الخليجي، ولقد تأثرت بطبيعة الحال أسواق الأسهم بالأزمة إلا أن هبوط هذه الأسواق يعكس عوامل محلية إضافية إلى تأثير انهيار الأسواق العالمية ويبين الجدول التالي التغيرات في أسعار الأسهم في سبعة أسواق.

جدول رقم (03) التغيرات في أسعار الأسهم [2008/12/31 - 2007/1/2]

السوق	المشاهدة الأولى	المشاهدة الأخيرة	أعلى قيمة (الشهر/ السنة)	التغير إلى أعلى القيمة %	التغير من أعلى قيمة %
أبو ظبي	100	79.75	171.81 (2008/6)	71.81	- 53.38
البحرين	100	81.04	130.39 (2008/6)	30.39	- 37.84
قطر	100	91.23	177.33 (2008/6)	77.33	- 45.46
دبي	100	39.66	152.52 (2008/1)	52.52	- 73.99
الكويت	100	77.84	156.58 (2008/6)	56.38	- 50.28
عمان	100	96.72	215.25 (2008/6)	115.52	- 55.06
السعودية	100	60.26	149.26 (2008/1)	49.26	- 59.62
وم أ	100	70.54	113.54 (2007/10)	13.54	- 38.04

أما الجدول رقم (04) فيوضح معاملات الارتباط بين الأسواق الخليجية وسوق و م أ، وكما هو موضح فإن معاملات الارتباط ليست مرتفعة وتختلف من سوق إلى آخر، إذ يتراوح بين 0.52 في حالة السعودية ودبي،

<sup>1</sup> عماد موسى: أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية قناة أسواق رأس المال، "المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية تقييم واستشراف بيروت- لبنان- 23- 25 مارس 2005"، ص 6.

## الفصل الثالث: تأثير الأزمة المالية العالمية على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي

كما أن الانحراف المعياري لمعدل تغير أسعار الأسهم تختلف من حالة إلى أخرى، حيث أن الانحراف المعياري لأسعار الأسهم في بعض الدول الخليجية يبلغ 3 أمثال الانحراف.

### جدول رقم (04) معاملات الارتباط والانحراف المعياري<sup>(1)</sup>

المصدر: صندوق النقد العربي

السوق	معامل الارتباط مع و م أ	الانحراف المعياري للتغير المنوي في أسعار الأسهم
أبو ظبي	0.18	1.52
البحرين	0.34	0.71
قطر	0.09	1.89
دبي	0.55	2.10
الكويت	0.34	0.90
السعودية	0.52	4.96
و م أ	1.00	1.01

المطلب الثاني: الآثار الاقتصادية للأزمة على الدول الخليجية:

تشير العديد من الدراسات التي أجريت مؤخراً إلى تأثير الدول العربية بالأزمة إلا أن هذا الأثر لن يكون بالسوء الذي يتصوره البعض، وتختلف هذه الدراسات في تقديراتها، لذلك سوف نعتمد على التنبؤات التي أعدها صندوق النقد الدولي، كما هي مبينة في الجدول التالي:

### جدول رقم (05) معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (%)

الدولة	2007	2008	2009
البحرين	6.0	6.3	6.0
الكويت	4.6	5.9	5.8
قطر	15.9	16.8	21.4
السعودية	3.5	5.9	4.3
الإمارات	7.4	7.0	6.0

المصدر: صندوق النقد الدولي

تعتبر إمارة دبي ضمن دول مجلس التعاون الخليجي في الوضع الأسوأ بسبب اعتماداتها الكبيرة على الإقراض لتمويل المشاريع الإنشائية، وبالتالي فهي معرضة لمخاطر انهيار كبير في سوق العقار، وكذلك إلى مخاطر إعادة تمويل القروض إلا أنه بشكل عام سوف تتجاوز دول مجلس التعاون الخليجي الأزمة بدون حدوث الكارثة التي يتكلم عنها الكثير، ويعود ذلك إلى أن دول المجلس لديها مصادر مالية ضخمة إضافة إلى أن السلطات النقدية والمالية في هذه الدول اتخذت العديد من الإجراءات المناسبة التي سوف تساعد على تجنب الأسوأ.

<sup>1</sup> -صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق العربية، (النشرة التفصيلية، العدد70)، ص ص125، 128.

## المبحث الثاني: انعكاسات الازمة المالية العالمية على اماره دبي<sup>(1)</sup>

تعمل إمارة دبي على الاستثمار الخدمي في شتى المجالات في المطارات والمطرو وتوفير الخدمات الوهمية العالمية في المنطقة العربية سعياً منها لتطوير الإمارة بحيث تكون متفوقة بإشار إليها بالبنين

### المطلب الأول: اندلاع الأزمة دبي:

أثناء المغامرات الاقتصادية الضخمة اندلعت أزمة مالية فجائية كبيرة في إمارة دبي على الخليج العربي بسبب إعلان رغبتها في تأجيل تسديد وجدولة ديونها الضخمة لمدة ستة شهور جديدة، على إحدى شركاتها في 1.4 كانون الأول 2009 تبلغ قيمة تلك الاستحقاقات 59 مليار دولار موزعة على 91 شركة تعمل تحت مظلة دبي العالمية، وهذا المبلغ حوالي 40 مليار دولار سندات وقروض و19 مليار دولار حسابات دائنة للمتعهدين والمقاولين والممولين أما مجموع القروض المصرفية والسندات المترتبة على Dubai Inc. فيبلغ 73 مليار دولار يضاف إليه المرتبات الناتجة عن التسهيلات من مقاولين ومتعهدين الذي يرفع الرقم بالحد الأدنى إلى 80 مليار. توزعت ديون Dubai Inc. على شركات مماثلة لبعضها البعض أنشئت لتتنافس فيما بينها في مجالات متعددة تخرج عن الهدف الذي أنشئت من أجله فدبي العالمية كانت شركة قابضة لشركات استثمارية أخرى.

### المطلب الثاني: أسباب الأزمة دبي:<sup>(2)</sup>

قبل تحديد الأسباب لا بد من التوقف سريعاً عند الأسس الذي قام عليها نموذج دبي التي يتيح لنا فهم ما حدث وتتمثل هذه الأسس في:

- الانفتاح على الخارج من خلال الإفراط في الاستدانة وتسهيل حركة رؤوس الأموال.
- تنويع الاقتصاد لكن وفق صيغة تقوم على التركيز على قطاعات مرتبطة بالخارج
- التداخل بين الدولة والمستثمرين والمتعهدين وكذلك بين المصلحتين الخاصة والعامة.

يكمن أحد جذور الأزمة في عدم الموازنة بين الرهانات الكبرى التي طرحتها الإمارة وحركة الواقع الفعلي، محلياً ودولياً، فكما معروف وضعت خطة دبي الإستراتيجية لأعوام 2008 – 2006 أهدافاً طموحة منها تحقيق نمو سنوي متواصل لا يقل عن 11% وزيادة ناتج الإمارة إلى حوالي 108 مليار دولار وإيصال الدخل الفردي إلى أكثر من 44 ألف دولار غير أن السلطات المعنية لم تأخذ بالاعتبار بعض الاحتمالات من بينها:

- حدوث تباطؤ إقليمي وعالمي.
- حصول تقلبات في معدلات الصرف ونسب التضخم وتغيرات حادة في أسعار المواد الأولية العقارات
- بني اقتصاد الإمارة على فرضية مفادها أن من الممكن تحويل الاقتراض من مورد عادي دون أن يترتب على ذلك زيادة في المخاطر.

العنصر الآخر يعود إلى الآثار التي تركتها الأزمة المالية العالمية فقد ولدت هذه الأزمة مجموعة من العوامل الخارجية المخالفة للنمو وتحديداً فيما يتعلق بقطاع النفط والصادرات والاستثمارات الأجنبية المباشرة والسياحة.

<sup>1</sup> - مجلس دبي الاقتصادي، مقال بعنوان: جذور الأزمة العالمية وتوصيات للمعالجة، جريدة البيان، دبي.

<http://www.albayan.ae/economy.com/h10/05/2013>

<sup>2</sup> - مجيب حسن محمد، تطوير مؤشرات للتنبؤ بالأزمات المصرفية، الإمارات العربية المتحدة-دبي، جامعة الشارقة، عن الموقع: <http://cbl.gov>

<http://mojib,iysar/p/c1/asp?storyid=1093504548> h17/05/2013.

ويضاف إلى العوامل الخارجية اعتبارات داخلية مرتبطة تحديدا بقطاع العقارات والقطاع المالي الخلل الفعلي يكمن في بنية الاقتصاد حيث هو اقتصاد يعتمد على المضاربة والريع العقاري ومزايا الموقع الجغرافي أكثر من اعتماده على الموارد المادية والبشرية الأخرى، وهو بهذا المعنى يمثل وجها آخر لاقتصاد النفط إذ كلاهما يعتمدان على الربوع وإن اختلفت المصادر هذا مع العلم أنه وكما تشير تجارب عديدة فإنه في اقتصاد المضاربة تكون الآثار الجانبية على هيكل الأسعار والتكاليف ومستويات المعيشة أكثر فداحة وخطورة بالنسبة إلى دبي فإن جذور الأزمة الراهنة تعود على اللحظة التي بدأت تنمو فيها المكاسب المتأنية من الأسواق العقارية والمالية وعلى نحو إصرار من نمو القطاعات الأخرى، وهي نفس الأسباب التي قادت إلى اندلاع الأزمة العالمية في 2008 عندما هيمن الاقتصاد القائم على المضاربات على الاقتصاد الحقيقي.

إن هذا الاقتصاد المفرط في ليبرالية أتاح للدولة الانغماس في دنيا التجارة والمضاربة والمال، هنا لا يتعلق الأمر بوجود لإدارة مرافق حيوية أو التمويل وتسيير مشاريع إنتاجية وتنموية لإدارة عمليات المضاربة واسعة النطاق الجدوى الوحيد منها هي بناء صورة البلد كجنة الأعمال وأرض للكسب السريع .

### المطلب الثالث: عوامل الهبوط في لبورصة المالية وارتداداتها عالميا<sup>(1)</sup>

#### أولاً: عوامل الهبوط في البورصة دبي:

- الإعلان الرسمي من إمارة دبي نفسها التي يظن البعض أنها غنية جدا من الناحية المالية عن العجز في تسديد الديون المكدسة في مواعيدها مما سبب الخلل المالي ونزول أسعار الأسهم بنسب مئوية متتالية غير معهودة فانفرط العقد البورصي وذابت أسعار الأسهم بل أكلت من رأس المال الأساسي.
- المبالغ المالية الضخمة 130 مليار دولار التي عجزت دبي عن الوفاء بتسديدها وعدم وجود موارد نفطية لدى إمارة دبي تفي بالقروض الواجبة السداد في مواعيد معينة.
- الترويج الإعلامي الكبير عبر الفضائيات التلفزيونية والإنترنت السريع الذي ضخم الأزمة المالية وجعلها حديث الناس والعواصم والمدن العالمية ذات البورصات المالية الضخمة.
- عدم وجود بدائل لإمارة دبي فدبي قائمة على الاستثمار الخدمي الوهمي والسياحي ولا يوجد أجنحة اقتصادية موازية يمكن أن تعادل الوضع وتؤكد على التوازن الاقتصادي داخل دبي.
- تذبذب قيمة الدولار الأمريكي في الأسواق العالمية مما ساهم في زيادة هموم وغموم الأسواق المالية العالمية كافة.
- تراجع أسعار براميل النفط في أسواق الطاقة العالمية وتزايد الاجتماعات الدولية والطارئة لمنظمتي الأوبك والأوابك.

#### ثانياً: عدوى وارتدادات الأزمة عالمياً:<sup>(2)</sup>

- أدت التطورات الدراماتيكية التي شاهدها دبي أيضا إلى حراك سلبي في أسواق المال العالمية. فقد تراجعت مؤشرات هذه الأسواق في كل من فرنسا وألمانيا و بريطانيا بنسبة تقارب 2.3% وقبل جلسات الأسواق الغربية حظي الشرق بحصته من التراجع مؤشر بورصة شنغهاي بنسبة 3.2% سجل سوق العملات العالمية حركية لافتة، فقد تراجع سعر صرف الدولار إلى أدنى مستوى له أمام الين الياباني خلال 14 عاما، فيما ارتفع سعر صرف اليورو أمام العملة الخضراء.

<sup>1</sup> - خليل المرسي، الآثار الأزمة المالية على دبي، عن الموقع:

[http://www.ejjbed.com/viewArticle.php?id=1078&auth\\_id=1](http://www.ejjbed.com/viewArticle.php?id=1078&auth_id=1)

<sup>2</sup> - أشرف محمد، الأزمة المالية العالمية، الأسباب والحلول، (ملخص بحث نشر في مجلة آراء حلول الخليج، الإمارات العربية المتحدة، 2008)، ص 5،

- الارتفاع كلف التأمين على المبالغ المقترضة إلى مستويات مرتفعة، فكلفة اقتراض 10 ملايين دولار في دبي على سبيل المثال أضحت 500 ألف دولار.

- وفيما كانت الأمور على هذا المنحى السلبي بين شنغهاي وفرانكفورت كان الذهب يكرس مكاسبه في السوق حيث وصل سعر المعدن إلى مستوى قياسي جديد بلغ 1196.8 دولار.

### رابعاً: بعض الدروس المستفادة من الأزمة

- إن متابعة ما جرى في دبي يتيح استخلاص جملة من الدروس مشير هنا إلى اثنين هماك إن الخروج من اقتصاد النفط غير كافي وحده لإقامة بنية اقتصادية معاصرة إذ لابد من تنوع اقتصاد حقيقي ومستمر.

بغض النظر عن طبيعة نموذجها التنموي وما يمكن طرحه من ملاحظات عليه استطاعت دبي أن تحقق إنجازات ملحوظة لكن ما حصل يدل مجدداً على عجز بلدانا عموماً، ودبي هنا مثلاً عن تحقيق نجاحات اقتصادية دائمة لا تدور فيفلك النفط لبس باعتباره قطاعاً للتراكم بل للتكاثر المالي، فالذي حصل في دبي هو تغيير في الاتجاه حيث بقي الاقتصاد ربحياً وقائماً على المضاربة، هنا كشفت الأزمة المالية في هذه الإمارة خيبة الفقاعات معها خيبة العولمة بطبيعتها الرأسمالية.

### المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على البحرين الكويت والسعودية: (1)

#### المطلب الأول: تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الكويتي:

تراجع بورصة الكويت وانخفاض أسعار الأسهم بسبب:

✓ **ضعف الإطار الرقابي للبورصة:** حيث أن إنفاذ الكويت لبنك الخليج خامس أكبر بنك في البلاد من حيث القيمة السوقية بالبلد وإعلانها ضمان ودائع البنوك

■ يبرز أهمية الجانب الرقابي وضعفه على عمل هذه المؤسسات بالدولة فقد تكبد البنك خسائر ضخمة في تعاملات على عقود مشتقات في العملات، حيث أن البنك يتمتع بقاعدة رأسمالية قوية ولدى الكويت ثاني أكبر بورصة عربية غير أن مشاحنات سياسية تعطل خطاً لإقامة هيئة للرقابة على سوق الأسهم والافتقار للرقابة مما يعني أن الشركات يمكنها إخفاء خسائر كبيرة إذ أن قواعد الإفصاح المعمول بها تكشف فقط عن التفاصيل المالية الأساسية مما يجعل من المستحيل عملياً التنبؤ ما إذا مشكلات بنك الخليج حادثاً منعزلاً أم قمة جبل جليد ضخم والافتقار للشفافية والمخاوف من المزيد من المشكلات دفعت الحكومة للعمل على استعادة الثقة في سوق الأسهم المتهاوية، حيث قام الصندوق السيادي الكويتي في ضخ مئات الملايين من الدولارات في الأسهم (2).

■ تراجع المؤشر الرئيسي للبورصة بنسبة 37% بالمقارنة مع 28% خسائر داو جونز الأمريكي وقد دفع هذا التراجع الحاد المستثمرون والمتعاملون للتظاهر في حين طالب المودعون في بنك الخليج ببذل المزيد لحماية استثماراتهم مما زاد من الضغوط على الدولة لزيادة مساعداتها.

■ تأثير الأزمة على الاستثمار الإجمالي في الاقتصاد الكويتي حيث نجد أن حجم الاستثمارات الأجنبية مازال ضئيلاً وبالتالي لا تمثل مصدر عدم استقرار لهذه الأسواق.

■ انخفاض الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بنسبة كبيرة بلغت 29.6% إلى 111.3 مليار دولار أمريكي بسبب الأزمة المالية وتراجع سوق النفط.

#### بعض الحلول لمواجهة الأزمة المالية العالمية في الكويت:

1 - عبد اللطيف حنان، الاقتصاد الخليجي و تداعيات الأزمة المالية، (مجلة السياسة الدولية، العدد 175)، ص 182، 176

2- أشرف أبو دواية: "الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها على الكويت 2008"، عن الموقع: [www.ameirgo.com/ar-116256k](http://www.ameirgo.com/ar-116256k) التاريخ 2013/05/19 على الساعة 13:48.

- ضخت الهيئة الكويتية العامة للاستثمار أموالاً في البورصة بهدف المساعدة في تحقيق استقرار الأسواق.
- أقرت الكويت قانوناً يضمن جميع الودائع بالبنوك بعد أن اضطر البنك المركزي لإتقاد بنك الخليج الذي تعرض لخسائر مالية حادة نتيجة تعاملات في عقود المشتقات.
- قام بنك الكويت المركزي العمل باتفاقات إعادة شراء جديدة قصيرة الأجل لتسهيل حصول البنوك على مزيد من التمويل.
- قام صندوق الثروة السيادية باستثمار 1.5 مليار دينار في سوق الأسهم المحلية.
- أقر مجلس الوزراء الكويتي مشروع قانون لتحفيز الاقتصاد قيمته 5.11 مليارات دولار يشمل ضمان 50 % من قيمة القروض الجديدة الممنوحة للشركات المحلية.
- قرر بنك الكويت المركزي خفض سعر الخصم القياسي 50 نقطة أساس ليصل إلى 3 % اعتباراً من 14 مايو وكان هذا هو الخفض الخامس منذ أكتوبر 2008 ليصل إجمالي الخفض إلى 275 نقطة أساس<sup>(1)</sup>.
- خفض بنك الكويت المركزي سعر فائدة اتفاقات إعادة الشراء بمقدار 25 نقطة غير أنه ترك سعر الخصم القياسي للخصم ثابتاً دون تغيير.
- إصدار سندات خزانة لأجل عام واحد بقيمة 348.8 مليون دولار.
- رفع مستوى الرقابة على الحركة المصرفية ووضع شروط جديدة على القروض الكبيرة وطلب ضمانات حقيقية.
- تنويع مصادر الاستثمار وإنعاش الاقتصاد غير المصرفي على حساب سياسة الودائع الكبرى اتجاهاً عاماً يكافح من أجل نقل القيمة من النقد إلى المشروع ومن المشروع إلى السلع المنتجة والمتداولة بأمان.
- ضرورة وجود سوق حرة قوية تقلل من الاحتكار.
- ضرورة توفير الموارد الطبيعية بأسعار السوق الحرة وإلغاء الكفاءات الضريبية للمناطق الحرة متشدداً على أهمية مؤسسات التقييم والرقابة.
- قيام كل الدول باتخاذ إجراءات سريعة وفعالة وتعزيز تنسيق سياسات الاقتصاد الكلي وتحسين تبادل المعلومات وتوظيف كافة السبل المالية والنقدية الضرورية لمنع تفشي وتفاقم الأزمة وتجنب الركود الاقتصادي.
- مناقشة النظام الاقتصادي الإسلامي مناقشة تفصيلية لما فيه من حلول للأزمة المالية العالمية.
- تحقيق توعية كاملة بالأزمة وتداعياتها، وإعادة قراءة الأزمة قراءة تربوية ونشر تلك التوعية وسط مجتمعاتنا.
- قيام كل الدول باتخاذ إجراءات سريعة وفعالة، وتعزيز تنسيق سياسات الاقتصاد الكلي وتحسين تبادل المعلومات ومساعدة الدول بعضها البعض بأكبر قدر ممكن، بالإضافة إلى توظيف كافة السبل المالية والنقدية الضرورية لمنع تفشي وتفاقم الأزمة المالية، وإحلال الاستقرار بالأسواق المالية الدولية وحفز النمو الاقتصادي وتقليل تأثيرات الأزمة المالية إلى أدنى حد على الاقتصاد الحقيقي وتجنب أي ركود دولي<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية على المملكة العربية السعودية:

- تراجعت أسعار بيع الوحدات العقارية السكنية في الرياض بمعدل 23 % بسبب اهتزاز ثقة المشتريين والمستثمرين العقاريين<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>- محمد ابراهيم السقا، جذور الأزمة المالية العالمية، مجلة المصارف الكويتية، عن الموقع: <http://economy of kwait.blogspot.com>

<sup>2</sup>- زاهر بن عامر، قاعدة بيانات الأسواق المالية: <http://www.iefpedia.com/Nb/vb/showthread.php?t=549 h/20/05/2013>.

<sup>3</sup> - تقارير اقتصادية، زلزال الأزمة المالية العالمية وسوق الأسهم السعودية، عن الموقع:

[qt.com/article h/20/05/2013.www.alqt](http://qt.com/article h/20/05/2013.www.alqt)

إن تأثر العقار في السعودية بالأزمة المالية العالمية سيكون من جانب شح تمويل المشروعات العقارية والمواطنين الراغبين في تشييد منازل خاصة بهم ويعتقد الاقتصاديون في المملكة أن قطاع العقارات يمكن أن يكون منبعا ممتازا للاستثمارات السعودية خاصة مع تقلبات سوق الأسهم صعودا ونزولا. ونجاح هذا السوق في تعويض المستثمرين بعض خسائرهم في البورصة.

انخفاض حاد في الطلب العالمي على النفط مما أدى إلى انخفاض أسعار النفط حيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بنسبة كبيرة بلغت 22.3 % إلى 369.67 مليار دولار أمريكي عام 2009.

أعلنت السعودية عجز ميزانيتها المتوقع لعام 2009 سيكون بحدود 17.3 بعد سجلت ميزانيتها لعام 2008 فائضا حقيقيا بلغ 160 مليار دولار.

زادت المصارف السعودية مخصصاتها إلى أكثر من ثلاثة أمثالها لمواجهة خسائر القروض.

تراجع طفيف في ربحية المصارف السعودية بنسبة 2.6 %، حيث حققت المصارف العشرة المدرجة في سوق الأسهم مبلغ 18.86 مليار ريال أرباحا في الأشهر التسعة الأولى من العام الجاري مقابل 19.37 مليار ريال في الفترة المقابلة من العام الماضي، وبلغ صافي أرباح المصارف في الربع الثالث فقط 3 أشهر، 6.14 مليار ريال مقابل صافي ربح بلغ 6.01 مليار ريال في الفترة المقابلة من العام الماضي، أي بنمو طفيف نسبته 2.1 %<sup>(1)</sup>.

### الحلول لمواجهة الأزمة المالية العالمية في السعودية.

- تعهد المجلس الاقتصادي العلى وهو أرفع هيئة اقتصادية سعودية بضمان ودائع البنوك.
- ضخت مؤسسة النقد العربي السعودي ثلاثة مليارات دولار في ودائع مصرفية طويلة الأجل، فيما بعد أول ضخ مباشر تقوم به منذ عشر سنوات مستخدمة في ذلك الدولار الأمريكي.
- خفضت مؤسسة النقد العربي السعودي الاحتياطي الإلزامي للبنوك من 10 % إلى 7 % ومنذ أكتوبر انخفضت الاحتياطات الإلزامية إلى 13 %.
- خفضت مؤسسة النقد العربي السعودي سعر الفائدة اتفاقيات إعادة الشراء بواقع 50 نقطة أساس إلى 02 % بعد أن خفضتها بواقع 50 نقطة أساس في ديسمبر 2008، وهكذا يكون قد خفض بإجمالي 350 نقطة أساس خلال خمس خطوات اتخذتها المؤسسة.
- قال محافظ مؤسسة النقد العربي السعودي أن المملكة العربية السعودية لا تتبع أصولها الخارجية، لكنها تسحب من بعض الاحتياطات الخارجية لتمويل ميزانية متنامية تهدف إلى تحفيز الاقتصاد.
- أمرت مؤسسة النقد العربي السعودي البنوك المحلية بتجميد حسابات رجال الأعمال.
- أعلن بنك المركزي السعودي عن توفير أي سيولة نقدية تحتاجها البنوك ومنحها خيار اقتراض ما قيمته 75 % من الوراق المالية.

### المطلب الثالث: تأثير الأزمة المالية على البحرين:

- تأثرت سوق العقارات في البحرين بالأزمة المالية العالمية إذ انخفضت حركة التداول العقاري، ولوحظ قيام بعض الملاك بعرض عقارات استثمارية بأسعار أقل في مناطق معينة.
- انخفض عدد صناديق الاستثمار المدرجة في بورصة البحرين، حيث وصلت بنهاية الربع الثالث 2012 ليصل إلى 26 صندوق مقارنة مع 31 صندوق بنهاية يونيو 2012.

<sup>1</sup> - اقتصاديات دول الخليج، سوق الأسهم السعودي، عن الموقع: <http://www.galflase.com/ar/GCC/indesc/1!t=3>، 21/05/2013.



- تراجع مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية، فقد شهد بدوره تراجعاً بلغت نسبته 3.5% من خلال الربح الثالث 2012، ليصل إلى 1087.3 نقطة في نهاية سبتمبر 2012.
- فيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد شهدت هذه القيمة تراجعاً بنهاية هذا الربع الثالث لتبلغ نحو 15.83 مليار دولار في نهاية سبتمبر 2012. أي أقل بنحو 620 مليون دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثاني من العام نفسه<sup>(1)</sup>.

### الحلول لمواجهة الأزمة المالية العالمية في البحرين:

- خفضت البحرين سعر الفائدة الودائع، وسعر إعادة الشراء مجتمعين بواقع 175 نقطة أساس إلى 3.5% كما خفضت أسعار الودائع لمدة أسبوع واحد بواقع 50 نقطة أساس إلى 1.5%.
- وسع مصرف البحرين المركزي الضمانات المقبولة لتشمل صكوك الإجارة، وهو نوع من السندات الإسلامية.
- خفض مصرف البحرين المركزي أسعار الفائدة الرئيسية بمقدار 75 نقطة أساس بعدما خفض مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي) وخفضت أسعار الفائدة في البحرين إلى 2.75% كذلك تم خفض أسعار الودائع لمدة أسبوع واحد إلى 0.75% وسعر فائدة ودائع إلى 0.25%.
- خفض مصرف البحرين المركزي الاحتياطي الإلزامي للبنوك إلى 5% من 7% مشيراً إلى تراجع التضخم.
- مصرف البحرين المركزي يعين أوصياء على بنكين محليين تابعين لشركتين سعوديتين متعثرتين.
- خفض مصرف البحرين المركزي سعر الفائدة على الودائع لأسبوع واحد بواقع 25 نقطة أساس لتراجع من 0.75% إلى 0.50% وخفض البنك سعر إعادة الشراء والإقراض إلى 2.25% من 2.75%.

### المطلب الرابع: تداعيات الأزمة المالية العالمية على قطر:<sup>(2)</sup>

- سجل مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم بداية شهر جوان 2008 معدل نمو 31.8% مقارنة مع نهاية عام 2007، وهو أعلى مستوى قياسي سجله المؤشر خلال سنة 2008، غير أن مؤشر السوق اتخذ منحى هبوطياً على مدى فترة دامت 3 أشهر منذ منتصف شهر جوان إلى 14 سبتمبر 2008، ويعتبر شهر أكتوبر 2008 بداية التأثير الحقيقية للأزمة.
- ✓ ارتفاع أسعار أسهم 22 شركة مدرجة في نهاية 2009.
  - ✓ قيام تسع عشرة شركة مدرجة بزيادة رأسمالها خلال العام لأسباب مختلفة أهمها:
    - توزيع أسهم مجانية كأرباح على مساهميها.
    - قيام 7 شركات مدرجة في قطاع البنوك بزيادة رأسمالها تنفيذاً للاتفاق مع جهاز قطر للاستثمار بالمساهمة في رؤوس أموال تلك البنوك بنسبة تتراوح ما بين 10% إلى 20%.
    - قبول إدراج شركتين جديدتين أسهماً في ضخ ما يقارب من 7.6 مليار ريال قطري<sup>(3)</sup>.
  - ✓ ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة 61.16% لتصل خلال 2008 إلى ما يناهزه 48 مليار دولار مقابل 30 مليار دولار خلال 2007.

<sup>1</sup>. [www.ar-wikipedia.org](http://www.ar-wikipedia.org).

<sup>2</sup> - صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 52، الربع الرابع 2007، عن الموقع:

<http://www.amf.org.ae/sites/default/eco/amdb/bulletin/ar/4th%20quatre.h22/05/2013>.

<sup>3</sup> - صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، بيانات الأسواق المالية العربية، (العدد 56، 2008)، ص 62.

- ✓ سجل إجمالي الناتج المحلي القطري بنسبة نمو قدره 10 % عام 2009 وتوسع قطاع النفط والغاز والاستثمار في مشروعات البنية الأساسية والإنشاءات والصناعة إلى تحقيق نمو في الاقتصاد القطري.
- ✓ تأثر القطاع العقاري في قطر بالأزمة المالية العالمية وتمثل ذلك في انخفاض المبيعات والأسعار.

### الحلول المقترحة لمواجهة الأزمة المالية العالمية قطر:

- قام صندوق الثروة السيادية القطري، وهو جهاز قطر للاستثمار بشراء حصة تتراوح بين 10 و20 % من رؤوس أموال البنوك المدرجة لتعزيز ثقة المستثمر.
- قيام شركتين محليتين للاستثمار العقاري بالاندماج بهدف مواجهة الأزمة المالية العالمية.
- قامت قطر بشراء ما قيمته 1.79 مليار دولار من المحافظ الاستثمارية للبنوك المدرجة.
- لم تقوم بتخفيض أسعار الفائدة لأن السيولة جيدة.

### خلاصة الفصل الثالث:

شكلت العوامل المالية المتعلقة بالانكشاف على أسواق المال العالمية أهم قنوات امتداد الأزمة إلى اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي: فقد شهدت دول الخليج طفوه في الموارد المالية الناجمة عن الزيادات الضخمة في الإيرادات النفطية والتدفقات الأجنبية لتمويل المشاريع الكبرى، ومع تقادم الأزمة المالية في الدول المتقدمة وانكماش الطلب العالمي إثر ذلك، والتراجع الحاد للأسعار في أسواق النفط العالمية، تقلصت الفوائض المالية لدول المجلس، بالإضافة إلى خروج التدفقات المالية الأجنبية والتي دخلت أسواق المال الخليجية لأغراض المضاربة، وبالتالي تراجع ثقة المستثمرين في الأوضاع الاقتصادية المحلية.

## الخاتمة:

إن الأزمة المالية العالمية بآثارها المتعددة الوجة هي اليوم أحد أخطر التهديدات التي يواجهها العالم لاسيما الدول العربية، حيث نشأت هذه الأزمة كمحصلة للاختلالات الهيكلية وعيوب النظام الاقتصادي الرأسمالي السائد، وبالتالي ينبغي على دول العالم البحث عن بناء هيكل مالي جديد، يكون للبلدان العربية فيه رأياً وصوتاً مسموعين أسوة بغيرها من الدول الصناعية كما نجد بأن الإجراءات التي تم اتخاذها من أجل التصدي لآثار الأزمة لا ينبغي ان تتجه نحو المحافظة على العيوب والنواقص الكبيرة التي يعانيها الهيكل الاقتصادي الدولي، وإنما القيام بالإصلاحات الهيكلية اللازمة على ألا تكون في أي حال من الأحوال على حساب البلدان العربية وفي خضم القلق المتزايد بشأن الأزمة المالية العالمية وتداعياتها المختلفة فقد توصلت إلى أن الأزمة المالية العالمية هي عبارة عن أزمة سيولة كما أنها أزمة ثقة، وذلك نتيجة الانفصال بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي والتوسع الكبير في منح القروض من جانب المؤسسات المالية.

### نتائج اختيار فرضيات البحث:

- انتقلت الأزمة المالية الأمريكية لتمس كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب ارتباط عدد كبير في المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا وبقية العالم بالأسواق المالية الأمريكية.
- امتدت آثار الأزمة المالية إلى الدول مجلس التعاون الخليجي التي تأثرت بشكل أكبر بحكم الصلات والروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي، وتراجع بسبب الأزمة الطلب على النفط الذي يمثل المصدر الرئيسي لأغلب الدول العربية.
- تتميز الأسواق المالية الخليجية بالسيولة النقدية العالمية نتيجة لارتفاع أسعار النفط والغاز قبل الأزمة.

### نتائج البحث:

- إن الأزمة المالية التي اندلعت وتفاقت في و م أ كانت نتيجة انهيار سوق الرهون العقارية الأمريكية بسبب تدخل الحكومة الأمريكية المباشر ولسنوات عديدة في البنوك والمؤسسات المالية وحثها على تسهيل عملية الإقراض وتلبية طلبات المواطنين المتعلقة بالقروض العقارية، خصوصاً بالنسبة للفئات الاجتماعية ذات الدخل الضعيف.
- انتقلت الأزمة المالية لتمس كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا وبقية العالم بالأسواق المالية الأمريكية.
- امتدت آثار الأزمة المالية إلى الدول المجلس التعاون الخليجي التي تأثرت بشكل أكبر بحكم الصلات والروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد العالمي.
- الإفراط الكبير في منح الائتمان والقروض العقارية.
- انخفاض الرقابة على المؤسسات المالية والمصرفية.
- منيت أسواق الخليج بخسائر منذ الأسبوع الأول للأزمة وكانت الامارات المتحدة وخصوصاً سوق دبي الأكثر ضرراً وخسارة، وتمكن ترتيب الدول حسب حجم الخسارة الأعلى على النحو التالي: (الإمارات، السعودية، الكويت، عمان، البحرين، قطر)
- وجود أرضية هشة للأسواق المالية الخليجية لأنها قائمة على المضاربات والربح السريع مع درجة المخاطرة المتزايدة.

- تأثر وخسارة الصناديق السيادية لأن أموال تلك الصناديق تستثمر في أمريكا وأوروبا.
- انخفاض أسعار النفط حيث أدى هذا الانخفاض الكبير في الموارد المالية النفطية أثرت على الموازنة لحول الخليج.
- واجهت المؤسسات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي شح السيولة وزيادة تكاليف الإقتراض.

### التوصيات:

- يجب توجيه الفوائض المالية للنفط في استثمارات حقيقية وليست مالية للمحافظة على قيمها المستقبلية.
- السعي إلى توجيه المؤسسات المالية و المصرفية العربية إلى زيادة عمليات الإندماج و ذلك بغية زيادة التنافسية الدولية و تقليل مخاطر الاستثمار داخل هذه البلدان ، وعدم التوسع في التعامل بالمشنقات المالية.
- ضرورة اتباع الدول العربية سياسات نقدية ومالية تعزز من قدرة الدول العربية على مواجهة الأزمة.
- دعم الاقتصاد الحقيقي البعيد عن عمليات التوريق والمضاربات في البورصات العالمية.
- ضرورة قيام محافظي البنوك المركزية ومؤسسات النقد العربية بزيادة التنسيق والترابط بين الأجهزة الرقابية في الدول العربية.
- اتخاذ التدابير اللازمة من قبل المؤسسات المالية العربية لاستشراف أي تطورات مستقبلية لتداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العربية وتقديم بدائل لسبل مواجهة ذلك.
- تنشيط الاتصالات وتبادل المعلومات بين الأسواق المالية العربية وتبادل الخبرات والمعارف والتنسيق في المواقف المالية.
- حث البلدان العربية على التوجه نحو الإقتصاد الإسلامي تدريجياً، و إعتقاد أسسه الراسخة.

### آفاق البحث:

تناول هذا البحث موضوع الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الأسواق المالية الخليجية ، وذلك في إطار إنفتاح الأسواق العالمية ، و حركة انتقال رؤوس الأموال ، وإلغاء الحواجز و الحدود و القيود أمام تداول الأسهم و السندات في معظم الأسواق العالمية و بالتالي يمكن دراسة تداعيات الأزمة المالية العالمية و بالتالي يمكن دراسة تداعيات الأزمة المالية العالمية و علاقتها بالأزمة الحالية التي تواجه اليونان (الديون السيادية)، وبعض الدول الأوروبية.

أولاً: المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2009.
- 2- أحمد يوسف الشحان، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع الإشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل، المنصورة، 2001.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر و التوزيع، الأردن، 2004.
- 4- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 5- أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 6- أنطوان الناشف، خليل الهندي: "العمليات المصرفية والسوق المالية"، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة، لبنان، 2000.
- 7- بدر فاروق، نظرة عامة عن الأسواق المالية، دار فاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
- 8- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 9- حسن بني هاني: "الأسواق المالية: طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المنسقة"، دار الكندي، الأردن، 2002.
- 10- حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، دار حلب الزمان، الأردن، 2011.
- 11- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية و النقدية، دار المعزز للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 12- سمير رضوان عبد الحميد حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- 13- شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 14- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003.
- 15- ضياء مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 16- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 17- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 18- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي: "العولمة المالية وإمكانيات التحكم" عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2003.
- 19- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، دار النشر الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 20- عرفان الحسني، الاقتصاد السياسي لازمة الأسواق المالية و الإدارة الدولية، عمان، الأردن، 2003.
- 21- علي لطفي، الأزمة المالية، الأسباب التدايعات، المواجهة، مؤتمر شرم الشيخ نمصر، مارس، 2009.
- 22- عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية و العالمية و التنمية المتواصلة، أبو ظبي، 2002.
- 23- فريد النجار، البورصات الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر و التوزيع، 1998\_ 1999.
- 24- فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، دار الجدار للكتاب العالمي، الأردن، 2005.

- 25- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2008 .
- 26- محمد الغربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
- 27- محمد سرور، إدارة الأزمات- المشكلات الاقتصادية والمالية والإدارية، دار البداية، عمان، 2010.
- 28- محمد سعيد محمد الرملاوي: "الأزمة الاقتصادية العالمية: دار الفكر الجامعي: الإسكندرية، 2011.
- 29- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1997.
- 30- محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية: قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 31- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 32- محمد نصر مهنا، إدارة الأزمات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006.
- 33- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية (موقعها من السوق؛ أحوالها؛ ومستقبلها) دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- 34- محمود صبح، التحليل المالي والاقتصاد للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، القاهرة، 1997.
- 35- محمود عبد الفضيل، العرب و التجربة الآسيوية- الدروس المستفادة، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2001.
- 36- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
- 37- المطلب عبد الحميد: "السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة"، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.
- 38- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف الإسكندرية، 2002.
- 39- هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.

#### المذكرات والرسائل الجامعية:

- 1- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل مواجهتها، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003-2004.
- 2- عمر عبدة سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قلمة، 2003-2004.
- 3- محمد الحاج الهاشمي، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة سوق الدوحة للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011-2012.

#### المؤتمرات:

- 1- جاسم المناعي، التغير في البيئة الاقتصادية الدولية والاقتصاديات العربية (الفرص والتحديات)، "مؤتمر العرب في بيئة دولية متغيرة، مركز الخليج لدراسة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 7/8/2008".
- 2- حسن عبد الكريم سلوم، بتول محمد نوري، دور المعايير المحاسبية الدولية في الحد من الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات العمال التداويات- الفرص- الآفاق، 3- 5 نوفمبر كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة الأردن.

صفوان عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر العالمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر 1- 2 أبريل 2009.

3- طارق الحاج، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد الفلسطيني، المؤتمر العلمي الدولي السابع تحت عنوان تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات العمال التحديات- الفرص- الأفاق جامعة النجاح نابلس- فلسطين، 10- 11 أبريل.

4- عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، قناة أسواق رأس المال، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية تقييم واستشراف بيروت، لبنان 23- 25 مارس 2009.

5- محمود الوادي، ابراهيم خرسى، دور الاقتصاد الاسلامي في الحد من الازمات الاقتصادية، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الازمة الاقتصادية العالمية على منظمات الاعمال، كلية الاقتصاد و العلوم الادارية، جامعة الزرقاء، الخاصة، الاردن، 10-2009، 11.

6- مصطفى حسن مصطفى، الأزمة المالية العالمية، أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أبريل 2009.

#### الملتقيات:

1- بالعزوز بن علي ، عبو هودة، الازمة المالية العالمية مظاهرها و سبل معالجتها، الملتقى الدولي الاول حول ازمة النظام المالي المصرفي الدولي و بديل البنوك الاسلامية، جامعة الامير عبد القادر، قسنطينة، مارس، 2009.

2- بربيش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي و عدوى الازمات الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5- 6 ماي 2009..

3- حبشي فتيحة، الأزمة المالية الحالية و انعكاساتها على الاقتصاد العالمي، الملتقى الدولي الاول حول الأزمة النظام المالي المصرفي الدولي و بديل البنوك الاسلامية، جامعة الامير عبد القادر، قسنطينة، ماي 2009.

4- زايدي عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5- 6 ماي 2009.

5- طاهر هارون، العقون نادية، الازمة المالية الراهنة، اسبابها ، اليات انتشارها و الاثار المترتبة عنها ، الملتقى الدولي الاول حول ازمة النظام المالي و المصرفي و بديل البنوك الاسلامية ، كلية الادب ، و العلوم الانسانية، قسم الاقتصاد و الادارة ، جامعة الامير عبد القادر للعلوم الاسلامية، قسنطينة، 6-7 افريل 2009 .

6- عبد الفتاح بوخمخ، محمد صالح، الازمة المالية العالمية و تأثيرها على اقتصاديات الدول العربية، مداخلة مقدمة في اطار الملتقى الدولي الاول حول الازمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الاسلامية، جامعة الامير عبد القادر ، قسنطينة، ماي 2009.

7- محمد براق، السوق المالية دورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي، كالية لتحسين و تفعيل الشراكة العربية الأوربية، جامعة فرحات عباس سطيف، 8-9 ماي، 2004

8- محمد بن فهد العمران، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، 13- 15 نوفمبر 2005 م.

9- ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية، الأسباب- الآثار و سياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أكتوبر 2009.

المجلات:

- 1- ابراهيم أبو بكر المديني، الأسواق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، مجلة علوم الاقتصاد و التسيير و التجارة، مجلة دولية متخصصة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر، العدد 17، 2000.
- 2- أحمد محي الدين أحمد: "سلبيات أسواق الوراق المالية القائمة في الدول العربية"، مجلة علوم المصارف العربية، فيفري 2001.
- 3- أشرف محمد، الأزمة المالية العالمية، الأسباب و الحلول، ملخص بحث نشر في مجلة آراء حلول الخليج، الإمارات العربية المتحدة، العدد، 2000.
- 4- عبد اللطيف حنان، الاقتصاديات الخليجية ونداعيات الازمة المالية، مجلة السياسة الدولية العدد، 175، يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 02 / 2009.

المواقع الالكترونية:

- 1- خليل المرسي ،الآثار الأزمة المالية على دبي:

<http://www.badr-cu34.ibda3.156243-bibi3.org>

[www.ar-wikipedia.org](http://www.ar-wikipedia.org)

- 2- أحمد منير، الاستثمار الاجنبي المباشر في سوق الاسهم السعودي، عن الموقع: <http://www.aleq.com/2012/4/21/article.html>
- 3- أشرف أبو دوايه، الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها على الكويت 2008 عن الموقع: [www.ameinfo.com/ar-116256k](http://www.ameinfo.com/ar-116256k)
- 4- اقتصاديات دول الخليج، سوق الأسهم السعودي، عن الموقع: <http://www.galflase.com/ar/GCC/indesc/1!t=3>
- 5- أنور قوهان شان، عن الموقع: [HTT://WWW.BADRCU34.IBDA3.156243.ORG](http://WWW.BADRCU34.IBDA3.156243.ORG)
- 6- تامر عبد العزيز، إجراءات دول الخليج في مواجهة أزمة المال، جريدة الجديد، العدد 42، عن الموقع الالكتروني: <http://www.algareeda.com>
- 7- تقارير اقتصادية، زلزال الأزمة المالية العالمية وسوق الأسهم السعودية، 2011، عن الموقع: [www.alqt.com/2008/10/14/article](http://www.alqt.com/2008/10/14/article)
- 8- خليل المرسي، لآثار الزمة المالية على دبي، عن الموقع: [http://ekhalil.com/view\\_article.php?id=1078authid=1](http://ekhalil.com/view_article.php?id=1078authid=1)
- 9- دكتور هشام، ماهية المشتقات المالية، عن الموقع: <http://ejabat.Google.com.Ijabat/hread?id>
- 10- زاهر بن عامر، قاعدة بيانات الاسواق المالية: <http://www.iefpedia.com.Nb/vb/showthread.php?t=549/>.
- 11- سوق البحرين: <http://www.bahrainstochexchange.com>.



- 12- شريف سيوفي، سوق الأوراق المالية-بورصة الأوراق المالية، عن الموقع: <http://sherif.yoo7.com/t39-topic>
- 13- صندوق النقد العربي عن الموقع: [www.amf.org](http://www.amf.org).
- 14- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق العربية، النشرة الفصلية، العدد 70.
- 15- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 52، الربع الرابع 2007، عن الموقع <http://www.amf.org.ae/sites/default/eco/amdb/bulletin/ar/4th> <http://www.quotepdf.com>
- 16- مجلس دبي الاقتصادي، مقال بعنوان جدول الازمة العالمية، وتوصيات للمعالجة، جريدة البيان، دبي، <http://www.albayan.ae/economy>
- 17- مجيب حسن محمد، تطور مؤشرات للتنبؤ بالازمات المصرفية، الامارات العربية المتحدة-دبي-جامعة الشارقة- عن الموقع: <http://cbl.gow.mojib.iysar/p/c1.aspx> =10935048
- 18- محمد ابراهيم السقا، جدول الازمة العالمية، مجلة المصارف. عن الموقع: <http://economyofkwait.blogspot.com>
- 19- المملكة العربية السعودية، نبذة اقتصادية، عن الموقع: <http://www.gulflase.com/ar/GGC/indesc/1!t=3>
- 20- منتديات ستار تايمز، الازمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية، عن الموقع، -// <http://startimes.com/f.aspx?21773>