



## الموضوع

# انعكاسات الأزمات المالية العالمية على أسواق رأس المال

\* دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية 2005-2015 \*

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : نقود ومالية

إشراف الأستاذ:

ـ الحسن دردوري

إعداد الطالب:

ـ رمزي عثمانى

السنة الجامعية : 2015-2016

# الإهداء

أهدي ثمار هذا العمل لوالدتي الكريمة نبع الحنان ورمز التضحية التي كان لها الفضل في تربيتي وتكويني.

إلى روح والدي غفر الله له وأسكنه فسيح جنانه.

وإلى أحب الناس على قلبي ورفيقة دربي أختي " كريمة ".

وإلى كل عائلتي احتراماً وتقديراً.

وإلى زملائي في الدراسة.

وإلى كل من نسيته بقلمتي لكن لم أنساه بقلبي.

وإلى كل الباحثين لإنارة طريق المعرفة.

# شكر وعرّفان

نشكر الله سبحانه و تعالى على أن وفقني في إتمام هذا العمل.

أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف " لحسن دردوري " على توجيهاته ونصائحه.

كما أشكر الأخت والأستاذة " قرمية دوفي " وأخي وأستاذي " حسام الدين غضبان "، وأستاذي

المحترم " فريد عبة " إليهم أسمى العبارات والكلمات.

وإلى الأساتذة المحترمين من قاموا بتقديم يد المساعدة لي وأخص بالذكر " نوي فطيمة الزهرة "

" كردودي صبرينة "، "بعيسي سامية"، " حدانة أسماء "

وإلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد.

أصالة منا ونيابة عن زملائي نشكر الأساتذة الذين سهروا على تكويننا وإثراء سجلنا العلمي

والمعرفي.

ونسأل الله أن يوفقنا ويسدد خطانا وأن يؤتتنا علما ينفعنا في الدنيا والآخرة.

ملخص

### ملخص:

تعالج هذه الدراسة موضوع الأزمات المالية العالمية وانعكاساتها على أسواق رأس المال حيث تم التركيز على الأزمة المالية العالمية 2008 (أزمة الرهن العقاري) باعتبارها أخطر الأزمات المالية التي واجهت الرأسمالية وذلك من خلال تبيان مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بها، والدور الذي تلعبه في إحداث اختلالات على مستوى الأسواق المالية لكون هذه الأسواق مركزا أساسيا في النظم الاقتصادية، حيث تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، ويانعكس الأزمة المالية على أسواق رأس المال كجزء من الأسواق المالية تحدث تراجعات في العديد من الجوانب تؤثر على نشاط وأداء السوق من حيث التداول والمؤشرات إلى جانب تأثيرها على سلوك المستثمرين.

وبعد استعراض مختلف الجوانب النظرية تم دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية ( بورصة قطر) كمحاولة لتحليل انعكاسات الأزمة المالية عليه خلال الفترة 2005- 2015، حيث أظهرت نتائج الدراسة انعكاس الأزمة المالية العالمية في انخفاض مؤشرات الأسعار وتراجع أحجام التداول في هذا السوق.

### الكلمات المفتاحية:

أسواق رأس المال - الأزمة المالية العالمية - المؤشرات- أزمة الرهن العقاري- بورصة قطر.

### Résumé:

Cette étude porte sur les crises financières mondiales et leur impact sur les marchés des capitaux, où l'accent est mis sur la crise financière mondiale en 2008 (La crise des prêts hypothécaires) Comme la plus grave crise financière à laquelle le capitalisme à fait face et en reflétant les différents aspects théoriques qui lui sont liés, et le rôle qu'elle joue dans la création de déséquilibres au niveau des marchés financiers du fait que ces marchés sont le centre des systèmes économiques, elle représente un mécanisme par lequel se fait le transfert de ressources financières des propriétaires en surplus aux propriétaires en déficit, et le contre effet de la crise financière sur les marchés de capitaux en tant qu'une partie des marchés financiers produit des reculs dans de nombreux aspects affectant l'activité et la performance du marché en termes de commerce et d'indicateurs, ainsi que son impact sur le comportement des investisseurs.

Et après démonstration des divers aspects théoriques, une étude a été faite sur le cas du marché de Doha des valeurs mobilières (la bourse du Qatar) dans une

## ملخص

---

tentative d'analyser les répercussions de la crise financière au cours de la période allant de 2005 à 2015, où les résultats de l'étude ont montré une repercussion de la crise financière mondiale dans une baisse des indices des prix et le retrait des volumes de transactions sur ce marché.

### **Mots clés:**

– Les marchés de capitaux – La crise financière mondiale – Indicateurs – La crise des prêts hypothécaire – Qatar Bourse.

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
	الإهداء
	شكر وعرافان
	ملخص
X-II	فهرس المحتويات
IX-VIII	فهرس الجداول
X	فهرس الأشكال
(أ- و)	مقدمة عامة
49-02	الفصل الأول: الأطار المفاهيمي للأزمات المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: مدخل عام للأزمات المالية
03	المطلب الأول: تعريف وخصائص الأزمة المالية
03	الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية
04	الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية
05	المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية ومراحل تطورها
05	الفرع الأول: أسباب الأزمات المالية
08	الفرع الثاني: مراحل تطور الأزمات
09	المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية
09	الفرع الأول: الأزمات البنكية ( المصرفية )
09	الفرع الثاني: أزمات العملة وأسعار الصرف ( أزمة ميزان المدفوعات )
10	الفرع الثالث: أزمة أسواق المال " حالة الفقاعات "
10	الفرع الرابع: أزمة الديون الخارجية
11	المبحث الثاني: نماذج لأهم أزمات الأسواق المالية العالمية
11	المطلب الأول: أزمة الكساد الكبير " الخميس الأسود " (1929-1933)
11	الفرع الأول: نشأة أزمة 1929
12	الفرع الثاني: أسباب وخصائص أزمة 1929



13	الفرع الثالث: نتائج أزمة 1929
15	الفرع الرابع: آليات علاج أزمة 1929
16	المطلب الثاني: أزمة البورصات 1987-1989
16	الفرع الأول: أزمة الاثنين الأسود 1987
18	الفرع الثاني: أزمة الجمعة اليتيمة 1989
20	المطلب الثالث: أزمة المكسيك 1994
20	الفرع الأول: نشأة الأزمة المكسيكية و أسبابها
21	الفرع الثاني: نتائجها
22	الفرع الثالث: آليات علاجها
23	المطلب الرابع: أزمة جنوب شرق آسيا ( أزمة النمر الآسيوية) 1997
23	الفرع الأول: نشأة أزمة 1997
25	الفرع الثاني: أسباب أزمة جنوب شرق آسيا
26	الفرع الثالث: نتائج أزمة جنوب شرق آسيا
27	الفرع الرابع: الحلول المقترحة للخروج من الأزمة
29	المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) 2008
29	المطلب الأول: نشأة وأسباب الأزمة المالية العالمية
29	الفرع الأول: نشأة الأزمة المالية العالمية
30	الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية
33	المطلب الثاني: مظاهر الأزمة المالية العالمية و مراحلها
33	الفرع الأول: مظاهر الأزمة المالية العالمية
34	الفرع الثاني: مراحل الأزمة المالية العالمية
38	المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية
38	الفرع الأول: تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد الأمريكي
39	الفرع الثاني: تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد العالمي
40	الفرع الثالث: تداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات الدول العربية
43	المطلب الرابع: الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة المالية العالمية
43	الفرع الأول: خطة الإنقاذ المالي الأمريكية
45	الفرع الثاني: خطة الإنقاذ المالي للدول المتقدمة
48	الفرع الثالث: خطط انقاذ الدول العربية

49	خلاصة الفصل الأول
138-51	الفصل الثاني: أسواق رأس المال في ظل الأزمات المالية
51	تمهيد
52	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
52	المطلب الأول: مفهوم ونشأة الأسواق المالية
52	الفرع الأول: مفهوم السوق المالية
53	الفرع الثاني: نشأة وتطور السوق المالية
55	المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية وأهميتها
55	الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية
57	الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية
59	المطلب الثالث: وظائف وتنظيم الأسواق المالية
59	الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية
61	الفرع الثاني: تنظيم الأسواق المالية
67	المطلب الرابع: تقسيمات الأسواق المالية
67	الفرع الأول: التقسيمات المختلفة للأسواق المالية
68	الفرع الثاني: سوق النقد
73	الفرع الثالث: سوق رأس المال
73	المبحث الثاني: ماهية سوق رأس المال
73	المطلب الأول: مفهوم وأهمية سوق رأس المال
73	الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال
74	الفرع الثاني: أهمية سوق رأس المال
75	المطلب الثاني: تقسيمات سوق رأس المال
75	الفرع الأول: السوق الآجلة
76	الفرع الثاني: الأسواق العاجلة ( الحاضرة )
82	المطلب الثالث: المنتجات المالية التقليدية في سوق رأس المال
82	الفرع الأول: أدوات الملكية ( الأسهم )
88	الفرع الثاني: أدوات الدين ( السندات )
93	المطلب الرابع: المشتقات المالية والأوراق المهجنة ( الأدوات الحديثة )

93	الفرع الأول: المشتقات المالية
103	الفرع الثاني: الأوراق المهجنة
104	المبحث الثالث: عوامل قيام سوق رأس المال
104	المطلب الأول: التحليل الفني و الأساسي في سوق رأس المال
104	الفرع الأول: التحليل الفني
106	الفرع الثاني: التحليل الأساسي
110	المطلب الثاني: المؤشرات في سوق رأس المال
110	الفرع الأول: مفهوم المؤشر وأهميته
112	الفرع الثاني: استخدامات المؤشر وكيفية بنائه
115	الفرع الثالث: أهم المؤشرات الشائعة
118	المطلب الثالث: كفاءة سوق رأس المال
118	الفرع الأول: مفهوم الكفاءة
118	الفرع الثاني: أنواع الكفاءة
119	الفرع الثالث: متطلبات الكفاءة
120	الفرع الرابع: الصيغ المختلفة للكفاءة
122	المبحث الرابع: انعكاسات الأزمات المالية على الأسواق المالية
122	المطلب الأول: انعكاسات الأزمات على حجم التداول في الأسواق المالية
122	الفرع الأول: حجم التداول في ظل أزمتي 1929 و 1987
123	الفرع الثاني: حجم التداول في ظل أزمات التسعينات
124	الفرع الثالث: حجم التداول في ظل الأزمة المالية العالمية ( أزمة الرهن العقاري 2008 )
128	المطلب الثاني: انعكاسات الأزمات على المؤشرات في الأسواق المالية
128	الفرع الأول: المؤشرات في ظل أزمة الكساد الكبير وأزمتي البورصات ( 1987 - 1989 )
130	الفرع الثاني: المؤشرات في ظل أزمات التسعينات
132	الفرع الثالث: المؤشرات في ظل الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري 2008 )
134	المطلب الثالث: انعكاسات الأزمات على سلوك المستثمرين
134	الفرع الأول: اتجاه سلوك المستثمرين في ظل أزمتي 1929 و 1987
135	الفرع الثاني: اتجاه سلوك المستثمرين في ظل أزمات التسعينات
136	الفرع الثالث: اتجاه سلوك المستثمرين خلال الأزمة المالية العالمية 2008
138	خلاصة الفصل الثاني

186-140	الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية
140	تمهيد
141	المبحث الأول: تقديم سوق الدوحة للأوراق المالية
141	المطلب الأول: الأساس التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية
141	الفرع الأول: مراحل نشأة سوق الأوراق المالية للدوحة
142	الفرع الثاني: أهداف السوق
143	الفرع الثالث: الأعضاء في السوق
144	الفرع الرابع: إدارة السوق
146	الفرع الخامس: هيئة قطر للأسواق المالية
147	الفرع السادس: الوساطة في السوق
149	الفرع السابع: ميزانية السوق
149	المطلب الثاني: الأوراق المالية في سوق الدوحة
149	الفرع الأول: الأوراق المالية المتداولة في سوق الدوحة
150	الفرع الثاني: ادراج واصدار الأوراق المالية
151	الفرع الثالث: قيد وقبول الأوراق المالية
152	الفرع الرابع: التعامل في الأوراق المالية
153	الفرع الخامس: خدمات الأوراق المالية
154	المطلب الثالث: التداول في سوق الدوحة
154	الفرع الأول: قواعد التداول
154	الفرع الثاني: التداول الإلكتروني
155	الفرع الثالث: أيام وساعات التداول
156	الفرع الرابع: أنظمة الاستثمار في البورصة
156	الفرع الخامس: التسوية والمقاصة
157	الفرع السادس: مؤشر بورصة قطر
158	المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية على مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ( 2005-2015 )
158	المطلب الأول: مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة قبل الأزمة المالية خلال الفترة ( 2007 - 2005 )

162	المطلب الثاني: مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة للأوراق المالية أثناء الأزمة ( 2008 - 2012 )
162	الفرع الأول: تطور مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة خلال الفترة ( 2008-2010)
165	الفرع الثاني: تطور مؤشرا أسعار الأسهم لسوق الدوحة خلال الفترة ( 2011-2012 )
167	المطلب الثالث: مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة للأوراق المالية بعد الأزمة المالية ( 2013 - 2015 )
170	المبحث الثالث: انعكاسات الأزمة المالية على نشاط التداول في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2015)
170	المطلب الأول: نشاط التداول في سوق الدوحة قبل الأزمة ( 2005 - 2007 )
172	المطلب الثاني: نشاط التداول في بورصة قطر أثناء الأزمة ( 2008 - 2012 )
176	المطلب الثالث: نشاط التداول في بورصة قطر بعد الأزمة ( 2013 - 2015 )
180	المبحث الرابع: انعكاسات الأزمة المالية على تعاملات المستثمرين في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ( 2008-2015 )
180	المطلب الأول: تحليل نسب تعامل المستثمرين ( 2008-2010 )
182	المطلب الثاني: تحليل نسب تعامل المستثمرين ( 2011-2013 )
184	المطلب الثالث: تحليل نسب تعامل المستثمرين ( 2014-2015 )
186	خلاصة الفصل الثالث
190-188	الخاتمة العامة
211-192	قائمة المراجع

## فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	انهيار أسعار الأسهم أثناء أزمة الكساد الكبير ( متوسط سنوي بمؤشرات شهرية: أساس مختلف )	14
02	نسبة الأرباح المحققة في الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا سنة (1994)	24
03	اجراءات نظام الاحتياط الفدرالي الأمريكي في خفض أسعار الفائدة والخصم	44
04	ملخص لأهم الفروق بين السوق الأولي والسوق الثانوي	79
05	أوجه الاختلاف بين القيم المتداولة في السوق المالي	92
06	مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع في بعض الجوانب	96
07	الحالات المربحة والخسارة بالنسبة لخيارات الشراء والبيع	97
08	أهم الفروقات بين العقدين المستقبلي والآجل	100-99
09	أوجه الاختلاف بين العقد المستقبلي وعقد الخيار	100
10	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني	110-109
11	المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال الفترة ( 2005-2007 )	158
12	مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة خلال 2008 - 2010	162
13	مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال 2011 - 2012	165
14	مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال 2013 - 2014	167
15	مؤشر أسعار الأسهم لبورصة قطر خلال سنة 2015	168
16	المؤشرات الرئيسية للشركات المقيدة في سوق الدوحة خلال الفترة 2005-2007	170
17	الأسهم المتداولة في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2007	171
18	المؤشرات الرئيسية للشركات المقيدة في سوق الدوحة للأوراق المالية ( بورصة قطر ) خلال الفترة 2008-2012	172
19	مؤشرات التداول في سوق الدوحة للأوراق المالية ( بورصة قطر ) خلال الفترة 2008-2012	173
20	نشاط التداول السنوي لبورصة قطر سنة 2013	176

176	عدد الشركات والرسمة في بورصة قطر لسنة 2014	21
177	نشاط التداول الربعي لبورصة قطر سنة 2014	22
178	عدد الشركات والرسمة في بورصة قطر لسنة 2015	23
179	أحجام التداول في بورصة قطر خلال الأرباع الثلاثة الأولى من سنة 2015	24
181	نسب تعامل المستثمرين سنة 2008	25
181	نسب تعامل المستثمرين سنة 2009	26
182	نسب تعامل المستثمرين سنة 2010	27
182	نسب تعامل المستثمرين سنة 2011	28
183	نسب تعامل المستثمرين سنة 2012	29
184	نسب تعامل المستثمرين سنة 2013	30

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
81	تقسيمات الأسواق المالية	01
102	أنواع عقود المبادلات	02
145	هرمية لإدارة سوق الدوحة للأوراق المالية	03
159	المؤشر العام لأسعار الأسهم شهريا لسوق الدوحة للأوراق المالية خلال سنة 2005	04
160	المؤشر العام لأسعار الأسهم شهريا لسوق الدوحة للأوراق المالية خلال سنة 2006	05
160	تطور مؤشر سوق الدوحة خلال الربع الأول من سنة 2007	06
161	المؤشر العام لأسعار الأسهم شهريا في سوق الدوحة للأوراق المالية في سنة 2007	07
162	المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال الفترة ( 2005 - 2007)	08
163	تطور مؤشر سوق الدوحة خلال الربع الرابع من سنة 2008	09
164	مؤشر أسعار الأسهم شهريا لسوق الدوحة في سنة 2008	10
164	مؤشر أسعار الأسهم شهريا لسوق الدوحة خلال سنة 2009	11
166	تطور مؤشر بورصة قطر خلال الربع الثاني من سنة 2012	12
166	مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة خلال الفترة 2005-2012	13
168	تطور مؤشر أسعار الأسهم في سوق الدوحة من 2005-2014	14
168	تطور مؤشر بورصة قطر خلال الربع الثالث من سنة 2015.	15
169	مؤشر أسعار الأسهم لبورصة قطر خلال سنة 2015	16
174	معدل التداول اليومي في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الربع الثالث من سنة 2008	17
175	عدد و قيمة الأسهم المتداولة في سوق الدوحة خلال 2005-2010	18
178	عدد وقيمة الأسهم المتداولة في بورصة قطر سنة 2014	19
184	نسب تعامل المستثمرين سنة 2014	20
185	نسب تعامل المستثمرين سنة 2015	21



# مقدمة عامة

### تمهيد:

شهد الاقتصاد العالمي سلسلة من الأزمات و الانعكاسات، مست مختلف الأنظمة الاقتصادية التي طبقتها معظم الدول عبر التاريخ، حيث أن الأزمات المالية ونظرا لآثار الحادة التي تترتب عنها بتهديدها للاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي للدول، كانت ولا تزال من المواضيع الأكثر اثارة للجدل والنقاش، وهذا لانتسامها بالدورية نظرا لطبيعتها وارتباطها بالدورات الاقتصادية ولانعكاس آثارها على العصب الرئيسي للاقتصاد وهو الجهاز البنكي والأسواق المالية، ومن هذا نجد بأن الاقتصاد العالمي قد شهد عدة هزات مالية قديمة وحديثة، بدءا من أزمة الكساد الكبير 1929 إذ تعتبر أخطر الأزمات المالية التي أثرت على مختلف دول العالم خلال تلك الفترة، لتليها العديد من الأزمات المالية كأزمته البورصات خلال الثمانينات وأزمة المكسيك سنة 1994 وأزمة جنوب شرق آسيا في سنة 1997.

كل هذه الأزمات كانت أقل خطورة من سابقتها إلا أن خلال سنة 2007 ظهرت بوادر لأزمة مالية أخرى كانت نشأتها في الولايات المتحدة الأمريكية وهي ما تعرف بأزمة الرهن العقاري، حيث لحدة تداعياتها وانعكاساتها صنفت بأنها أخطر الأزمات المالية التي عرفها النظام الرأسمالي منذ نشأته بما في ذلك أزمة الكساد الكبير، لأن نتائجها السلبية طالت الاقتصاد الحقيقي وسادت معظم دول العالم الرأسمالي في وقت واحد وباعتبار أن الاقتصاد الأمريكي يعد أكبر اقتصاد في العالم فقد تحولت الأزمة الأمريكية للرهن العقاري إلى أزمة مالية وذلك لانتشارها على مختلف الأسواق المالية في العالم فأدت إلى احداث انهيارات مالية كبيرة في هذه الأسواق التي تعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم الأموال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساتها المالية، إذ أن أسواق رأس المال كجزء من الأسواق المالية تمثل النظام الأوسع والأشمل الذي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، حيث يقتضي قيام هذه الأسواق توفر مجموعة من العوامل حتى تؤدي دورا فعالا لتشمل في مجموعها المحيط المناسب للوصول إلى درجة كبيرة من التطور الاقتصادي، كما أن المعلومات المتوفرة فيها تلعب دور مهم في تحديد قرارات الاستثمار وعلى أساسها يتم تحديد مستويات الكفاءة في السوق لذلك فإن أسواق رأس المال لها دورا فعالا في كفاءة الأداء الاقتصادي للدول.

وبوقوع الأزمة المالية العالمية التي أحدثت صدمة كبيرة للاقتصاد العالمي بصفة عامة وفي الأسواق المالية بصفة خاصة لم تكن الأسواق المالية العربية بمأمن من انعكاساتها وآثارها رغم حداثة نشأتها، فالأسواق المالية الخليجية من بين الأسواق المالية العربية الأكثر تضررا وتأثرا بالأزمة المالية وذلك لانفتاح أسواقها على الأسواق المالية العالمية وارتباط عدد كبير من مؤسساتها المالية بالسوق المالية الأمريكية، إلى جانب اعتمادها على الإيرادات النفطية في تمويل نشاطها الاقتصادي، وعليه فإن سوق الدوحة للأوراق المالية يعتبر من بين الأسواق المالية العربية التي تأثرت بالأزمة المالية العالمية حيث شهدت تراجعات حادة في أدائها من خلال تأثيرها على الركائز الأساسية في السوق.

## مقدمة عامة

### . إشكالية الدراسة:

وعلى ضوء ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

#### • كيف انعكست الأزمة المالية العالمية 2008 على سوق الدوحة للأوراق المالية؟

وتندرج تحت هذه الإشكالية العديد من الأسئلة الفرعية أبرزها:

- ما المقصود بالأزمات المالية؟ وما علاقة أسواق رأس بها ؟
- ما هو واقع سوق الدوحة للأوراق المالية قبل الأزمة المالية ؟
- هل تغير أداء سوق للأوراق المالية للدوحة جراء الانعكاسات التي خلفتها الأزمة المالية على مختلف اقتصاديات العالم ؟

### . فرضيات الدراسة:

وللإجابة عن التساؤلات السابقة تم صياغة الفرضيات الآتية:

- تعتبر الأزمات المالية اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في أسواق رأس المال .
- سجل سوق الأوراق المالية للدوحة نشاطا متميزا قبل السنوات القليلة من ظهور بؤادر الأزمة المالية وهذا راجع للنمو الاقتصادي المحقق وارتفاع أرباح الشركات المدرجة فيه.
- يوجد تغير في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية بسبب الأزمة المالية العالمية.

### . أهمية الدراسة:

يحضى موضوع الأزمات المالية بالكثير من الاهتمام، وبالأخص بعد الأزمة المالية العالمية والتي عرفت بأزمة الرهن العقاري وأدت إلى وجود انهيارات كبيرة في اقتصاديات العالم خاصة في الأسواق المالية التي تحتل مكانة هامة في تحقيق التنمية الاقتصادية للدول، حيث أن آثار وانعكاسات الأزمة المالية على هذه الأسواق ساهم في ظهور اختلالات كبيرة في النظام المالي العالمي الحالي الأمر الذي جعل العديد من الخبراء الماليين يدعون إلى انتهاج نظام مالي يشكل دور كبير للدولة بالتدخل في الاقتصاد من عدة جوانب وذلك للتقليل من حدة الأزمات المالية، كما تكمن الأهمية أيضا في تسليط الضوء على سوق الأوراق المالية للدوحة باعتباره من أهم الأسواق المالية العربية وكيفية انعكاس هذه الأزمة في تغيير أدائه ومدى قدرته على مواجهة مثل هذه الأزمات التي تمس الاقتصاد العالمي ككل.

### . أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة للتوصل إلى ما يلي :

- الكشف عن أهم الأزمات المالية والتعرف عن مخاطرها على أسواق رأس المال.

## مقدمة عامة

- التعرف على تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول العالم والحلول المطروحة للتقليل من حدتها ومجابهتها.
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، مع تحديد موقع سوق رأس المال ضمن السوق المالية.
- ابراز الجوانب التي انعكست فيها الأزمة المالية العالمية ( أزمة الرهن العقاري) على سوق الدوحة للأوراق المالية.

### . منهج الدراسة:

- تختلف المناهج المتبعة في كل بحث حسب طبيعة واشكالية كل دراسة، وفيما يتعلق بهذه الدراسة تطلب استخدام المناهج التالية:
- **المنهج الوصفي التحليلي:** باعتباره مناسب لوصف الظاهرة المدروسة في الجانب النظري المرتبط بالأزمات المالية العالمية والأسواق المالية، إلى جانب تحليل المؤشرات والجدول والأشكال لتوضيح انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية.
  - **المنهج التاريخي:** من أجل تتبع الوقائع التاريخية والتسلسلات الزمنية لبعض الأزمات والأسواق المالية ومراحل تطورها.

### . حدود الدراسة:

- للإجابة على التساؤلات الموضوعية وللوصول إلى الأهداف المرغوبة بدقة وموضوعية تم إنجاز هذه الدراسة ضمن الحدود التالية:
- **الحد الموضوعي:** يتمثل في تحديد العلاقة بين الأزمات المالية وأسواق رأس المال.
  - **الحد المكاني:** يتمثل في دراسة سوق الدوحة للأوراق المالية ( بورصة قطر).
  - **الحد الزمني:** تمتد فترة الدراسة لهذا الموضوع من 2005 إلى 2015 وذلك لتوضيح التغيرات الحادثة في السوق من خلال تتبع التطورات قبل وقوع الأزمة المالية وأثنائها وبعد وقوعها.

### . أسباب اختيار الموضوع:

- يمكن تقديم أسباب اختيار الموضوع في النقاط التالية:
- محاولة المساهمة في دراسة الأزمات المالية والتعرف عليها.
  - نظرا للعواقب الوخيمة الناتجة عن الأزمات المالية العالمية، التعرف على طرق التقليل من حدة هذه الأزمات.
  - الوقوف عند واقع أسواق رأس المال في ظل الأزمات المالية.

## مقدمة عامة

- رغم محدودية الأسواق المالية العربية إلا أنها شديدة الحساسية اتجاه الانعكاسات التي خلفتها الأزمة المالية عليها، كونها تشكل عائقا لقيامها وتحقيق أهدافها التنموية، ولقد ركزت هذه الدراسة على سوق الدوحة للأوراق المالية كونه أحد أهم الأسواق المالية الخليجية والعربية.

### . الدراسات السابقة:

من أجل معالجة هذا الموضوع تم الاعتماد على الدراسات التالية:

- نادية العقون: العولمة الاقتصادية والأزمات المالية - الوقاية والعلاج- ( دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية)، أطروحة دكتوراه لكلية العلوم الاقتصادية جامعة الحاج لخضر باتنة 2012-2013 حيث تناولت هذه الدراسة في أطرها النظري دراسة لبعض الأزمات المالية وأهم النماذج المفسرة لها إضافة إلى تقديم تفسير كمي لأزمة الرهن العقاري وتداعياتها على مختلف اقتصاديات العالم مبرزة مفهوم العولمة المالية والعوامل المساعدة على تطورها ودورها في تكريس الأزمات المالية بهدف الكشف عن العلاقة بين تصاعد العولمة المالية وتكرار وتواتر الأزمات المالية وتوسع نطاقها، إلى جانب تحديد مدى مسؤولية كل من أسعار الفائدة والافراط في منح قروض الرهن العقاري عالية المخاطر وكذلك الآثار الناتجة عنها، كما تم تقديم جملة من الحلول والاجراءات الوقائية من الأزمات المالية والبحث عن البدائل الممكنة لتعزيز الثقة في النظام المالي العالمي، حيث توصلت الدراسة إلى أن العولمة المالية وما أفرزته من ثغرات جعلت حدوث أزمات مالية جديدة أمرا ممكنا في أي وقت باعتبارها أهم قنوات تدويل وعدوى الأزمات المالية.

- مريم طبني: واقع ومستقبل التجارة الخارجية للاتحاد الأوروبي في ظل الأزمات المالية 2002-2012 مذكرة ماجستير لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة بسكرة 2013/2014 حيث خصصت الباحثة الجزء الأول لدراسة الاطار النظري للتجارة الخارجية والجزء الثاني الأزمات المالية وتداعياتها على الاتحاد الاوروبي مخصصة بذلك جانب مهم لدراسة الأزمة المالية العالمية 2008 وتداعياتها على اقتصاديات دول العالم وكذلك أزمة اليونان وأخيرا قامت بتحليل واقع ومستقبل التجارة الخارجية في الاتحاد الأوروبي، من بين النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن الاتحاد الأوروبي شهد انخفاضا في النمو وتدهورا إثر أزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادية.

- حليلة عطية: دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات (دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2008-2013)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية في جامعة محمد خيضر بسكرة 2014-2015، تهدف هذه الدراسة إلى تحديد الاطار النظري للأسواق المالية ومقوماتها وأنواعها وتحديد مفاهيم كل من التمويل والاستثمار المالي وخصائصه ومن خلال آلية عمل السوق الأولي والقاء الضوء على سوق رأس المال الأردني ودوره في تمويل استثمارات المملكة للفترة ( 2008 - 2013)، لذلك قدمت الباحثة دراسة ميدانية لبورصة عمان والنظر في تداعيات الأزمة المالية على أداء البورصة، خلصت هذه الدراسة إلى أن بورصة عمان تتمتع بأهمية بالغة

## مقدمة عامة

كإطار مؤسساتي يعمل على تسهيل انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، مما يساعد على تمويل الاستثمارات بها.

- علي بوعبد الله: أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة 2013-2014، تناولت هذه الدراسة معالجة إشكالية تأثير نشاط الأسواق المالية ( الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية ) على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية حيث ركز الباحث على تقديم مفاهيم حول الأسواق المالية، أقسامها وخصائصها، وأهم المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية كما سلط الضوء على دراسة سوق الصرف الأجنبي وسياساته، مبينا ديناميكية أسواق الأوراق المالية العربية مقارنة بالأسواق المالية الناشئة والمتطورة، واستطاع الباحث تقديم جانب مهم فيما يتعلق بفاعلية أسواق الأوراق المالية في الدول المتطور والنامية إلى جانب دراسة انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية، من النتائج المتوصل لها في هذه الدراسة أن الجهود المبذولة لتطوير الأسواق المالية العربية لجذب المزيد من التدفقات الرأسمالية غير كافية لتحقيق استقرار أسعار الصرف.

- إن أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو أن بعد التطرق للإطار النظري لأهم الأزمات المالية بمختلف جوانبها ركزت الدراسة على أسواق رأس المال باعتبارها أكثر تضررا بالأزمات من أسواق النقد، وذلك لإبراز انعكاسات الأزمات المالية على مختلف البورصات الأمريكية والأوروبية والعربية، إلى جانب توضيح انعكاس الأزمة المالية العالمية بدقة على سوق الدوحة للأوراق المالية في الإطار التطبيقي للدراسة من خلال التعرف على واقع السوق قبل الأزمة المالية وما أحدثته بعد ذلك من تأثيرات سلبية في بعض الجوانب به.

### . أقسام الدراسة:

- من أجل دراسة الإشكالية المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات من عدمها والتوصل إلى النتائج المرجوة قسمت هذه الدراسة إلى ثلاث فصول.
- جاء الفصل الأول تحت عنوان: **الإطار المفاهيمي للأزمات المالية**، وتم التطرق إلى مجموعة من التعاريف حول الأزمات المالية، النشأة، والأسباب، كما تم التطرق إلى أهم الأزمات كأزمة الكساد الكبير 1929 وأزمة البورصات خلال الثمانينات و أزمة جنوب شرق آسيا إضافة إلى ذلك أزمة الرهن العقاري أسبابها وتداعياتها على اقتصاديات دول العالم والجهود المبذولة لمواجهتها.
- كما جاء الفصل الثاني بعنوان: **أسواق رأس المال في ظل الأزمات المالية العالمية**، حيث تم اعطاء نظرة شاملة عن الأسواق المالية بصفة عامة وبصفة خاصة أسواق رأس المال من خلال دراسة مفهومها و تقسيماتها، خصائصها وكذا أدواتها بالإضافة إلى عوامل قيامها، مع إبراز انعكاسات الأزمات المالية العالمية على أسواق رأس المال.

## مقدمة عامة

---

- أما الفصل الثالث جاء تحت عنوان: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية (بورصة قطر)، في هذا الفصل تم التعرف على سوق الدوحة للأوراق المالية من خلال تقديم مبسط للأساس التنظيمي له و أوراقه المالية بالإضافة إلى التداول والمؤشرات فيه وكذا توضيح انعكاسات الأزمة المالية عليه في تحليل تطورات مؤشرات أسعار الأسهم المتداولة ونشاط التداول ونسب تعامل المستثمرين خلال الفترة (2005-2015).
- أخيرا وبعد دراسة مختلف جوانب البحث سيتم التوصل إلى جملة من النتائج ومجموعة من المقترحات تتضمنها خاتمة البحث.

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي للأزمات

المالية



### تمهيد

يتصف النظام الرأسمالي بأنه منتج للأزمات الاقتصادية من فترة لأخرى، فلقد كان للأزمات المالية وقع وأثر كبير على اقتصاديات العديد من الدول، إذ أنها غالبا ما سببت تدهورا حادا في الأسواق المالية، نظرا لفشل الأنظمة المصرفية في أداء مهامها الرئيسية وبالتالي التأثير السلبي على قطاعات المختلفة للاقتصاد وما ينتج عنه من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بينها، حيث تتفاوت من حيث شدتها واتساع نطاقها. فقد اجتاح العالم جملة من الأزمات المالية العنيفة، بداية بالكساد العظيم سنة 1929، ثم الاثنين الأسود سنة 1987، وتلتها أزمة أكتوبر 1989، وصولا إلى أزمات الأسواق الناشئة في التسعينات و أزمة جنوب شرق آسيا إلى جانب الأزمة المالية العالمية 2008 التي كانت آثارها بليغة على اقتصاديات دول العالم.

حيث كانت الأزمات محل اهتمام الكثير من المفكرين والباحثين على اختلاف تخصصاتهم، ولعل تتبع الأزمات المالية السابقة يفيد في معرفة أسبابها ومسبباتها، ودور الحكومات في علاج آثارها، وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول:** مدخل عام للأزمات المالية.

**المبحث الثاني:** نماذج لأهم أزمات الأسواق المالية العالمية.

**المبحث الثالث:** الأزمة المالية العالمية ( أزمة الرهن العقاري 2008 ).

## المبحث الأول: مدخل عام للأزمات المالية

لقد شكل تكرار وانتشار عدوى الأزمات المالية عبر دول العالم، ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، لما ينتج عنها من آثار سلبية تنتقل بعد ذلك إلى دول أخرى، لذا وجب في هذا المبحث البدء بإعطاء مفاهيم أساسية حول الأزمات المالية عامة، حيث سيتم التطرق إلى مفهومها وأسبابها وأنواعها.

### المطلب الأول: تعريف وخصائص الأزمة المالية

لم يتفق الباحثون والمفكرون الاقتصاديين على وضع تعريف موحد ومحدد للأزمة المالية فكل له منظوره وتوجهه الخاص ومع ذلك يمكن ذكر أهم هذه التعاريف على النحو الآتي:

#### الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية

- الأزمة في اللغة تعني الشدة والقحط يقال تأزم الشيء أي اشتد وضاق؛

ويدور المعنى الاصطلاحي لمفهوم الأزمة: "بأنها عبارة عن موقف تتعرض له دولة ما ويستشعر صانع القرار فيها درجة عالية من التهديد للمصالح والقيم الجوهرية للدولة ويتسم هذا التهديد بالمفاجئة، وعدم التوقع من قبل صانع القرار فيشعر بضيق الوقت المتاح للتفكير فيه ويجب عليه في نفس الوقت اتخاذ القرار المناسب بصدده قبل تغسر ذلك الموقف على نحو تصعب السيطرة عليه"<sup>1</sup>.

ويمكن تعريفها أيضا بأنها "اضطراب كبير في مسار النشاط ونموه على المستوى الاقتصادي الكلي أو الجزئي أو على نطاق المؤسسة الذي ينتقل من المستوى المستقر المتوازن على تلك الحالة المضطربة نتيجة توفر مجموعة من العوامل الهيكلية الذاتية والعوامل في البيئة الداخلية والخارجية، تؤدي إلى تراجع ملحوظ في مستوى النمو ثم انهيار في القدرة على تحقيق الأهداف المرسومة وتهديد المصالح وتحقيق خسائر في قيمة الأصول والثروة وبما ينعكس في النهاية في تهديد بقاء المؤسسة واستمراريتها وكيانيتها"<sup>2</sup>.

الأزمة المالية عبارة عن مصطلح مركب من كلمة أزمة ومالية، وقد عرفت الأزمة اقتصاديا بأنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن في أحد الأنشطة الاقتصادية أو في مجال النشاط الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان، وتطلق بصورة عامة على الخلل الناشئ من اختلال التوازن بين العرض والطلب ( الإنتاج والاستهلاك)؛

أما المالية فهي: تشمل الحسابات التي تسجل العمليات على السندات والأسهم، وعلى المؤن في حال انخفاضها والصفقات المتعلقة بالسيولة لدى المؤسسة أو بالكمبيالات<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، << الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات >>، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 17.

<sup>2</sup> فؤاد حمدي بسيسو، << محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية (الدليل العلمي التطبيقي لإدارة الأزمات) >>، اتحاد المصاف العربية، بدون ذكر بلد النشر، 2010، ص 34.

<sup>3</sup> عمر يوسف عبد الله عيابة، << الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي >>، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 17.

كما تعرف بأنها: "ذلك التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما، أو مجموعة من الدول، ومن أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا على تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وينجم عنها إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية"<sup>1</sup>.

وعرفت أيضا أنها: "مرحلة حرجة تواجه المنظومة المالية، ينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها، ويصاحبها تطور سريع في الأحداث، ينجم عنه عدم استقرار في النظام الأساسي لهذه المنظومة، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدها وإعادة التوازن لهذا النظام"<sup>2</sup>.

من خلال التعريف السابقة يمكننا القول أن الأزمة المالية: "هي التدهور الحاد في النظام المالي لدولة ما أو مجموعة من الدول، يؤدي إلى اضطراب كبير في مسار النشاط الاقتصادي ويعرقل نموه واستقراره على المستوى الكلي أو الجزئي، كما تنعكس آثارها السلبية على قيمة العملة وعلى مختلف القطاعات الاقتصادية مما يستدعي التدخل السريع للسلطات للخروج من الأوضاع الحرجة للآزمات وارجاع التوازن والاستقرار للمنظومة المالية"؛

#### الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية

- إن الأزمة المالية تتميز بالخصائص الآتية:

- حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ: أي عدم امكانية التنبؤ بها، لأن الأزمة في بدايتها تسبب صدمة ودرجة عالية من التوتر واستقطاب اهتمام الجميع مما يضعف قدرات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها؛
- نقص المعلومات الكافية عنها: يؤدي إلى عدم وضوح الرؤية لدى متخذ القرار وصعوبة تحديد الأخطار المجهولة للآزمة سواء في حجمها أو درجاتها ؛
- ضيق الوقت: إن حدوث الأزمة بشكل مفاجئ لا يتيح وقتا كافيا للاستجابة لها لأنها تحتاج للحل السريع لما تمثله من تهديد لمصالح المنظمات<sup>3</sup>.
- التعقيد والتشابك: أي التداخل في عواملها وأسبابها يؤدي الى فقدان السيطرة عليها؛

<sup>1</sup> محمد سعيد محمد الرملاوي، << الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للأسمايلية ودعوة للشريعة الإسلامية >>، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص14.

<sup>2</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، << الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي >>، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 18.

<sup>3</sup> علي محمد ثجيل المعموري، فارس جميل حسين الصوفي، مداخلة بعنوان: << مدى تأثير معايير القيمة العادلة على تداعيات الأزمة المالية العالمية >>، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، قسم المحاسبة، كلية العلوم الادارية والمالية، جامعة الاسراء، عمان، يومي 28- 29 أبريل 2009، ص ص 11- 12.

- تصاعدها المتواصل: أي سرعة تصاعد الأحداث يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة أي غياب الحل الجذري السريع<sup>1</sup>.

- سيادة الخوف: ينتج عنها حالة من الخوف والهلع قد تصل إلى حد الرعب وتقييد التفكير؛

ومنه فإن الأزمة ينظر لها من خلال تأثيراتها المستقبلية باعتبارها خط حقيقي لا يتعلق بالماضي والحاضر، بل يشهد تأثيرها في المستقبل<sup>2</sup>.

وعليه فإن الأزمة بالمفاهيم والخصائص السابقة تأخذ أبعاداً ثلاثة تتمثل في الآتي<sup>3</sup>:

البعد الأول: بعد المفاجأة، حيث أن الأزمة تنشأ وتنفجر في الوقت المفاجئ، غير متوقعة بدقة وفي مكان مفاجئ أيضاً.

البعد الثاني: بعد الرعب، الناجم عن التهديد الخطير للمصالح، والأهداف الجوهرية الخاصة بالكيان الإداري الحالية والمستقبلية، وما يترتب على ذلك من هلع وخوف وتوتر يفتح الباب لمزيد من الهواجس والشكوك والاحتمالات المتعارضة على نطاق واسع، نتيجة اتساع النطاق المجهول وتصادد أحداث الأزمة.

البعد الثالث: بعد الزمن، الناجم عن الوقت المحدود المتاح أمام صناع القرار لاتخاذ الفرار السريع والصائب، ولا يتضمن أي أخطاء، إذ لن يكون وقت أو مجال للتأخير أو لإصلاح الخطأ لاستمرار الوضع في التفاقم ونشوب أزمات جديدة أشد.

### المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية ومراحل تطورها

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، بل تتعدد وتتوغل أسباب الأزمات المالية و تختلف مراحل تطورها بحسب ظروف كل دولة.

#### الفرع الأول: أسباب الأزمات المالية

هناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية وتتمثل فيما يلي:

#### أولاً: عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

إن أحد أهم مصادر الأزمات الدولية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تتخفف شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك العاملين في مجال التصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، حيث تعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول ودرجة جاذبيتها، إذ كانت تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال فترة

<sup>1</sup> مريم الشريف جحنيط، مداخلة بعنوان: <<علاقة الالتزام بمعايير الحوكمة بالأزمة المالية العالمية>>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 5.

<sup>2</sup> محمود جاد الله، <<إدارة الأزمات>>، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص8.

<sup>3</sup> عبد السلام جمعة زاغود، <<إدارة الأزمات الدولية في ظل النظام العالمي الجديد>>، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 27.

التسعينيات سببها مباشرة لحدوث العديد من الأزمات المالية، أما في الجانب المحلي فالتقلبات في معدلات التضخم تعتبر عنصراً حاسماً في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن التضخم وارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية<sup>1</sup>.

### ثانياً: اضطرابات القطاع المالي

وترجع أسباب الاضطراب في القطاع المالي إلى:

#### 1-1- تراخي سياسات الإقراض وعدم تلاؤم أصول وخصوم البنوك

يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم المطابقة بين أصول وخصوم البنوك خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابت مما يغري المصارف المحلية بالإقراض من الخارج وقد يتعرض زبائن البنوك كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية لفترات الاستحقاق أيضاً؛

#### 1-2- التحرر المالي غير الوقائي

شغل التوسع في منح الائتمان وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وإنهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية والذي يتوكل مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي الغير الوقائي وغير الحذر<sup>2</sup>، الذي يعني دخول بنوك أجنبية إلى السوق المالي، مما يزيد الضغوط التنافسية على البنوك المحلية لا سيما في الأنشطة الائتمانية الغير مهياً لها، وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها البنك، وبدون الأعداد والتهيئة والرقابة اللازمة قبل التحرر المالي فإن البنوك قد لا تتوفر لها الموارد والخبرات اللازمة للتعامل مع هذه الأنشطة والمخاطر الجديدة<sup>3</sup>.

#### ثالثاً: سياسة سعر الصرف:

من العوامل التي تساهم في انشاء بيئة ملائمة للأزمات إنباع الحكومة نظام سعر الصرف الثابت مع عجز مستمر في الموازنة العامة ما ينتج عنه ارتفاع معدلات التضخم وارتفاع أسعار الصرف الحقيقية وتزايد عجز

<sup>1</sup> ناجي التوني، << الأزمات المالية >>، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص7.

<sup>2</sup> مريم طنبلي، << واقع ومستقبل التجارة الخارجية للاتحاد الأوروبي في ظل الأزمات المالية 2002-2012 >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في

العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة بسكرة 2013/2014، ص81.

<sup>3</sup> نادية العقون، << العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج " دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية " >>، مذكرة

مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012/2013، ص17.

ميزان المدفوعات و انخفاض في الاحتياطيات من الصرف الأجنبي وهو ما يؤدي إلى انهيار سعر الصرف الثابت<sup>1</sup>.

اذ أن أسعار الصرف الثابتة تشجع على الاقتراض الأجنبي بسبب تجاهل المقرض لمخاطر سعر الصرف سواء تم الاقتراض الخارجي مباشرة بمعرفة المشروعات المحلية أو بطريقة غير مباشرة من خلال الوساطة المالية المحلية، فإن تزايد القروض بالعملات الأجنبية يساهم في تعرض الاقتصاد المعني بمخاطر الصدمات الداخلية أو الخارجية، ومن ثم لمخاطر الآزمات المالية، وفي المقابل عند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة مثلا سوف يؤدي فورا الى تخفيض قيمة العملة وزيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي الى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف الى مستوى أكثر تناسقا مع متطلبات الأمان المصرفي<sup>2</sup>.

#### رابعا: ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي:

إن ضعف النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات، و ضعف النظام القانوني المساند للعمليات البنكية، وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقرض واحد، وعدم الوضوح والشفافية يزيد من ضعف وهشاشة القطاعات المالية، ما يؤدي إلى نشوء الآزمات في الدول التي تعاني هذه الأوضاع كما يحد من قدرة الحكومات على اتخاذ الإجراءات الصحيحة لمواجهة الآزمات<sup>3</sup>.

#### خامسا: تشوه نظام الحوافز:

- إن أي نظام صمم للحد من الصدمات والآزمات المالية والمصرفية لن يعمل بنجاح، إلا إذا كان القائمون عليه لديهم الحافز المهم لعدم تشجيع قبول المخاطر المتزايدة واتخاذ إجراءات تصحيحية في مرحلة مبكرة، ويجب أن يكون هناك إحساس مشترك لدى كل من أصحاب البنوك والمديرون والمقرضون وكذا السلطات الإشرافية بأن هناك أشياء سيفقدونها إذا فشلوا جميعا في العمل بالطريقة التي تتوافق مع التزاماتهم<sup>4</sup>.

- حيث لا يتأثر ملاك المصارف والإدارات العليا ماليا من جراء الآزمات المالية التي ساهموا في حدوثها فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، ومن ناحية أخرى فقد دلت التجارب العالمية أيضا على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها كانت من الأسباب الأساسية للآزمات المصرفية وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث الآزمات أو الحد من آثارها، لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ

<sup>1</sup> جمال بوزيدي، << دور سعر الفائدة في أحداث الآزمات المالية >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، 2012/2011، ص 315 .

<sup>2</sup> مريم طيني، << مرجع سابق >>، ص 82.

<sup>3</sup> فتيحة الحبشي، مداخلة بعنوان: << تحليل أسباب الأزمة المالية وسبل معالجتها >>، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة منتوري، قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر، 2009، ص3.

<sup>4</sup> عبد القادر بادن، << دور حوكمة النظام المصرفي في الحد من الآزمات المالية والمصرفية بالاشارة الى حالة الجزائر >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة )، تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2007-2008، ص 81.

القرارات بحيث لم يحدث تغيير حقيقي في الإدارة وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان، ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى ، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: مراحل تطور الأزمات:

يمكن حصر مراحل تطور الأزمات في ثلاث مراحل أساسية وهي<sup>2</sup>:

#### أولاً: مرحلة ما قبل الأزمة:

تتميز هذه المرحلة بوجود مؤشرات اقتصادية وأحداث تدل على نشأة الأزمة:

#### 1-1- المؤشرات الاقتصادية

قد تسبق هذه المرحلة مقدمات ومؤشرات كثيرة تنبئ بقرق وقوع الأزمة، ومن هذه المؤشرات ما يتعلق بارتفاع نسب العجز المالي، والاستهلاك الحكومي وارتفاع حجم الائتمان المصرفي والديون الخارجية قصيرة الأجل المستحقة على القطاعات المصرفية، والتقلبات في أسعار الأسهم، وارتفاع نسبة الديون المعدومة والتحويلات الكبيرة في الأسواق المالية وضعف نظم الرقابة والإشراف وغياب الشفافية والإفصاح وغيرها مما يعد مقدمات لبداية أزمة مالية.

#### 1-2- الأحداث

تعد هذه المرحلة هي مرحلة نشوء الأزمة، حيث تكون أحداث ومواقف غير محددة المعالم من حيث الاتجاه أو الحجم، وتتمثل أهمية هذه المرحلة في محاولة استشراف الأزمة والإعداد لمواجهةها عند حدوثها، وهذا لإفقاد الأزمة مرتكزات النمو ومن ثم تحجيمها والقضاء عليها.

#### ثانياً: مرحلة وقوع الأزمة:

تتميز هذه المرحلة بـ:

- صعوبة السيطرة على متغيرات الأزمة المتسارعة لتصل إلى نقطة الانفجار منذرة بالخطر الحقيقي على الاقتصاد، وهذا من ذلك الصدمة وحالة عدم التوازن التي تحدثها.
- وجود مؤشرات تظهر في التقلبات الحادة في أسعار الأصول المالية وأسعار الأسهم والعقارات .
- تزايد حالات الإفلاس والاندفاع في سحب الودائع وإغلاق العديد من المشروعات.
- تأمين بعض المؤسسات وتقديم المساعدات للمؤسسات المالية من قبل الحكومات.

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، << معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 177.

<sup>2</sup> عمر يوسف عبد الله عيابة، << مرجع سابق >>، ص ص 33-34.

حيث أن كل هذه الأحداث تعد مؤشرا لانفجار الأزمة ونموها.

ثالثا: مرحلة انحصار الأزمة وانتهائها :

تتميز هذه المرحلة بـ:

- قيام الجهاز المالي والنقدي بمواجهة الأزمة بعد انفجارها، وذلك بتغيير السياسات المالية والنقدية.
- إجراء الإصلاحات الضرورية في الإدارة و الضوابط الرقابية والنظم الخاصة بالعمل للخروج من هذه الأزمة المالية.
- إن تفاقم الأزمة وانفجارها ووصولها إلى الذروة وبداية الانفراج ونقطة التحول نحو المرحلة الأخرى من مراحل الدورات الاقتصادية، تؤدي بالوصول إلى مرحلة انتهاء الأزمة والانفراج.

### المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية

هناك اختلاف وتعدد في أنواع الأزمات المالية والاقتصادية، يمكن تصنيفها وفق الأنواع التالية:

#### الفرع الأول: الأزمات البنكية ( المصرفية )

من خصائص هذه الأزمة مايلي:

- تعرض البنك أو عدة بنوك الى تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعهم؛
- عدم قدرة البنوك على مواجهة طلبات السحب<sup>1</sup>.
- لا تغطي سيولة البنوك المتوفرة ولا نسبة احتياطياتها (الاحتياط القانوني) حجم السحوبات المطلوبة؛
- ظهور ما يسمى بأزمة السيولة لدى البنوك؛
- استطاعة البنك المركزي التدخل باعتباره الملجأ الأخير للسيولة في حالة تعرض بنك واحد لهذه الأزمة، أما إن انتقلت العدوى إلى باقي البنوك فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية (Systematic Banking Crisis)، وعندها قد يعجز في تدخله للإنقاذ؛
- هناك صورة أخرى للأزمات المصرفية تحدث عندما ترفض البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب المتوقعة؛
- هذا الخوف يحدث أزمة في الإقراض وهو ما يسمى بأزمة الائتمان (Credit Crunch)<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: أزمات العملة وأسعار الصرف ( أزمة ميزان المدفوعات )

من خصائص هذه الأزمة ما يلي:

- تنشأ نتيجة التغيرات السريعة والكبيرة في أسعار الصرف؛
- تؤدي إلى التأثير في قدرة العملة على تأدية دورها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل؛

<sup>1</sup> أحمد يوسف الشحات، <<الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع اشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا>>، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة، 2001، ص 14.

<sup>2</sup> عمر يوسف عبد الله عيابنة، <<مرجع سابق>>، ص ص 20-21.



- تقوم السلطات النقدية باتخاذ قرارات تقضي بخفض سعر العملة كنتيجة لعمليات المضاربة، وقد يؤدي هذا إلى انهيار جوهري لسعر العملة<sup>1</sup>.
- تسمى أيضا بأزمة ميزان المدفوعات ( Balance of Payments Crisis )، وتحدث هذه الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرارا بخفض سعر العملة نتيجة لعمليات المضاربة، وبالتالي قد تؤدي تلك الأزمات الى احداث انهيار في سعر تلك العملة؛
- كما يمكن أن يحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة التدفق الكبير لرؤوس الأموال الى الداخل يرافقه توسع مفرط وسريع في منح الائتمان فيزداد حجم القروض المشكوك في تحصيلها لدى البنوك المحلية؛
- حدوث انخفاض اسمي في قيمة العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأجنبية، حتى يصبح سعر الصرف الحقيقي أقرب الى سعر العملة المنخفض مؤديا ذلك الى حدوث موجة من التدفقات الرأسمالية للخارج<sup>2</sup>.
- الفرع الثالث: أزمة أسواق المال " حالة الفقاعات ":**
- من خصائص هذه الأزمة ما يلي<sup>3</sup>:
- تنشأ نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة " الفقاعة " والتي تحدث عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمتها العادلة نتيجة شدة المضاربة.
- الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل.
- خلال عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار وتصل إلى أدنى مستوياتها.
- يرافق الانهيار في قيمة الأصول حالات من الذعر والخوف فيمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو قطاعات أخرى.
- الفرع الرابع: أزمة الديون الخارجية:**
- من خصائص هذه الأزمة ما يلي<sup>4</sup>:
- تنشأ عندما تعجز الدولة عن سداد قروضها والفوائد المترتبة عليها.
- تعتبر هذه الأزمة من اخطر الأزمات المالية لكونها تجعل الدول أكثر تبعية وأضعف موقفا ماليا أمام العالم الخارجي.

<sup>1</sup> يوسف أبو فارة، مداخلة بعنوان: << قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008 >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 14- 15 ديسمبر 2009، ص 5.

<sup>2</sup> عمر يوسف عبد الله عابنة، << مرجع سابق >>، ص ص 22- 23.

<sup>3</sup> فريد كورتل، كمال رزيق، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية: مفهوما، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية >>، المؤتمر العلمي الثالث حول: الأزمة المالية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول (التحديات والآفاق المستقبلية)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، يومي 28- 29، أبريل 2009 ص4.

<sup>4</sup> عبد الكريم شنجار العيسوي، عبد المهدي رحيم العويدي، << السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية >>، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص183.

- توقف القطاع العام عن سداد التزاماته مما يؤدي الى هبوط حاد في تدفقات رؤوس الأموال الى الداخل، وقد يحصل تعثر في السداد لمجموعة من الأسباب أهمها الملاءة المالية المشكوك بها للمقترض وتساهل ادارة البنوك في منح الائتمان دون ضمانات كافية من المقترض.

### المبحث الثاني: نماذج لأهم أزمات الأسواق المالية العالمية

شهد العالم أزمات أصابت الاقتصاد الرأسمالي من أبرزها أزمة الكساد الكبير ( 1929-1933 ) أو كما يسميها البعض أزمة الخميس الأسود وأزمته البورصات (1987-1989)، وأزمة المكسيك 1994، وأزمة دول جنوب شرق آسيا 1997، ومن هنا سيتم التطرق إلى أهم النقاط المتعلقة بالأزمات المالية، من حيث الأسباب والنتائج.

#### المطلب الأول: أزمة الكساد الكبير " الخميس الأسود" (1929-1933)

تعد أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي و أشدها أثرا حيث كانت السبب في تغير البناء الهيكلي للنظام المالي العالمي.

#### الفرع الأول: نشأة أزمة 1929

- بدأت هذه الأزمة سنة 1929 في أعقاب فترة شهدت فيها الولايات المتحدة الأمريكية ازدهارا غير مسبوق حيث غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية وتم توظيف جزء كبير منها في سوق الأوراق المالية<sup>1</sup>  
- بالرغم أن فترة العشرينيات كانت فترة انتعاش وتوسع اقتصادي حيث تضاعف الانتاج الصناعي والفردي وبأدنى نسبة بطالة دون 1% في الولايات المتحدة الأمريكية إلا ان الصدمة الأساسية التي تعرضت لها بورصة وول استريت، حيث بلغت المضاربة فيها حدود مرتفعة نتيجة ازدهار الصناعة وقد زاد هذا من حدة المضاربة تغير توزيع الدخل لصالح رأس المال على حساب العمل، وهو ما رفع أسعار الأسهم مع هبوط مردودها وقد تسربت رؤوس الأموال من نيويورك الى لندن برفع بنك إنجلترا أسعار الفائدة، وانهارت البورصة في 24/10/1929، وأجبرت الأزمة الصناعيين على زيادة انتاجهم من أجل تسديد ديونهم؛

- كما أدت زيادة الانتاج والعرض في السوق الى هبوط الأسعار واستمرت الأزمة نحو حدها الأدنى عام 1932 حيث شهد هبوط النتاج الصناعي 28% وارتفعت البطالة الى 16% عام 1931، وانخفضت أجور العاملين بنسبة 39% وبلغ عدد العاطلين عن العمل في أمريكا وحدها 14 مليون أي 23% من العاملين، وانخفض دخل الفرد وهو الأمر الذي دفع الى خفض قيمة الدولار 50% واتباع سياسة الانفاق الجديد لمساعدة العاطلين عن العمل وایجاد التوظيف واستخدام الشباب في إعادة التشجير وانشاء الطرقات من أجل زيادة الطلب واطلاق الانتاج الصناعي من جديد، حيث أن كل من ألمانيا وفرنسا وإنجلترا تأثرت بهذه الأزمة بدرجات متفاوتة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> ابراهيم عبد العزيز النجار، << الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، الطبعة 2، 2003، ص30.

<sup>2</sup> مريم طنبني، << مرجع سابق >>، ص86.

### الفرع الثاني: أسباب وخصائص أزمة 1929

تعود أسباب أزمة 1929 الى جملة من الانحرافات الحاصلة في الأسواق الدولية وتجدر الإشارة الى أن هذه الأخيرة تمتاز بالعديد من الخصائص وفيما يلي سيتم التطرق لأهم هذه الأسباب والخصائص.

#### أولاً: أسبابها

يمكن ارجاع أسباب أزمة الكساد الكبير الى الأسباب التالية:

- ساهم رفع النظام الاحتياطي لسعر الخصم في أوت 1929 في حدوث صدمة في النظام المالي، مما أدى الى حدوث الكساد الاقتصادي الكبير<sup>1</sup>.
- البيع على المكشوف من طرف المضاربين للأسهم التي ليست في ملكيتهم بأسعار مرتفعة على أمل شرائها عند انخفاض أسعارها مقابل هامش ربح؛
- الممارسات الغير الأخلاقية واستغلال ثقة العملاء والتلاعب في أسعار الأوراق المالية<sup>2</sup>.
- انهيار في سوق الأسهم، وانخفاض مؤشر داو جونز في الأعوام الثلاثة التي تلت سنة 1929 بـ89%؛
- تقليص حجم القروض جراء إفلاس المصارف التجارية بعد انهيار أسواق الأسهم بشهور؛
- إفلاس ما لا يقل عن 608 مصرف، منها (bank of America) ؛
- قيام الاحتياطي الفدرالي بتخفيض سعر الفائدة بصفة دورية وضح أموال كبيرة في السوق؛
- تهافت الناس على بيع الدولار إثر انتشار للإشاعات عن نية إدارة الرئيس فرانكلين روزفلت بخفض سعر الدولار؛

#### ثانياً: خصائصها

من خصائص هذه الأزمة ما يلي<sup>3</sup>:

- تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله.
- كان لها صفة دورية انطلاقاً من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.
- الاستمرارية في المدة، حيث استغرقت حوالي 04 سنوات من (1929-1933).
- عمق وحدة الأزمة بشكل استثنائي في الولايات المتحدة مثلاً انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33% كما انخفضت عمليات الخصم و الاقتراض بمقدار الضعف، وكان عدد البنوك المفلسة منذ بداية عام 1929 حتى منتصف عام 1933 حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك مما أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين خاصة الصغار منهم.

<sup>1</sup> فؤاد حمدي بيسيسو، << مرجع سابق >>، ص 216.

<sup>2</sup> مريم طنبني، << مرجع سابق >>، ص 87.

<sup>3</sup> حمزة دبار، << انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي - دراسة تحليلية وفق نموذج سووت- >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012/2013، ص ص 12- 13.

- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة، حيث تراجعت أسعار الفائدة من 55% سنة 1929 لتصل إلى 31% سنة 1933، وقد كان هذا الانخفاض في البداية ناتجا عن تزايد الطلب على النقود لسداد القروض السابقة، لكن مع استمرار الأزمة انخفض الطلب على القروض بشكل حاد بسبب انخفاض الإنتاج الصناعي والمبادلات وزيادة عرض رؤوس الأموال.
- توافق الأزمة مع التقلبات الحادة في أسعار صرف العملات، وهذا ما أدى إلى انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وتزامن ذلك مع تدهور القدرة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية.

### الفرع الثالث: نتائج أزمة 1929

- امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي كما أدت نتائجها إلى ما يلي:
- فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر المعروف بـ "دعه يعمل دعه يمر"؛
- ظهرت النظرية الكنزوية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية<sup>1</sup>.
- انخفاض الأرباح وتراكم رأس المال وارتفاع معدلات البطالة وانخفاض الأجور؛
- انكماش التجارة الخارجية بـ 40% مقارنة بسنة 1929 و 74% مقارنة بحجمها قبل 1929<sup>2</sup>.
- انتشار بطالة على نطاق واسع قدرت بحوالي 100 مليون عاطل في مختلف بلاد العالم؛
- انهيار قيم عملات 56 بلدا رأسماليا وحدث تدهور بالغ في التجارة العالمية؛
- انهيار نظام النقد الدولي<sup>3</sup>.
- انهيار أسعار البورصة تواصل حتى جوان 1932 حيث أن أسهم الشركة الاستثمارية المشهورة ( Golde Man-Sachs ) انخفضت من 104 دولار للسهم إلى 1.75 دولار في سنة 1932، أي خسارة بـ 98%؛
- شركة "American Founders Groupe" قسمت قيمة أسهمها على 100 أي من 75 دولار إلى 0.75 دولار بين 1929 و 1935؛

<sup>1</sup> فريد كورتل، مداخلة بعنوان: <<الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها>>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20- 21 أكتوبر 2009، ص ص 2-3 .

<sup>2</sup> نادية بلورغي، << تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشراكة الأوروبية متوسطة دراسة حالة الجزائر >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013- 2014، ص 23.

<sup>3</sup> نشأت عبد العزيز، << الأزمة المالية العالمية- من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد الوهمي - >>، مكتبة الآداب، القاهرة، 2010، ص 79.

- بورصات التجارة (بورصات السلع الأولية) تبعت الانهيار وأثرت على الدول المنتجة<sup>1</sup>.

والجدول الموالي يبين انهيار أسعار الأسهم خلال أزمة الكساد الكبير 1929:

الجدول رقم (01): انهيار أسعار الأسهم أثناء أزمة الكساد الكبير (متوسط سنوي بمؤشرات شهرية: أساس مختلف )

البلدان	الولايات المتحدة	فرنسا	ألمانيا	بلجيكا
1929	189.4	525.1	126.2	106.8
1930	140.7	444.2	101	69.4
1931	86.9	304.6	76.1	47.4
1932	46.4	246.8	50.6	36.3
1933	66.6	234.7	65.3	34.7

المصدر: صلاح الدين طالبي، << تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية (الأزمة الحالية وتداعياتها - حالة الجزائر - ) >>، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2010/2009، ص87.

- كما دفعت هذه الأزمة الى بروز العديد من الأفكار ولعل أبرزها وأهمها النظرية الكنزوية التي اعتبرها الكثيرون أنها بداية تاريخ مهم في تطور الرأسمالية وترتكز هذه النظرية حول محورين رئيسيين<sup>2</sup>:

- أولهما: الاستخدام الكامل ودور الدولة في تحقيقه ونطاق هذا الدور أي ضرورة تدخل الدولة في الاقتصاد؛
- ثانيهما: نظرية النقود وما لها من تأثير على اضطرابات الأسعار والتضخم والانكماش وغيرها، وأثبت كينز أن هناك أوضاع في النظام الرأسمالي تعرضه لعدم التوازن الذي يسبب الأزمات الاقتصادية بشكل دوري من جراء عدم التناسب الذي يحدث بين قوى الطلب الكلي وقوى العرض الكلي؛
- ونظرا لأن النظام الرأسمالي يعجز عن إيجاد سبل إنعاش اقتصادي وبطريقة تلقائية والقضاء على البطالة وهو في مرحلة الكساد الدوري، أو سبل تجنبه لمخاطر التضخم وهو في مرحلة التوظيف الكامل، فقد أكد هذا بأن الدولة هي الوحيدة القادرة على أن تؤدي دور العامل الموازن أو التعويض في الطلب الكلي.

<sup>1</sup> صلاح الدين طالبي، << تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية (الأزمة الحالية وتداعياتها - حالة الجزائر - ) >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2010/2009، ص87.

<sup>2</sup> مريم طيني، << مرجع سابق >>، ص88.

الفرع الرابع: آليات علاج أزمة 1929

لم تقتصر أزمة 1929 على الولايات المتحدة الأمريكية بل امتدت لتشمل العديد من البلدان، خاصة الأوروبية منها كإنجلترا وألمانيا وفرنسا، وقادت هذه الأزمة في هذه الدول الليبيرالية الى التدخل باعتماد الأفكار الكنزوية الناشئة للخروج من الأزمة وأهم الاجراءات التي قامت بها الدول الصناعية الكبرى آنذاك هي<sup>1</sup>:

**أولاً: خطة التحرك الجديد في الولايات المتحدة:** وهي تهدف للخروج السريع من الكساد من خلال:

- الأولوية الأولى لمحاربة البطالة: عبر انشاء مجموعة من الوكالات الفيدرالية لتشغيل البطالين في نشاطات المنفعة العامة، وإطلاق العديد من المشاريع العمومية الضخمة وتدعيم الإعانات المقدمة للبطالين باحتساب عدد عائلاتهم.

- الأولوية الثانية لمحاربة فائض الإنتاج وانخفاض الأسعار: وقد استهدفت الحكومة الرفع السريع للأسعار، كشرط لتحديد قدرة المؤسسات على تحقيق الأرباح.

**ثانياً: في إنجلترا:** عند بداية الأزمة وانحصار التجارة الخارجية حاولت إنجلترا أولاً دعم عملتها بالاقتراض من الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا ولكن في سبتمبر 1931 قامت بتعويم الجنيه الاسترليني ولم يستقر انخفاضه الا في نهاية السنة بعد أن تدنى بنسبة 31%، وقد وافق هذا انخفاض كبير لأسعار الفائدة (بلغت 02%)، وقادت هذه السياسة الى نتائج فورية تمثلت في ارتفاع الانتاج الصناعي ابتداء من سنة 1932 بنسبة 10 % وانخفاض معدل البطالة بمعدل 07%.

**ثالثاً: الاقتصاد الألماني:** تم اعتماد سياسة انعاش طوعية مؤسسة على الطلب الداخلي بدلاً من الاستيراد، فتبنت خطة أولية للإنعاش سنة 1933 بضخ النقود في الاقتصاد في شكل مساعدات مالية لبناء السكنات والأشغال العمومية الكبرى خاصة الطرق، وقد تزايدت هذه الاعانات من 2.5 مليار مارك سنة 1933 الى 10.3 مليار مارك سنة 1938، وقد سمحت هذه السياسة بتخفيض معدلات البطالة الى 03 ملايين سنة 1935.

وابتداء من سنة 1935 تبنت خطة رباعية استهدفت تشكيل مخزون من المواد الأولية الاستراتيجية ورفع انتاج الصناعة الثقيلة والصناعات الحربية، وتكثيف سياسة الاحلال، وأدى هذا البرنامج الى نتائج معتبرة، فارتفع انتاج الطلب ومعه الناتج المحلي الوطني بـ 44 % سنوياً، وفي 1939 زالت البطالة تماماً.

**رابعاً: برنامج اليسار الفرنسي:** تبنت الحكومة الفرنسية برنامجاً لانعاش الاقتصاد يعتمد على انعاش الانتاج، عبر رفع المداخيل والقيام بمشاريع ضخمة، واجراء تخفيض هام في ساعات العمل (دون تخفيض الأجور)، الى جانب رفض خفض قيمة العملة.

- وكانت نتائج البرامج مقبولة، حيث ارتفع الانتاج الصناعي بـ 16% في سنة واحدة، وانخفضت البطالة بمقدار 18% بين سنتي (1935-1938).

<sup>1</sup> نادية العقون، << مرجع سابق >>، ص ص 91-92.

\* والجدير بالذكر أن الخطط التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية كانت السبب في التقليل من حدة هذه الأزمة.

### المطلب الثاني: أزمة البورصات 1987-1989

تعتبر سوق الأوراق المالية وبورصات السلع، المرآة التي تعكس الحالة الاقتصادية والمالية لأي اقتصاد، وأي اتجاه لمؤشرات هذه البورصات يعبر عن ركود أو انتعاش اقتصادي، لذا سيتم التطرق لأزمتي 1987 و 1989 التي مست سوق الأوراق المالية بدرجة أولى لما أحدثته من نتائج على مستوى هذه السوق.

### الفرع الأول: أزمة الاثنين الأسود 1987

تعد هذه الأزمة من الأزمات المالية العنيفة التي هزت الاقتصاد العالمي في القرن العشرين، ونتجت عن هذه الأزمة خسائر بمليارات الدولارات، و أدت إلى هبوط حاد وكبير في مؤشر داوجونز، وأكدت التقارير المالية والاقتصادية على أن هذه الأزمة قد بدأت في أسواق رأس المال الأمريكية، وانتقلت بعد ذلك وانتشرت الى باقي أرجاء العالم.

### أولاً: نشأة الأزمة

- بدأت هذه الأزمة مع بداية العمل يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 وشهد ذلك اليوم خلا واضحا وكبيراً في التوازن بين العرض والطلب في كل من الأسواق الحاضرة وأسواق العقود المستقبلية وقد كان المصدر الرئيسي لهذا الخلل يعود الى وجود أعداد كبيرة جدا من أوامر البيع بصورة غير مسبقة؛  
- كان لهذا الخلل الكبير آثار جوهرية وكارثية على الأسواق المالية في ظل عدم القدرة على مواجهته بالأساليب المعتادة، حيث من المعروف أن المتخصصين يقومون بتأجيل الافتتاح والتعامل مع السهم الذي يعاني من الخلل في التوازن من خلال النظر في أوامر البيع والشراء المتجمعة من اليوم السابق وفي ظل عدم قدرتهم على مواجهة هذا الخلل من خلال تنفيذ الصفقات لحساباتهم، يقومون بالبحث عن السماسرة وتجار الصفقات الكبيرة لمساعدتهم على مواجهة هذا الخلل والتغلب عليه<sup>1</sup>.

### ثانياً: أسباب أزمة 1987

- استمرار العجز في الموازنة الأمريكية، إذ تجاوز 17 مليار دولار خلال شهر<sup>2</sup>.  
- ارتفاع أسعار الفائدة، بسبب استمرار العجز في الموازنة الأمريكية لذلك اضطر البنك الفدرالي إلى رفع أسعار الفائدة على السندات طويلة الأجل من أجل بيع الاصدارات الجديدة من سندات الخزينة؛  
- أقدمت كل من اليابان والدول الأوروبية إلى رفع أسعار الفائدة أيضا لمنع خروج رؤوس الأموال، الأمر الذي أدى الى انخفاض الطلب على الأسهم وهبوط أسعارها؛  
- تدهور سعر الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية الأخرى؛

<sup>1</sup> يوسف أبو فارة، << الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008 >>، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 68.

<sup>2</sup> نادية بلورغي، << مرجع سابق >>، ص 24.

- اعتماد الأسواق المالية على أجهزة الكمبيوتر حيث تبرمج هذه الأجهزة على أساس أوامر الشراء والبيع كما تحتوي على برامج تعطي مؤشر انداز مبكر بمجرد هبوط الأسعار الى حد معين، فيقوم الكمبيوتر بإصدار اوامر بالبيع؛

- التغيرات في أسعار العملات والأسهم زادت من عرض الأسهم وانخفاض الطلب عليها مما أحدث فوضى أدت إلى المزيد من الانهيارات<sup>1</sup>.

- لجوء الكثير من المستثمرين الى استبدال أصولهم المالية طويلة الأجل (الأقل سيولة) بأصول أخرى قصيرة الأجل (أكثر سيولة)، مما يوفر ضمانات أكثر لمواجهة أزمات أخرى متوقعة؛

- تزايد حجم المديونية الخارجية الأمريكية التي وصلت الى مستويات مرتفعة، أضعفت الى حد كبير الثقة بالدولار والأصول المالية المحررة بهذه العملة، ما أدى الى انهيار الأسهم؛

### ثالثا: نتائج أزمة 1987

لقد كانت هذه الأزمة أقل حدة من أزمة الكساد الكبير، لأنها لم تستمر فترة طويلة من الزمن ( سنة واحدة) ومن نتائجها:

- انخفاض مؤشر البورصة الاسترالية تماما وهبطت أسعار العقارات، كما إنهار مؤشر نيكاي بمعدل الثلثين وعادت بعد هذه السنة المؤسسات المالية والانتاجية الى العمل من جديد؛

- انخفاض أسعار الأسهم وانهيار مؤشرات داوجونز وفاينتيشال تايمز.

- قيام الشركات بإصدار السندات التي ساعدتها بالتمويل، وحدث انكماش واضح في الاستثمارات ونتاجها؛

- تعرض البنوك الى الافلاس بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين تسديد ما عليهم من قروض لتلك البنوك؛

- زيادة عدد العاطلين عن العمل وخصوصا العاملين في البنوك والمؤسسات المالية؛

- تأثر البلدان والبنوك المركزية بانخفاض قيمة الدولار وخاصة البلدان النفطية<sup>2</sup>.

### رابعا: آليات علاج الأزمة

للخروج من هذه الأزمة تم اتخاذ الاجراءات الآتية<sup>3</sup>:

- تم إيقاف التعامل يوم (الثلاثاء 20 أكتوبر 1987) في العديد من الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وفي

اسواق الخيار والعقود المستقبلية، وللخروج من الأزمة تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها كما تدخل

البنك المركزي وذلك بحث على منح مزيد من الائتمان لتجارة الأوراق المالية، وقرب الاقفال في يوم الثلاثاء

بدأت أسعار الأسهم تتجه الى الصعود.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، << مرجع سابق >>، ص 36.

<sup>2</sup> نادية العقون، << مرجع سابق >>، ص ص 94-95.

<sup>3</sup> عماد صالح سلام، << ادارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة >>، شركة أبوظبي للطباعة والنشر، 2002،

ص ص 312-113.



- في يوم الاثنين 19 أكتوبر عندما حدث هبوط في الأسعار في بورصة هونج كونج، تم اقفالها لمدة أسبوع لتلاقي مزيد من الهبوط، ولكن عند إعادة افتتاحها يوم الاثنين 26 أكتوبر انخفضت الأسعار انخفاضاً كبيراً عما كانت عليه قبل إغلاق البورصة، وقد أسهمت البنوك التي تعمل في هونج كونج مع مساعدة من الحكومة وبنك الصين بمبلغ 4 مليار دولار لتخليص البورصة من أزمته.

- أما في اليابان فقد دعي المستثمرون اليابانيون من قبل الحكومة لدعم أسعار الأسهم في بورصة طوكيو، وحتى يملؤوا مشترياتهم، عمد المستثمرون إلى بيع أوراق مالية بحوزتهم في دول أخرى مما زاد من صعوبة البورصات الأجنبية لزيادة السيولة وتدعيم أسعار الأسهم في بورصة طوكيو.

- قامت البنوك المركزية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وفرنسا والمانيا الاتحادية وبريطانيا بخفض معدلات الفائدة، والعمل على توفير السيولة اللازمة من أجل تدعيم البورصات.

\* أدى إغلاق وإيقاف التعامل في العديد من البورصات لفترات معينة وتدخل الشركات الكبرى لشراء أسهمها إلى التخليص من آثار هذه الأزمة والخروج منها، كما كان قيام البنوك المركزية بخفض معدلات الفائدة حلاً لتوفير السيولة في البورصات.

### الفرع الثاني: أزمة الجمعة اليتيمة 1989

ظهرت هذه الأزمة بعد أقل من سنتين عن أزمة 1987 لكن تختلف كل منهما عن الأخرى من حيث ظروف النشأة وآثار

#### أولاً: نشأة الأزمة

- منذ انهيار أسواق الأوراق المالية في أكتوبر 1987، تراجع المستثمرون عن التعامل مع البورصة الأمريكية وخلال سنة 1988، تراجعت سوق الأسهم الأمريكية في حدود ضيقة دون أن يكون لها اتجاه محدد فبدأت الهيئات المستثمرة تفضل أمان التوظيفات قصيرة المدى على غلة الأسهم غير المؤكدة؛

- في سنة 1988 باعت الهيئات المستثمرة العامة أسهماً أمريكية بحوالي 7 مليار دولار كما قام الأفراد بتصفية ما يعادل 105 مليار دولار؛

- كما قامت الشركات وبشكل لم يسبق له مثيل بعمليات الاندماج أو الافتراق والبيع وتقليل العمليات وإعادة التنظيم الهيكلي، وفي هذا الإطار اشترت الشركات سنة 1988 أسهماً بحوالي 113 مليار دولار وتراجع تمويل البورصة الأمريكية من خلال هذه المبالغ بنسبة 25% كما بلغ حجم عمليات الاندماج 200 مليار دولار أغلبها أموال مقترضة<sup>1</sup>.

#### ثانياً: أسبابها

جاءت هذه الأزمة بعد مرور أقل من سنتين على سابقتها، لذلك فإن القلق و التشاؤم الذي أشاعته في نفوس المستثمرين يعود بالدرجة الأولى إلى الخوف من تفاقم الأوضاع واشتداد الأزمة كما حدث سابقاً، رغم أن

<sup>1</sup> جمال بوزيدي، << مرجع سابق >>، ص ص 359 - 360.

المعطيات الحقيقية لم تكن تشير إلى احتمال حصول أزمة اقتصادية حقيقية، لهذا يمكن القول أن أزمة أكتوبر 1989 تختلف عن أزمة 1987 لأسباب كثيرة أهمها<sup>1</sup>:

1- تحسن الظروف الاقتصادية و عدم توافر ما يدل على اقتراب حدوث أزمة اقتصادية حيث أن المؤشرات الاقتصادية لم تكن مبررا كافيا للذعر الذي سببته هذه الأزمة، كما أن مؤشرات أسعار الأوراق المالية قد وصلت إلى أعلى مستوياتها خلال 1989.

2- نظرا لارتفاع عوائد الأسهم (بسبب ارتفاع مستوى نشاط معظم الشركات و تحسن أرباحها)، فإن أصحاب الأسهم لم تكن دوافعهم قوية للتخلي عنها بطرحها للبيع، لهذا كانت زيادة عرض الأسهم للبيع ضعيفة نسبيا و بعيدة عن أحداث تدهور في الأسعار.

3- إن إسراع المستثمرين (في 1987) لبيع أسهمهم تسبب فعلا في تسارع انخفاض الأسعار و إلحاق خسائر كبيرة بالبائعين، أما في 1989 فقد فضل المستثمرين عدم الاستعجال بالبيع، مما ساعد على تهدئة الأسواق و الحد من انخفاض الأسعار.

4- اقتصار بيع الأوراق المالية (الأسهم خاصة) على المستثمرين الصغار، دون تدخل الشركات الكبيرة، مما يعني ضعف حجم و نطاق العمليات و بالتالي عدم تسببها في التأثير بشكل كبير على الأسعار.

5- عدم ظهور و انتشار التوقعات حول إمكانية ارتفاع أسعار الفائدة بشكل ملحوظ .

6- في أزمة أكتوبر 1987 اتسم موقف الحكومة باللامبالاة (خاصة في الوم.أ)، مما أثر سلبا و زاد في تفاقم الأزمة، لكن في أكتوبر 1989 سارعت الحكومات إلى التدخل لإيقاف الأزمة، عن طريق مواجهة عمليات البيع المتزايدة بحجم كبير جدا من السيولة، وهذا ما ساعد على احتواء الأزمة.

- أما في ألمانيا الاتحادية فإن الأوساط المالية لم تكن تعتبر ما يحدث في البورصات أزمة حقيقية وإنما مجرد اضطراب طفيف في أسعار، لا يمتلك مقومات الأزمة، و فعلا اتجهت الأوضاع للاستقرار تدريجيا.

### ثالثا: نتائجها

أدت هذه الأزمة إلى وجود آثار منها<sup>2</sup>:

- وصول حجم ديون الشركات الأمريكية إلى 2000 مليار دولار، وفي يوم 13 أكتوبر 1989 بدأت الاضطرابات إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن إحصائيات تشير إلى تصاعد حدة التضخم، وارتفعت أسعار الجملة والتجزئة خلال شهر سبتمبر بنسبة 9% و 5% على التوالي.

<sup>1</sup> مروان عطون، << الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال)>>، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص ص 220 - 223 .

<sup>2</sup> جمال بوزيدي، << مرجع سابق>>، ص 360.

- فقد مؤشر داو جونز حوالي 190 نقطة وهو ما يعادل 7% عن اليوم السابق، كما فقد مؤشر نيكاي بطوكيو حوالي 647 نقطة أي 1.8%، وفي لندن أضع مؤشر فايننشال تايمز حوالي 142 نقطة أي 6.4%، أما في باريس فقد تراجع مؤشر كاك ب 40 نقطة أي أكثر من 7%.

إلا أن عقب الانهيار في أسعار الأوراق المالية، سارع وزير الخزانة الأمريكي نيكوس برادي إلى طمأنة المستثمرين بعدم القيام بعمليات البيع، في ظل عدم وجود ما يدل على أزمة اقتصادية نظرا للمؤشرات الحسنة كما سارعت الحكومات إلى التدخل لإيقاف الأزمة، حيث لم تكن آثار أزمة 1989 كبيرة كسابقتها لأن الأوضاع اتجهت سريعا نحو الاستقرار لتعود إلى ما كانت عليه<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: أزمة المكسيك 1994

لقد ظهر السوق المالي المكسيكي في الفترة التي سبقت الأزمة كفرصة استثمار مثالية للأجانب، نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة، والذي نجم عن الإصلاحات الاقتصادية الشاملة بالبلد، حيث تمثلت أهم هذه الإصلاحات في خصخصة المؤسسات، ورفع القيود على التجارة الخارجية، إضافة إلى إصلاحات أخرى في السياسة المالية؛

#### الفرع الأول: نشأة الأزمة المكسيكية و أسبابها

##### أولاً: نشأة الأزمة

- أدت الأوضاع الاقتصادية في المكسيك سنة 1994 إلى تهافت رؤوس الأموال الأجنبية لشراء العقارات والقيم المنقولة، مما أدى إلى نشوء عجز في ميزان المدفوعات المكسيكي، ونظرا لاستقرار العملة المكسيكية بسبب ارتباطها بعملة أخرى وتوسع الائتمان المصرفي، مع تواصل العجز في ميزان المدفوعات، الأمر الذي أدى بتوقع حدوث أزمة مالية، ونتيجة لهذه المؤشرات؛

- اضطرت الحكومة إلى الرفع المتزايد لأسعار الفائدة من أجل دعم العملة، لكن وبمجرد تعويم العملة انخفضت قيمة البيزو، وتباطأ التوسع الائتماني نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة؛

هذه الأوضاع أدت إلى انفجار أزمة مالية لم يسبق لها مثيل في المكسيك زاد من حدتها عبء ديون ضخمة تطلبت إعادة هيكلة استعجالية كعنصر أساسي لحل الأزمة<sup>2</sup>.

##### ثانياً: أسبابها

في ظل هذه الظروف ونتيجة التحويلات الرأسمالية المكثفة، ظهرت مخاوف وشكوك لدى المستثمرين ومن ثم شرعوا في سحب أموالهم من الأسواق المالية المحلية، فكانت بداية الأزمة المالية في المكسيك، ومن أهم أسباب الأزمة المالية في المكسيك ما يلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> صلاح الدين طالبي، << مرجع سابق >>، ص 130.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، << مرجع سابق >>، ص ص 37-38.

<sup>3</sup> المانسيب رابح أمين، << الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، فرع نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2010/2011، ص ص 74-75.

1- تقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية، وإخفاء العجز في حساب العمليات الجارية، الناتج عن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية.

2- الارتفاع الكبير في الاستهلاك وفي استيراد السلع التي يعتقد أن أسعارها سوف ترتفع فيما وهذا الارتفاع ناتج عن المغالاة في تقييم العملة المكسيكية البيزو (PESO).

3- بعد ارتفاع سعر الفائدة وإدارة الدين الحكومي قصير الأجل والتوسع في الائتمان الممنوح للجهاز المصرفي أصبح من أهم الأسباب المؤدية لحدوث أزمة المكسيك، والذي دفع الحكومة إلى انتهاج سياسة نقدية متشددة وتوسيع مجال التدفق في سعر الصرف، هو المحافظة على استقرار العملة.

4- إن تقلبات سعر الصرف والاضطرابات المالية المتتالية نتجت عنها آثار سلبية على الاقتصاد المكسيكي حيث انخفضت قيمة العملة المكسيكية البيزو بـ 40% من قيمتها في منتصف ديسمبر 1994 ويرجع ذلك إلى الانخفاضات المتتالية في الاستثمارات غير المباشرة، وكذا قرار الحكومة بتعويم البيزو وتخليها عن إدارة نظام سعر الصرف.

بالتالي توضح الحالة المكسيكية مخاطر الاعتماد المفرط على التدفق المتقلب للرساميل القصيرة الأجل، من أجل تمويل عجز مالي لا يمكن مواجهته، فلا يمكن لتدفق الرساميل الخاصة أن يكون بديلاً عن الادخارات المحلية، وبأفضل الحالات، يمكن أن يكمل الموارد المحلية فقط. ويمكن للدولة أن تخفض من تعرضها لتقلبات الرساميل الخارجية بزيادة ادخاراتها الوطنية.

وعليه، فإن الكثير من المحللين طالبوا باعتماد خطوات مرحلية ومتتابعة فيما يتعلق بالاستيراد وسياسات التحرير المالي الخارجية وهم يدعون أنه من غير الممكن لعمليات التحرير المالي أن تنجح في غياب سياسة اقتصادية كلية سليمة.

#### الفرع الثاني: نتائجها

من آثار هذه الأزمة ما يلي<sup>1</sup>:

- لقد ظهرت في البداية لدول العالم أن انخفاض البيزو أمر عادي ولا أثر له على باقي الاقتصاديات، إلا أنه بداية من 12 جانفي 1995 بدأ التأثير يمتد الى مجموعة من العملات من الأسواق المالية بسنغافورة، لندن ونيويورك وكانت أهم العملات التي تعرضت لانخفاض الزولوتي البولندي، البات التايلندي، البيزا الأرجنتيني.

- هذا الوضع دفع المستثمرين في الدول النامية من التخلص من الأوراق المالية التي يملكونها من الأسواق الناشئة ليحصلوا عن العملات الصعبة ( المارك، دولار، الفرنك السويسري، الين الياباني ).

- مثل هذا السلوك أدى الى انخفاض عملات دول الأسواق الناشئة بشكل يبدو متناسق إذ مس عملات دول ليس بينها أي تنسيق اقتصادي كما هو الحال بالنسبة للمجر وأندونيسيا، ليجد محافظوا البنوك المركزية لدول

<sup>1</sup> طيني مريم، << مرجع سابق >>، ص 93.

جنوب شرق آسيا أنفسهم مجتمعين ليقرروا رفع أسعار الفائدة لبلدانهم طمعا في إغراء المستثمرين على الاحتفاظ بما لديهم من عملات هذه الدول.

- كما قامت الأرجنتين باتخاذ نفس التدابير إلى جانب وبولونيا والبرازيل ولم يتوقف الأمر انما انتقل بعد 20 جانفي الى الدولار، فكان التخوف من اندلاع الأزمات على غرار الأزمة المكسيكية في باقي الدول النامية قد تؤدي الى ردود فعل تنتهي بانهيار الأسواق المالية العالمية.

### الفرع الثالث: آليات علاجها

على هذا الأساس، فقد عمد صندوق النقد الدولي، إلى جانب دول أخرى، إلى توفير الدعم المالي للمكسيك بحيث توزعت المساهمات بالشكل التالي:

- تعهد صندوق النقد الدولي بتقديم قرض بقيمة 17,8 مليار دولار للمكسيك على شكل تسهيلة Stand-By؛  
 - قدمت الخزينة الأمريكية قرضا بقيمة 20 مليار دولار مقطوعة من صندوق استقرار أسعار الصرف، بحيث كان هذا القرض على شكل اتفاق تبادل Swap مقابل ضمانات حول مداخل بترولية. وإلى جانب هذا فقد طالبت الخزينة من بنك الاحتياطي الفيدرالي قرضا قصير الأجل بقيمة 6 مليار دولار؛  
 - أما بنك التسويات الدولية فقد تعهد بتقديم قرض بقيمة 10 ملايين دولار؛  
 - كما تعهدت بعض البنوك التجارية بتقديم قرض بقيمة 3 مليار دولار؛  
 وبالنظر إلى المبالغ المقدمة إلى المكسيك وسرعة توفيرها، فيمكن اعتبار أن هذا الدعم المالي طارئ ولم يسبق له مثيل فعلى سبيل المثال 17,8 مليار دولار التي قدمها صندوق النقد الدولي للمكسيك إنما في الحقيقة تمثل ما قيمته 68.8% من حصته quote-part في هذه الهيئة المالية الدولية ولولا هذا الدعم المالي الذي تقرر إعداده في فيفري 1995 فكان من المنتظر أن يصل المكسيك إلى عدم الاستطاعة على الوفاء بتعهداته، خاصة منها دفع خدمة ديونه قصيرة الأجل في آجالها المحددة.

ومقابل حصولها على دعم مالي من الخارج، فقد عملت الحكومة المكسيكية على اتباع برنامج للإصلاحات وهو ما يعرف بخطة Zedillo والتي تهدف في الحقيقة إلى تحقيق عدة أهداف لاسيما:

- محاربة التضخم خاصة بواسطة تثبيت أسعار المواد الضرورية. وقد يعزى ظهور التضخم خاصة إلى تدهور سعر صرف البيزو.

- جلب الإدخارات الأجنبية الطويلة الأجل وذلك عن طريق اتباع برنامج للخصوصية لاسيما في القطاعات التي كانت سابقا من احتكار الدولة، والسماح للأجانب باقتناء كامل رأسمال البنوك المكسيكية.

- التقليل من عجز ميزانية الدولة المكسيكية والميزان الجاري بحيث سينتقل هذا العجز الأخير من 8% إلى 1% من الناتج الإجمالي الداخلي في خضم سنة واحدة<sup>1</sup>.

\* وقد كانت النتائج مشجعة، حيث نما الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5.1% في عام 1996، وبنسبة 7% سنة 1997، وانخفض معدل البطالة والتضخم، مع استقرار أسعار الصرف، وخفض العجز في الحساب الجاري وزادت الاحتياطات الدولية وانخفض إجمالي مديونية القطاع العام، وزاد معدل الادخار المحلي<sup>2</sup>.

### المطلب الرابع: أزمة جنوب شرق آسيا ( أزمة النمر الآسيوية) 1997

" إذا كان التاريخ السياسي والعسكري دائما ما يكتبه المنتصرون، فإن التاريخ الاقتصادي والمالي غالبا ما يكتبه الدائنون" هذا القول ينطبق تماما على وضع الأزمة المالية التي اندلعت في بلدان جنوب شرق آسيا في منتصف عام 1997، ومن خلال هذا المطلب سيتم التعرف على ظروف نشأتها وآثارها إلى جانب الحلول المقترحة للخروج منها .

### الفرع الأول: نشأة أزمة 1997

بمجرد أن ضربت الأزمة دول جنوب شرق آسيا، أعلن صندوق النقد الدولي الذي يقود الاستجابة الدولية الرسمية، أن هناك عيوباً في تطبيق هذه البلدان للنظام الرأسمالي، وبصفة خاصة في أسواقها المالية التي أدت إلى هذه الأزمة، حيث تميزت أزمة بلدان جنوب شرق آسيا بعدد من الخصائص الفارقة، فالأزمة قد ضربت أسرع الاقتصاديات نمواً في العالم كله، إذ لا يستطيع أحد أن ينكر النجاح الكبير الذي حققته هذه البلدان في مجال النمو الاقتصادي خلال تلك الفترة، وكانت كذلك أعنف أزمة مالية تضرب الأسواق الناشئة وتتميز بأنها أقل الأزمات المالية توقعاً<sup>3</sup>.

فلمدة ثلاثين عاماً قبل 1997 نمت تلك الاقتصاديات بمعدلات تتراوح بين 6% إلى 10% سنوياً، و كانت أعلى معدلات نمو في العالم، و لذلك لقيت بالنمو الآسيوية كما وفرت المناخ الملائم لحل أزمة المديونية في الثمانينات مما كان له أثر بالغ على أمريكا اللاتينية، وبالعكس فقد انعكست معدلات النمو فيها لتتحول إلى سالبة بمعدلات تتراوح ما بين (-5%) إلى (-7%) في عام 1998، فيما عدا اندونيسيا التي بلغ معدل انخفاض الناتج المحلي الإجمالي 13% مما كان مؤشراً لكساد عميق، وارتفاع في معدلات البطالة، و زيادة شديدة في معدلات الفقر، فكان التعبير الشائع هو " من المعجزة الآسيوية إلى الكارثة الآسيوية"، و لوصف الوضع في جنوب شرق آسيا، تم تشكيل قاعدة نقدية لشرق آسيا ( تايلاند، كوريا، اندونيسيا، الفلبين، ماليزيا، هونج كونج، تايوان، سنغافورة ) قبل عام 1997 حيث كانت هذه الدول تثبت عملتها بالنسبة للدولار مع وجود

<sup>1</sup> عمار آيت بشير، << الأزمات المالية وإصلاح النظام النقدي الدولي (مع دراسة الأزمات المكسيكية والآسيوية) >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، فرع النقود والمالية، قسم علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000، ص ص 180-181.

<sup>2</sup> عماد صالح سلام، << مرجع سابق >>، ص 316.

<sup>3</sup> أحمد يوسف الشحات، << مرجع سابق >>، ص 46.

حدود ضيقة للتقلب، ومع ذلك نجد أن معظم التجارة الآسيوية، وخاصة لليابان، يتم تسعيرها بالدولار الأمريكي، وحيث إن هذه الأسعار الدولارية لا تتغير مع سعر الصرف بين الين/الدولار (أي هناك تسعير للسوق) فمن المعقول بالنسبة لدول شرق آسيا أن تربط عملتها بالدولار أكثر من الين الياباني؛  
\* ويمكن سرد المزايا التي تعود على دول شرق آسيا نتيجة قيامها بربط عملتها إلى الدولار الأمريكي على النحو التالي:

- تبسيط السياسة النقدية، والتي يتم وصفها بطريقة تستهدف سعر الصرف؛
- تشجيع استقرار مستوى الأسعار المحلية، بسبب استقرار مستوى الأسعار الأمريكية خلال عقد تسعينات القرن العشرين، وبالتالي يعتبر الدولار مؤشرا جيدا لتحديد القيمة الاسمية، وذلك شيء لا يتمتع به الين الياباني بسبب اتجاه الرقم القياسي لأسعار الجملة في اليابان نحو الانخفاض لما يزيد على عقد زمني (10 سنوات)؛
- تجنب حدوث تخفيضات تنافسية في قيم عملات دول شرق آسيا؛
- تثبيت العملات بالدولار الأمريكي، ساعد على الحفاظ على استقرار أسعار الصرف مع الولايات المتحدة أو أي دولة أخرى<sup>1</sup>.

كما يبين الجدول التالي مدى الأهمية النسبية للعوائد التي يحققها المستثمرون في الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا:

الجدول رقم (02): نسبة الأرباح المحققة في الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا سنة (1994)

البلد	مجموع رسملة السوق (بليون دولار)	مجموع الشركات المدرجة في السوق	السعر/ربح السهم الواحد	نمو نسبة الأرباح للسهم الواحد
هونغ كونغ	450	583	11,7 %	14 %
سنغافورة	218	267	19,8 %	10 %
كوريا الجنوبية	143	760	10,8 %	39 %
تايبون	312	378	25,4 %	14 %
أندونيسيا	96	254	15,00 %	19 %
ماليزيا	343	617	18,6 %	17 %
الفلبين	89	--	18,8 %	23 %
تايلندا	84	454	14,6 %	10 %

المصدر: عمار آيت بشير، << الآزمات المالية واصلاح النظام النقدي الدولي (مع دراسة الأزميتين المكسيكية والآسيوية) >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، فرع النقود والمالية، قسم علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000، ص 187.

<sup>1</sup> عبد الغاني بن علي، << أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، فرع: تحليل اقتصادي، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة دالي ابراهيم، الجزائر، 2010/2009، ص ص 26-27.

- و كدليل على مدى استقطاب منطقة جنوب شرق آسيا لرؤوس الأموال الأجنبية تشير أن في الفترة من 1991 إلى 1994 قد تلقت هذه المنطقة ما قيمته 61% من الاستثمارات المباشرة و 29% من استثمارات الحوافظ المالية وذلك بالنسبة للإجمالي رؤوس الأموال المتوجهة نحو ما يسمى الدول السائرة في طريق النمو، ويرجع البعض هذه النسبة وبنية رؤوس الأموال الداخلة لجنوب شرق آسيا إلى ارتفاع معدلات الادخار والاستثمار في هذه المنطقة والعوائد التي قد يحققها المستثمرون في هذه المنطقة (6% بالنسبة للتوظيفات القصيرة الأجل)<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: أسباب أزمة جنوب شرق آسيا

بالرجوع إلى تسلسل الأحداث المتعلقة بوقوع أزمة النمر الآسيوية، يمكن استنتاج أن العوامل التي تسببت بهذه الأزمة المالية هي عديدة وكثيرة، وقد رصد الباحثون والمحللون مجموعة من هذه العوامل (الأسباب) أهمها<sup>2</sup>:

- عدم حساب المخاطر بصورة كافية: قبل وقوع أزمة النمر الآسيوية ( أواخر التسعينات من القرن العشرين ) لم يقيم المستثمرون والمصرفيون بحساب المخاطر بصورة كافية، وكان يتم التركيز على البحث عن معدلات عالية من العوائد خارج أسواق الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا واليابان والتي كانت في تلك السنوات تعاني بدرجة واضحة من التباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي مما أدى الى انخفاض أسعار الفوائد في تلك الدول ( الولايات المتحدة وأوروبا واليابان ) وتجدر الإشارة الى أن جزءا كبيرا من القروض والتدفقات كان قد تم توجيهها نحو مشروعات انشائية وتوسعات مؤسسية غير منتجة، وهذا أدى الى وجود الشركات وبنيات بأسعار مبالغ فيها.

- طبيعة الهيكل الرأسمالي: لقد كانت طبيعة الهيكل الرأسمالي الذي ساد دول النمر الآسيوية ( بما فيه من مضاربات) وقودا مناسباً ساعد على اشتعال الأزمة، وقد بدأت هذه الأزمة في تايلاند وانتشرت بصورة سريعة إلى باقي دول شرق آسيا ( النمر الآسيوية).

- وجود اختلالات هيكلية في القرارات الاستثمارية والإنفاق للقطاع الخاص، كما يوجد خلل في منهجية إدارة المؤسسات المصرفية في دول النمر الآسيوية،

- غياب الشفافية أو انعدامها في قطاع المؤسسات الحكومية في دول النمر الآسيوية ( خصوصا في الجوانب المالية).

- وجود تدخلات خفية للحكومة في القطاعات الخاصة في دول النمر الآسيوية.

- المضاربات على أسعار العملة والارتفاع الواضح لمعدل سعر الصرف بحيث تجاوز القيمة الحقيقية للعملة المحلية، وقد جاء ذلك في ضوء التفاعل الضعيف للمؤسسات المالية المحلية مع التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال.

<sup>1</sup> أعمار آيت بشير، << مرجع سابق >>، ص ص 168 - 187.

<sup>2</sup> يوسف أبو فارة، << مرجع سابق >>، ص ص 98 - 99.



- الارتفاع الكبير في الديون الخارجية قصيرة الأجل في الدول النمرور الآسيوية نسبة إلى الناتج المحلي، أدى إلى بناء اتجاهات سلبية ( اتجاه هذه الدول) لدى الممولين الأجانب.
- وجود عجوزات أساسية كبيرة في الحساب الجاري لبعض دول النمرور الآسيوية ( مثل تايلاند).
- القيام بإبرام عقود ديون كبيرة جدا مقومة بالدولار، إلى جانب الانخفاض في الأرباح في أسواق الأسهم.
- التدفق الكبير جدا لرؤوس الأموال إلى داخل دول النمرور الآسيوية، لكن تركز أغلبها في شكل عمليات اقتراض قصير الأمد.
- قيام الجهات المعنية في الدول الآسيوية برفع سعر الفائدة بهدف:
- وقف التحويل من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خصوصا الدولار الأمريكي.
- تشجيع المستثمرين بتحويل ما لديهم من دولار إلى العملات المحلية.

### الفرع الثالث: نتائج أزمة جنوب شرق آسيا

هناك عدة نتائج لهذه الأزمة يمكن توضيحها فيما يلي<sup>1</sup>:

- تكبد أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا خسائر بحوالي 600 مليار دولار، أو ما يساوي ثلثي الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول، حيث نتج عن الأزمة انخفاض حاد في القيم، فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي 60% من قيمتها في المتوسط خلال الفترة (01/07/1997) إلى (02/07/1998).
- تخوف الكثير من المستثمرين من تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، مما جعلهم يسارعون إلى بيع حجم كبير من الأسهم لتقليص خسائرهم، وهو ما زاد من تدهور قيمة الأسهم وزعزعة الثقة لدى المستثمرين.
- الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية في الوقت الذي أسهمت فيه هذه الأموال في رفع معدلات النمو لهذه الدول خلال السنوات الأخيرة قبل الأزمة.
- إفلاس و انهيار العديد من المصارف والشركات مما أدى إلى ارتفاع نسبة البطالة و التضخم.
- فشل النظام المصرفي في أداء مهامه الرئيسية وتردي أوضاع المؤسسات المالية والاقتصادية الأخرى.
- تراجع الثقة الناجمة عن انخفاض البورصة قد أدى إلى الحد من الاستهلاك و تردد الشركات في توظيف استثمارات جديدة.
- انخفاض الناتج المحلي الإجمالي وتراجع النمو الاقتصادي و هروب رؤوس الأموال وخفض الإنفاق العام والخاص وزيادة عجز الحسابات الجارية وموازين المدفوعات وتفاقم المدي ونية للخارج بدول الأزمة.

<sup>1</sup> حمزة دبار، << مرجع سابق >>، ص 15.

### الفرع الرابع: الحلول المقترحة للخروج من الأزمة

يمكن تلخيص الحلول المقدمة للأزمة الآسيوية في جانبين: الاستجابة على المستوى المحلي واستجابة صندوق النقد الدولي فيما يلي:

#### أولاً: الاستجابة المحلية

بعد انتشار الأزمة عجلت بعض الدول بانسحاب رؤوس الأموال، فقد فرضت كل من تايلاند وماليزيا قيوداً على تحركات رأس المال، وأعلنت ماليزيا أنها سوف تنشئ صندوقاً لدعم أسعار الأسهم ولكنها تخلت عن ذلك لاحقاً؛ - أما كوريا فقد واجهت بعض مشكلاتها بجرأة حينما تركت بعض شركاتها ومؤسساتها عرضة للإفلاس، ولكنها تصرفت بعد ذلك بطريقة مختلفة وغير مفهومة حيث أنفقت احتياطياتها من النقد الأجنبي في محاولة يائسة للدفاع عن عملتها المحلية (won) في أكتوبر ونوفمبر 1997؛

- أما اندونيسيا فقد لقيت إعجاب الكثير من المحللين في معالجتها الأولية للأزمة حيث قامت بتوسيع نطاق تبادل عملتها المحلية الروبية ثم تعويمها بعد ذلك في أوت 1997، لقد قاومت إغراء إنفاق احتياطياتها للدفاع عن قيمة عملتها، وسهلت القوانين والقواعد الحاكمة لملكية الأجانب للأسهم، وأعلنت أنها سوف تنفذ أكثر من 100 مشروع استثماري، ولكن بقيام مشروعات الدولة بسحب ودائعها الضخمة من النظام المصرفي ارتفعت أسعار الفائدة ارتفاعاً حاداً مما أدى إلى انسحاب رأس المال الأجنبي<sup>1</sup>.

#### ثانياً: استجابة صندوق النقد الدولي

عمل صندوق النقد الدولي على تهدئة الأوضاع واستعادة الثقة لدول جنوب شرق آسيا في إطار إدارته للأزمة على مرحلتين<sup>2</sup>:

#### 1- المرحلة الأولى:

تميزت هذه المرحلة بتوقيع الصندوق لثلاث اتفاقيات قروض طارئة مع كل من تايلاند في أوت 1997، أندونيسيا في نوفمبر وكوريا في ديسمبر من نفس السنة، وقد تضمنت هذه الاتفاقيات الثلاث تقديم دعم مالي دولي ضخم وغير مسبوق يقدر بنحو 17 مليار دولار لتايلاند، 35 مليار دولار لأندونيسيا و 57 مليار دولار لكوريا، وكانت اتفاقيات القروض الثلاث متشابهة في مضمونها الأساسي فقد تضمنت كل منها العناصر التالية:

- يخصص جانب كبير من القروض للحكومات والبنوك المركزية لتمكينها من تعزيز قدرتها على خدمة الديون الأجنبية، وعلى تثبيت أسعار الصرف.

- ضمان توفير إطار اقتصادي كلي يتميز بتوازن الميزانية، وارتفاع أسعار الفائدة الاسمية، وتقييد الائتمان المحلي بما يتفق ومتطلبات استقرار أسعار الصرف.

<sup>1</sup> مريم طنبلي، << مرجع سابق >>، ص 95.

<sup>2</sup> أحمد يوسف الشحات، << مرجع سابق >>، ص 87-89.

- تبني اجراءات هيكلية وتوجيهية أخرى من أجل زيادة الشفافية والمنافسة تتضمن التعجيل بإصلاح النظام التجاري، والخصخصة وكسر حدة الاحتكار.

كان الهدف الفوري لصندوق النقد الدولي هو استعادة الثقة في الأسواق المالية، وبصفة خاصة من خلال العمل على استقرار أسعار الصرف عن طريق رفع أسعار الفائدة وتقييد الائتمان وتحقيق التوازن المالي وزيادة احتياطات النقد الأجنبي.

### 2- المرحلة الثانية:

دخلت إدارة صندوق النقد الدولي لاحتواء الأزمة مرحلتها الثانية في 24 ديسمبر 1997، ولقد تضمنت مبادئ جديدة للصندوق منها:

- التأجيل أو التعليق الجزئي لمدفوعات الديون الأجنبية وفقا لاتفاقيات جماعية بين الدائنين والمدينين ( كما في حالة كوريا)، أو وفقا لاتفاقيات فردية يتم التفاوض بشأنها بين الدائن والمدين ( كما في حالة اندونيسيا ).

- ضمان الحكومات لخصوم البنوك التجارية.

- التركيز على اعادة هيكلة البنوك بدلا من اغلاقها.

- التخلي عن هدف تحقيق فائض في الميزانية والتركيز فقط على محاولة تخفيف العجز فيها.

ومع ذلك ضلت هناك بعض المبادئ في المرحلة الثانية دون تغيير مثل اصرار الصندوق على تثبيت أسعار الصرف من خلال ارتفاع أسعار الفائدة وتقييد الائتمان المحلي، تبني اجراءات هيكلية واسعة النطاق في مجالات التمويل والتجار والرقابة على قطاع الأعمال.

### المبحث الثالث: الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) 2008

تعتبر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية من أشد الأزمات المالية التي هزت أكبر اقتصاديات العالم، وزعزعت استقرار أكبر الأسواق المالية الدولية وامتدت تداعياتها لتهدد الاقتصاد العالمي ككل، وقد بدأت بوادرها قبل سنة 2007 لتتعمق أكثر سنة 2008، وتطلب الأمر خططا هائلة لإنقاذ البنوك لتجنب أكبر أزمة مالية منذ أزمة الكساد العظيم سنة 1929، حيث كشفت عن هشاشة النظام الأمريكي القائم على الرأسمالية الليبرالية، وقد تم تخصيص هذا المبحث لدراسة نشأة وأسباب الأزمة المالية العالمية كما تم توضيح المراحل الكبرى التي مرت بها هذه الأزمة منذ 2007 وتأثيراتها على الاقتصاد الأمريكي والعالمي والتدابير المتخذة لمواجهتها.

#### المطلب الأول: نشأة وأسباب الأزمة المالية العالمية

يتفق جميع الباحثين على أن السبب المباشر لنشأة هذه الأزمة هو منح القروض العقارية عالية المخاطر والتي أدت إلى عجز المدينين عن تسديد الأقساط و ما تبعها من أزمة سيولة نتج عنها انهيارات مالية و توقف لمشاريع استثمارية في عديد دول العالم.

#### الفرع الأول: نشأة الأزمة المالية العالمية

تعود جذور هذه الأزمة إلى طبيعة وآليات النظام الرأسمالي، وبخاصة انقطاع الصلة بين الاقتصاد المالي و الاقتصاد الحقيقي<sup>1</sup>، حيث تحولت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية انتقلت إلى قطاعات الانتاج العيني في الولايات المتحدة ثم إلى مختلف دول العالم وخاصة الاقتصاديات الوثيقة الارتباط بالاقتصاد الأمريكي<sup>2</sup>، وقد كان الرهن العقاري هو السبب الرئيسي لأزمة النظام المالي العالمي، حيث ظهرت هذه الأزمة بشكل مفاجئ نتيجة تهاقت البنوك الأمريكية على منح قروض عالية المخاطر، وبدأت الأزمة تكبر كالفقاعة لتهدد قطاع العقارات في الولايات المتحدة ثم البنوك والأسواق المالية العالمية وتشكل تهديدا للاقتصاد المالي العالمي؛ - فبداية الأزمة كانت مع انتعاش ورواج سوق العقارات الأمريكية في الفترة ما بين 2001 و 2006 مما شجع البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى التمويل العقاري مرتفع المخاطر، حيث تم منح قروض لشراء المنازل دون ضمانات كافية مقابل سعر فائدة بسيطة لمدة سنتين ثم تتزايد بعد ذلك، وفي مقابل ذلك قامت المؤسسات المالية الكبرى ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات دين، وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول، أي أعادت إقراض ما حصلته في تمويل عقاري جديد مرات متتالية؛

<sup>1</sup> عيسى بن ناصر، مداخلة بعنوان: << انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية >>، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 01.

<sup>2</sup> رضا عبد السلام، << أزمة مالية أم رأسمالية >>، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2010، ص 4.

بعدما تشبعت السوق العقارية وضعف الطلب على العقارات انخفضت أسعار المنازل، وفي ظل ارتفاع سعر الفائدة وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على قروض جديدة، توقفوا عن سداد أقساط القروض العقارية وفوائدها، وهنا بدأت أسعار السندات في الانخفاض، واتجه حملتها إلى بيعها بخسارة؛

- ظهرت ملامح الأزمة بوضوح مع بداية 2007، وذلك مع تزايد حالات توقف المقترضين عن الدفع، وزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع، وبرزت ظاهرة استيلاء المقترضين على العقارات، وكثرة المنازعات بين المقترضين والبنوك، فعجزت بعض البنوك عن مواجهة عمليات سحب الأموال وتمويل المؤسسات والأفراد فأعلنت إفلاسها؛

- في مقابل هذا انخفضت أسهم شركات الاستثمار العقاري، فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية وهدد بحدوث كساد اقتصادي، فأدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا بالسوق المالية الأمريكية إلى انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة إلى القارة الآسيوية والأوروبية لتتطور إلى أزمة أكبر باتت تعرف بالأزمة المالية العالمية<sup>1</sup>، وهذه كانت بداية رمزية خطيرة للأزمة، وتأتي خطورتها كونها انطلقت من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية

لقد ساهمت عوامل متعددة في تشكيل وانفجار الأزمة المالية العالمية التي بدأت بوادرها الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية لتشمل باقي دول العالم، محدثة سلسلة من التداعيات ومن أهم هذه الأسباب نذكر مايلي:

#### أولاً: الارتفاع في معدلات الفائدة:

إن قروض الرهن العقاري الممنوحة بمعدل فائدة متغير يعني أن الأعباء المالية للتسديد عند الانطلاق تكون منخفضة من أجل اجتذاب المقترضين ثم تزيد بالتدريج، وعلى هذا الأساس ومع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية من 2% إلى حوالي 5.7%، جعل الأسر الأمريكية ضعيفة الملاءة غير قادرة على تحمل أعباء ديونها وتفاقت الأزمة بحلول النصف الثاني من عام 2007، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم، وإزداد عددهم مع مرور الوقت لينشأ بعد ذلك جوا من الذعر في أسواق المال وفي أوساط المستثمرين في قطاع العقار، وهو ما أدى بأسعار العقارات إلى التراجع والانخفاض، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تراجعت أسعار المنازل إلى أقل من قيمة القروض التي تفرض كضمانات لها، كما أن زيادة العجز عن التسديد وإعادة بيع المنازل المرهونة زاد من حدة الانخفاض في أسعار

<sup>1</sup> ياسين قاسي، عمر حمزة زواوي، مداخلة بعنوان: << دور البنوك الإسلامية في مواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية 2008 >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة، يومي 14-15 نوفمبر 2009، ص3.

<sup>2</sup> محمد حامدي، مداخلة بعنوان: << التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية >>، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص4.

العقارات وزيادة خسائر المقرضين، إذ تضررت البنوك المختصة في القروض العالية المخاطر أكثر من غيرها من ارتفاع نسب الفوائد، وتأثيرها على أوضاع المقرضين ذوي الدخل المتواضع<sup>1</sup>.

#### ثانياً: نظام جدولة الديون:

يقوم النظام المالي والمصرفي التقليدي على نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع، وهذا يلقي أعباء إضافية على المقرض المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول بسبب سعر الفائدة المرتفع؛

#### ثالثاً: المشتقات المالية:

يقوم النظام المالي العالمي ونظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية التي تعتمد اعتماداً أساسياً على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، فهي تقوم على المراهنات التي تقوم على الحظ، والمشكل أن معظمها يقوم على ائتمانات من البنوك في شكل قروض، فعند خطأ في تلك الاحتمالات ينهار كل شيء وتحدث الأزمة المالية<sup>2</sup>.

والمشتقات المالية يجرى التعامل عليها في سوق العقود الآجلة والمستقبلية مثل البيع على المكشوف والشراء بالهامش والخيارات وبيع وشراء المؤشر وما شابهها، فكلها من قبيل القمار مهما ابتكروا لها من مسميات وهو امر لا يحتاج الى مجهود في الإثبات؛

#### رابعاً: توريق الديون:

التوريق المصرفي هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، ويمكن أن يأخذ التوريق عدة أشكال كتوريق القروض أو الديون، توريق تدفقات الفوائد المستقبلية، توريق مستحقات نقدية متوقعة، وتوريق الموجودات العينية<sup>3</sup>، وبالتالي فإن عملية التوريق يتم فيها تحويل القروض البنكية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي تحويلها من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> نادية العقون، صبرينة كردودي، مداخلة بعنوان: << النظام المصرفي الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية >>، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية ( النظام المصرفي الاسلامي نموذجاً )، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص ص7-8.

<sup>2</sup> شعيب شنوف، << الأزمة المالية العالمية من منظور محاسبي >>، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص ص115.

<sup>3</sup> موسى رحمانى، الغالى بن ابراهيم، << البنوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات الواقعية في مواجهة الأزمة المالية الحديثة >>، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص ص227.

<sup>4</sup> شافية كتاف، << دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013-2014، ص ص396.

خامسا: ضعف النظام الرقابي وعدم تماثل المعلومات وغياب الشفافية:

- 1- ضعف النظام الرقابي: أثبتت أزمة الرهن العقاري وما ترتب عنها من افلاس العديد من الشركات الكبيرة، فشل الحكومة في ضمان وحماية حقوق المساهمين وضبط أداء الشركات، وذلك بسبب فشل مجالس الإدارة في القيام بدورها الإداري والإشرافي والتنظيمي بطريقة جيدة في بعض المؤسسات المالية، حيث ساهم ضعف الإطار التنظيمي والرقابي في هذه المؤسسات والتقدير الضعيف للمخاطر بقدر كبير في حدوث الأزمة؛
- 2- عدم تماثل المعلومات: كما يعتبر مشكل تبادل المعلومات والتنسيق بين مختلف الجهات الفعالة في الرقابة المالية أحد أهم أسباب الأزمة إضافة إلى عدم تماثل المعلومات من خلال الشك حول نوعية الابتكارات المالية، خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري الشيء الذي أدى إلى تراجع قيمتها وأدى بذلك إلى تفاقم الأزمة؛
- 3- غياب الشفافية: عمق الافتقار للشفافية حول أسعار السوق لصكوك الائتمان المهيكّل، التحديات المتعلقة بالمحاسبة والتقييم التي طرحتها الأزمة وأدى إلى نفاق الموقف في أسواق المعاملات خارج البورصة وهكذا أصاب الرعب المستثمرين، وهولوا من شأن مخاطر رهونات العقارية الثانوية، وانصرفوا حتى عن الشرائح الممتازة من الفئة الاستثمارية<sup>1</sup>.

سادسا: صناديق التحوط و المضاريات:

شهدت سنوات ما قبل الأزمة ما يسمى بالابتكارات التمويلية و من بينها صناديق التحوط، و صندوق التحوط هو صندوق استثمار تقتصر عضويته على عدد قليل من المستثمرين و يسعى نحو الخسائر المحتملة بعدة وسائل منها البيع على المكشوف و إعادة الشراء و المستقبلات و الخيارات؛

سابعا: المتاجرة في المخاطر:

مع تعويم العملات ظهرت الحاجة إلى التحوط ضد التقلبات في أسعار الصرف، وقد ظهر ابتكار مالي جديد هو العقود المستقبلية في العملات، حيث أن المشتقات المالية صورة أحدث للعقود المستقبلية، و مضمون هذه العقود واحد هو الاتجار في المخاطر، و هدفها واحد و هو توزيع المخاطر و التحوط و التأمين ضد ما يترتب عليها من خسائر<sup>2</sup>.

ثامنا: شراسة المنافسة:

وهو ما جعل السوق تأخذ شكل ساحة حرب، مما عمق تعارض المصالح حتى بين المساهمين وسائر أصحاب المصالح الآخرين، ومن هنا كانت الحاجة ماسة لوجود ضوابط لتنظيم العلاقات بين هذه الأطراف<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> نادية العقون، <<مرجع سابق>>، ص ص 176-177.

<sup>2</sup> مونية سلطان، <<كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني " دراسة حالة بورصة ماليزيا">>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: اقتصاديات النقود و البنوك والأسواق المالية ( غير منشورة )، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 126.

<sup>3</sup> فيصل محمد أحمد الكندري، << الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على قطاعات الاستثمار - دروس مستفادة>>، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010، ص ص 51-52.

تاسعا: انتشار الفساد الأخلاقي الاقتصادي:

- مثل الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات الوهمية، وهذا الفساد يؤدي إلى الظلم، وهو ما يقود إلى تدمير المظلومين عندما لا يستطيعون تحمله، وبالتالي يقود إلى تدمير المدينين وحدوث الثورات الاجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم؛

- ومن أسباب الأزمة كذلك أن أصبحت المادة هي الطغيان، وسلاح الطغاة، والسيطرة السياسية واتخاذ القرارات السيادية في العالم، وأصبح المال هو معبود الماديين<sup>1</sup>، كما أن سوء سلوكيات مؤسسات الوساطة المالية والتي تقوم على إغراء الراغبين في الحصول على القروض والتدليس عليهم وإغرائهم والغرر والجهالة عليهم بالحصول على قروض من المؤسسات المالية، ويطلبون عمولات عالية في حالة وجود مخاطر، والذي يتحمل تبعاتها المقترض المدين مما يؤدي بعجزه وهذا ما حدث وأدى في النهاية إلى أزمة<sup>2</sup>.

المطلب الثاني: مظاهر الأزمة المالية العالمية و مراحلها

بدأت معالم انهيار النظام المالي العالمي في الظهور حيث أصابت أصحاب الأموال وغيرهم بالهلع والذعر، كما ارتبكت المؤسسات المالية والوسطاء معها في التفكير في وضع الخطط للإنقاذ، كما أحدثت للحكومات خوفا على استمرارية أنظمتها، كل هذه المظاهر ساهمت في إحداث العديد من التطورات لهذه الأزمة على عدة مراحل.

الفرع الأول: مظاهر الأزمة المالية العالمية

من مظاهر هذه الأزمة ما يلي:

- الإسراع في سحب الإيداعات من البنوك؛
- قيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفا من صعوبة استردادها؛
- نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي كافة القطاعات الأخرى، مما أدى إلى توقف المقترضين عن سداد دينهم ؛
- انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال، وهذا أحدث ارتباكًا وخطلا في مؤشرات الهبوط والصعود؛
- انخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جدًا و ضمانات مغلظة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عمر ياسين خضيرات، مداخلة بعنوان: << الأزمات المالية العالمية ( الآثار والمسببات ) >>، المؤتمر الثاني للعلوم المالية والمحاسبية حول: مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة إربد الأردن، 28-29 أبريل 2010، ص91.

<sup>2</sup> ياسين قاسي، عمر حمزة زواوي، << مرجع سابق >>، ص 5.

<sup>3</sup> حسين حسين شحاتة، << أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي >>، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، السعودية، 2008، ص 5.



- انخفاض المبيعات ولا سيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب ضعف السيولة ؛
- ازدياد معدل البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية وأصبح كل موظف وعامل مهدد بالفصل<sup>1</sup> .
- ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات؛
- انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار وهذا أدى إلى مزيد من الكساد والبطالة والتعثر والتوقف والتصفية والإفلاس<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: مراحل الأزمة المالية العالمية

- فيما يلي محطات الأزمة المالية العالمية حسب التسلسل الزمني، حيث لم تواجه البنوك الأمريكية وحدها هذه المشكلة فحسب، بل إن البنوك الأوروبية والآسيوية ومعظم دول العالم وقعت هي الأخرى في المشكلة نفسها وكانت ضحية قوى السوق وعولمة الأسواق المالية<sup>3</sup>، وأهم هذه المحطات هي:
- فيفري 2007: عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري ( الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) يتكثف في الولايات المتحدة الأمريكية، و يسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة؛
  - أوت 2007 : البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة؛
  - أكتوبر إلى ديسمبر 2007 : عدة مصارف كبرى تعلن عن انخفاض أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري<sup>4</sup>.
  - 22 جانفي 2008 : الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5 % وهو إجراء استثنائي ثم تخفيضه تدريجيا إلى 2 % بين جانفي وأفريل 2008؛
  - 17 فيفري 2008 : الحكومة البريطانية تؤم بنك " نورذرن روك "؛
  - 11 مارس 2008 : تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق التسليف<sup>5</sup>.
  - 16 مارس 2008 : " جي بي مورجان تشيز " يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي " بير ستيرنز " بسعر متدن و مع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> حسين بورعدة، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية الأسباب- الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها>>، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص12.

<sup>2</sup> حسين يحيوش، سميرة لطرش، مداخلة بعنوان: << مقارنة نظرية لطبيعة الأزمات في النظام الرأسمالي>>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة، يومي 14- 15 نوفمبر 2009، ص14.

<sup>3</sup> محمد سامر القصار، << الأزمة المالية العالمية>>، دار الفكر، دمشق، 2009، ص 22.

<sup>4</sup> مصطفى يوسف كافي، << مرجع سابق>>، ص 78.

<sup>5</sup> محسن أحمد الخضيري، << الإحصار التمويلي- نظرة متكاملة إلى الأزمة التمويلية من حيث المظاهر والأسباب والعلاج>> ، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009، ص 95.

<sup>6</sup> بلعزوز بن علي، هودة عبو، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها>>، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، يومي 06- 07 أفريل 2009، ص 17.

- 07 سبتمبر 2008: وزارة الخزينة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري " فريدي ماك وفاني ماي " تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار؛
- 15 سبتمبر 2008 : اعتراف بنك الأعمال " ليمان برادرز " بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية " بنك أوف أمريكا " شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو " ميل لينش " وعشرة بنوك دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توافق البنوك المركزية على فتح مجالات التسليف الا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية<sup>1</sup>.
- 16 سبتمبر 2008 : الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤمنان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم " AIG " المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 80% من رأسمالها؛
- 17 سبتمبر 2008 :البورصات العالمية تواصل تدهورها، والتسليف يضعف النظام المالي وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية<sup>2</sup>.
- 18 سبتمبر 2008 : البنك البريطاني " لويد تي إس بي " يشتري منافسه " إتش بي أو إس " المهتد بالإفلاس والسلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع؛
- 19 سبتمبر 2008 : الرئيس الأمريكي " جورج بوش " يوجه نداء الى التحرك فورا بشأن خطة انقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة<sup>3</sup>.
- 20 سبتمبر 2008 : ظهور بعض تفصيلات خطة الانقاذ التي وضعتها الحكومة الأمريكية بتخصيص 700 مليار دولار لإنقاذ المؤسسات المالية المتعثرة ؛
- 21 سبتمبر 2008: تحول المؤسستين الماليتين "غولدمان ساكس ومورغان ستانلي" الى بنكين تجاريين يخضعان لقوانين الاحتياطي الاتحادي الأمريكي ؛

<sup>1</sup> صالح مفتاح، << الأزمة المالية العالمية >>، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص10.

<sup>2</sup> سهام عيساوي، << دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: اقتصاديات النقود و البنوك والأسواق المالية ( غير منشورة )، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 211.

<sup>3</sup> محمد عبد الحميد عطية، << الأزمة المالية العالمية وآثارها على أسواق المال >>، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010، ص ص272-273.

- 22 سبتمبر 2008: اعلان مؤسسة " نومورا " المالية اليابانية، بأنها ستشتري فروع بنك "ليمان برادرز" في منطقة آسيا والهادي وأعماله في أوروبا، كما وافقت مؤسسة " متسوبيشي يو أف جي " المالية اليابانية على شراء 20% من " مورغان ستانلي " بقيمة 8.5 مليار دولار<sup>1</sup>.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تظفي على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، والأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية لإنقاذ المالي؛
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمينية البلجيكية الهولندية " فور تيس " في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة الأمريكية بيعت مؤسسة " واشنطن ميوتشوال " للخدمات المالية أكبر الصناديق الأمريكية العاملة في مجال الادخار والإقراض لمجموعة " جي بي مورغان " المصرفية العملاقة بـ 1.5 مليار دولار بمساعدة السلطات الفدرالية؛
- 28 سبتمبر 2008 : خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، وفي أوروبا يجري تعويم " فور تيس " من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، وفي بريطانيا جرى تأمين بنك " براد فورد وبينغلي"<sup>2</sup>.
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ وبورصة وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها، وقبل رفض الخطة أعلن بنك " سيتي جروب " الأمريكي أنه سيشتري منافسه بنك " واكوفيا " بمساعدة السلطات الفدرالية، وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة إلى تسجيل خسارة تفوق 10%<sup>3</sup>.
- 1 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة<sup>4</sup>.
- 2 أكتوبر 2008 : المشرعون الأيرلنديون يصادقون على مشروع قرار يضمن ودائع المصارف بحد أقصى يبلغ 400 مليار يورو ( 554 مليار دولار )؛
- 3 أكتوبر 2008 : مجلس النواب الأمريكي يصادق على خطة الإنقاذ المعدلة؛
- 5 أكتوبر 2008 : ألمانيا تتعهد بضمان حسابات الودائع الخاصة و تتوصل إلى اتفاق لخطة إنقاذ بنك " هايبو ريل إستيت " بعد انسحاب البنوك وشركات التأمين من خطة إنقاذ حكومية قوامها 35 مليار أورو ( 48.5 مليار دولار)؛

<sup>1</sup> مصطفى عبد الله الكفري، << الأزمة المالية العالمية والتحديات الاقتصادية الراهنة في الدول العربية >>، مجد للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2012، ص 91.

<sup>2</sup> عبد المطلب عبد الحميد، << الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية أزمة الرهن العقاري الأمريكية >>، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 260.

<sup>3</sup> عبد الغني بن محمد، << الأزمة المالية العالمية 2008 >>، دار البحار، الجزائر، 2009، ص 39.

<sup>4</sup> محمد أحمد زيدان، مداخلة بعنوان: << فصول الأزمة المالية العالمية ( أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية ) >>، مؤتمر حول الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، 13- 14 مارس 2009، ص 13.

- 6- أكتوبر 2008 : بنك " باريبا الفرنسي " يستحوذ على موجودات " فورتيس " في بلجيكا ولوكسمبورغ مقابل 14.5 مليار أورو ( 19.71 مليار دولار ) لوقف استنزاف السيولة من فورتيس وديكساي؛
- 8- أكتوبر 2008 : يقود الاحتياطي الأمريكي جهودا دولية لخفض متزامن لسعر الفائدة، وبريطانيا تعرض تقديم 50 مليار جنيه إسترليني ( 87.2 مليار دولار ) إلى أكبر المصارف البريطانية لمساعدتها في التغلب على الأزمة؛
- 9- أكتوبر 2008 : رئيس وزراء أيسلندا يحذر من أن البلاد على شفا الإفلاس وتستحوذ الحكومة على " كوبثينغ " أكبر مصرف في أيسلندا و ثالثها الذي تستحوذ عليه الحكومة؛
- 10- أكتوبر 2008 : مؤشر " نيكي " في بورصة طوكيو ينخفض بـ 10% في أكبر هبوط له في يوم واحد منذ 1987، ويلتقي وزراء المالية ورؤساء المصارف المركزية بمجموعة السبع في واشنطن، ويتعهدون بمنع المصارف الرئيسية من الانهيار والعمل معا لوقف الأزمة، ويعلن صندوق النقد الدولي تأييده للخطوة في اليوم التالي؛
- 13- أكتوبر 2008 : بريطانيا تعلن خطة قوامها 37 مليار جنيه ( 64 مليار دولار) لمساعدة مصارفها المركزية ( رويال أوف سكوتلاند، إتش بي أو أس، لويدز تي أس بي )؛
- 14- أكتوبر 2008 مؤشر " نيكي " في بورصة طوكيو يرتفع بأكثر من 14 % وهو أكبر ارتفاع في يوم واحد في تاريخه، وهبوط بورصة أيسلندا بـ 67 % بعد استئناف معاملاتها؛
- 19- أكتوبر 2008 : كوريا الجنوبية تكشف عن خطة إنقاذ بـ 130 مليار دولار تعرض من خلالها على الديون الأجنبية وتعد بزيادة رؤوس أموال المؤسسات المالية<sup>1</sup>.
- 05- نوفمبر 2008 : ألمانيا تعلن عن خطة إنقاذ بـ 63 مليار دولار؛
- 04- ديسمبر 2008 : الرئيس الفرنسي أعلن عن خطة إنقاذ بـ 26 مليار أورو؛
- 05- ديسمبر 2008 : البنك المركزي الأوروبي قرر خفض سعر الفائدة من جديد إلى 2.5 %<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد عبد الوهاب الغزاوي، عبد السلام محمد خميس، << الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة >>، دار إثراء، الأردن، 2010، ص ص 59\_60.

<sup>2</sup> salah mouhoub << la crise financière mondiale >>, la face cachée, ENAG Edition, Alger, 2010, p 136.

المطلب الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية

إن الأزمة المالية التي ضربت الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت تأثيراتها إلى مختلف أنحاء العالم، مست جميع الاقتصاديات دون استثناء، فقد كشفت عدة دراسات اقتصادية عن الآثار السلبية الواسعة التي خلفتها الأزمة الحالية على الاقتصاد الأمريكي والأوروبي وكذا الدول العربية والآسيوية.

الفرع الأول: تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد الأمريكي

لقد زادت الأزمة المالية العالمية من تدهور الاقتصاد الأمريكي والذي كان في الأساس يعاني من العديد من المشاكل وقد مست معظم مؤشرات الأداء الاقتصادي ونذكر منها:

- تزايد تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي منذ شهر جانفي 2008، حيث شهدت قطاعات الإسكان والتصنيع وحركة البيع والشراء ضعفا في أنشطتها والتجزئة سنة 2008 ضعفا لأنشطتها نتيجة ارتفاع أسعار المواد والسلع الأولية و الطاقة؛
- ارتفاع حجم المديونية ليصل الى 36 تريليون دولار حسب احصاءات وزارة الخزانة الأمريكية<sup>1</sup>.
- العجز التجاري الذي وصل في عام 2006 الى 758 مليار دولار ويعود السبب الأساسي الى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك<sup>2</sup>، و في 2008 يصل الى 4.3% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة الى تراجع تحويل الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة انخفاض تقدر بـ50% ؛
- تفاقم العجز في الميزانية الفدرالية الأمريكية: حيث أصبح يمثل 2,5% من الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2007؛
- انخفاض مؤشري ثقة المستهلكين والنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية و مؤشر الطلب على السلع الاستهلاكية إلى أدنى المستويات؛
- تفاقم عجز الميزان التجاري الأمريكي ارتفاع معدلات البطالة إلى 6.5% في شهر أكتوبر 2008 حيث تم تسريح أكثر من نصف مليون عامل من وظائفهم، وارتفاع نسبة طالبي الإعانات الاجتماعية الحكومية وغيرها، وهذا ألقى المزيد من الأعباء على ميزانيات الدول وأوقف العديد من المشاريع الاستثمارية الجديدة؛
- انخفاض سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى وخاصة اليورو اللين؛
- إفلاس بعض الشركات والتي كانت تعتمد على صيغة التمويل بنظام القروض بفوائد أو توقف بعض خطوطها الإنتاجية ، كما بدأت بعض البنوك بتنفيذ الرهونات والضمانات التي معها وهذا سبب خلا في التدفقات النقدية لها؛

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد عطية، << مرجع سابق >>، ص 259.

<sup>2</sup> عبد العزيز قاسم محارب، << الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج >>، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2011، ص 99.

- فقدان المقترضون لأصولهم ومنازلهم المرهونة بسبب القروض وأصبحوا في عداد المشردين واللاجئين والمهاجرين والفقراء والمساكين؛
- وعلى الرغم من هذه الإجراءات إلا أن عدم الاستقرار ما زال مسيطراً على الأسواق العالمية بسبب الشكوك حول مستقبل الاقتصاد الأمريكي، خاصة مع استمرار تدني المؤشرات الاقتصادية الكلية، ومع عدم وجود بوادر إيجابية تشير إلى حل مشكلة الائتمان الراهنة، هذا علاوة على المشاكل الخاصة بانخفاض أسعار العقارات وتدني قيمتها، الأمر الذي جعل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي يصفان الاقتصاد الأمريكي بأنه على مشارف الركود والتوقف، بل إنه سيمر بفصول من النمو السلبي وتراجع في النمو مما سيكون له عواقب وخيمة على الاقتصاد العالمي<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد العالمي

#### أولاً: تضرر القطاع المصرفي العالمي

تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي، فقد أدت إلى خسائر ضخمة وإفلاس العديد من البنوك من الأقرض، وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع بالبنوك المركزية بضخ المزيد من الأموال في أسواق المال للتقليل من حدة هذه الأزمة، فعلى سبيل المثال أعلن بنك " يو بي اس " السويسري في الأول من أكتوبر أن خسائره تراوحت ما بين 600 و 800 مليون فرنك بسبب هذه الأزمة الى جانب الغاء نحو 1500 وظيفة لديه<sup>2</sup>.

#### ثانياً: ارتفاع معدلات البطالة

ارتفع عدد العاطلين عن العمل عام 2009 إلى 212 مليون عاطل على مستوى العالم، بمعدل بطالة 6.6% مقابل 5.8% عام 2007 عندما كانت أعداد العاطلين 177.7 مليون عاطل، و 215 عاطل عام 2010 وتتركز في الاتحاد الأوروبي والدول الصناعية المتقدمة<sup>3</sup>.

#### ثالثاً: تراجع معدلات النمو الاقتصادي العالمي الحقيقي

لقد أدى التباطؤ الحاد في الاقتصاد العالمي إلى تراجع أسعار السلع الأولية، وبذلك يكون الاقتصاد العالمي يمر بمرحلة انتقالية بعد فترة طويلة من النمو، وقد توقع تباطؤ النمو العالمي إلى 7, 3 % عام 2009 وهو أدنى النسب في العقد الأخيرين ويأتي هذا التباطؤ، نتيجة لبطء نمو الاقتصاد الأمريكي، الذي أثر بشكل سريع على نظيره الأوروبي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> حسين بورغدة، << مرجع سابق >>، ص ص 13-14.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، << مرجع سابق >>، ص 120.

<sup>3</sup> حمدي عبد العظيم، << إقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم >>، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2012، ص ص 240-241.

<sup>4</sup> سامر مظهر قنطججي، << ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية >>، دار النهضة، سوريا، 2008، ص 64.

#### رابعاً: تراجع كبير في قيمة المحافظ والصناديق الاستثمارية بسبب الأزمة

فوجد أن قيمة استثمارات بنك "بي إن بي باربيا" الفرنسي في الصناديق الاستثمارية قد انخفضت بشكل ملحوظ من 2075 مليار دولار إلى 1593 مليار دولار في السابع من شهر أوت 2009.<sup>1</sup>

#### خامساً: تهديد سلامة الأوضاع الاقتصادية والمالية للدول المتقدمة

إن ضخامة الإنفاق علي خطط الطوارئ العاجلة تهدد سلامة الأوضاع الاقتصادية والمالية للدول المتقدمة وتتسبب في تفاقم مشكلات العجز بالموازنات العامة بكل ضغوطها التضخمية وسلبياتها التنموية حيث ينتظر أن يصل عجز الموازنة الأمريكية لنحو تريليوني دولار وهو ما يصل إلى أربعة أضعاف عجز الموازنة للسنة المالية السابقة، وتشير تقديرات الخاصة بصندوق النقد الدولي إلى أن تكلفة خطط الإنقاذ للمؤسسات المالية والبنوك أصبحت بالغة الضخامة وتفق قدرات الدول وقدرات الموازنات العامة علي الإنفاق حيث بلغت تكلفة خطط إنقاذ القطاع المالي في بريطاني 19,8 % من الناتج المحلي الإجمالي وفي كندا 8,8 % وفي أمريكا 6,3 % وفي هولندا 6,2 % وفي ألمانيا 3,7 % وفي فرنسا 1,5 % كنموذج لدول العالم.<sup>2</sup>

#### سادساً: عدم الاستقرار في الأسواق المالية العالمية

أدت هذه الأزمة الى ايجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، دفعت بالكثيرين منهم الى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى، بل دفعت البعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض اتجاه الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين.<sup>3</sup>

#### الفرع الثالث: تداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات الدول العربية

طالت آثار الأزمة المالية العالمية اقتصاديات كل دول العالم بلا استثناء، ومن بينها الأسواق المالية العربية ومدى تأثير الدول العربية يعتمد على حجم العلاقات الاقتصادية والمالية بين كل دولة عربية والعالم الخارجي. وفي هذا السياق يمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاثة مجموعات أساسية من حيث درجة تأثرها بالأزمة وهي: المجموعة الأولى دول الخليج العربي الذي يتسم اقتصادها بدرجة انفتاح كبيرة و المجموعة الثانية، (الأردن،

<sup>1</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، مداخلة بعنوان: << الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات موجهتها من الدول العربية >>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص12.

<sup>2</sup> فايز عبد الهادي أحمد، << الأزمة المالية العالمية وآثارها على الأهداف الإنمائية للألفية >>، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر الجديدة، 2012، ص13.

<sup>3</sup> محمد صالح، عبد الفتاح بوخمخ، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية وآثارها الفعلية والمتوقعة على ظاهرة البطالة في البلدان العربية >>، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة منتوري، قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر، 2009، ص ص 6-7.

تونس، مصر) وهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة، وأخيرا المجموعة الثالثة التي تضم (سوريا، السودان، ليبيا) وهي الدول العربية ذات درجة انفتاح منخفضة، كما تمت الإشارة الى الجزائر؛  
المجموعة الأولى: الدول ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفع (دول الخليج العربي).

- استمرار انخفاض أسعار النفط أثر ذلك سلبًا على معدلات النمو الاقتصادي؛

- تقدر خسائر الصناديق السيادية في الدول الناشئة وبما فيها دول الخليج العربي حتى منتصف عام

2008 بحوالي 4 مليار دولار، حيث تمتلك دول العربي حتى منتصف عام 2008 بحوالي 4 مليار

دولار، وتقدر قيمة صناديق الثروات السيادية لدول الخليج التي تستثمر في الخارج (الولايات المتحدة

وأوروبا) بحوالي 2.4 تريليون دولار؛

- انضمت بعض المؤسسات المالية في دول الخليج إلى قائمة المؤسسات التي واجهت خطر الإفلاس؛

- حدثت انهيارات في بعض البورصات الخليجية، وعانت بورصات أخرى من شبح الانهيار؛

المجموعة الثانية الدول ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المتوسطة وتمثل هذه المجموعة عدة دول

من بينها (الأردن، تونس، مصر).

- على مستوى الأداء الاقتصادي توقع أن تأثرها في المدى الطويل أقل من المجموعة الأولى؛

- تأثرت الأسواق المالية في هذه الدول بنفس درجة تأثر المجموعة الأولى؛

المجموعة الثالثة: الدول ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي الأقل وتمثل هذه المجموعة عدة دول من

بينها (سوريا، السودان، ليبيا، الجزائر)

- كان التأثير على مستوى الأداء الاقتصادي والأسواق المالية محدودًا للغاية<sup>1</sup>، إذ أن القطاع المالي لهذه

الدول لن يتأثر بهذه الأزمة باعتبار التدابير الاحترازية التي اتخذتها البنوك والهيئات الرقابية لهذه

الحكومات، بالرغم من كل الآزمات الداخلية الحادة التي تمر بها هذه الدول؛

- أما تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري فهي مقتصرة على العوائد المحققة من تصدير النفط

فقط، نظرا لأن الاقتصاد الجزائري ليس له ارتباطات مع الاقتصاديات العالمية إلا من خلال القطاع التجاري

(استيراد وتصدير) وبذلك هناك جانبا ايجابيا يمكن أن ينعكس على الاقتصاد الجزائري وذلك من خلال الاستفادة

من ظروف الشركات العالمية والحصول على استثمارات بشروط ميسرة تخدم المجتمع الجزائري لإنجاز كافة

المشاريع سواء التي هي قيد الانجاز أو المشاريع المستقبلية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> وليد حميدات، عبد الباسط عثمانة، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الأردن والمنطقة العربية >>، المؤتمر الثاني للعلوم المالية والمحاسبية حول: مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الآزمات المالية العالمية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة اربد الأردن، 28-29 أفريل 2010، ص ص 142-143.

<sup>2</sup> صحراوي بن شيخة، الجيلالي اليابس، مداخلة بعنوان: << تأثير الأزمة المالية العالمية على الصعيد الاقتصادي و الاجتماعي في الجزائر >>، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة منتوري، قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر، 2009، ص 10.



- فمن الجانب المصرفي المالي لم تتأثر كثيرا وهذا نظرا لعدم تفاعل الجهاز المصرفي والمالي الجزائري ( نظرا لضعفه) مقارنة بالنظام المالي الدولي وهو عكس بلدان الشرق الأوسط التي خسرت أكثر من 200 مليار دولار نظرا لتفاعل بنوكها مع البنوك الدولية؛
- أما على مستوى الاقتصاد أولية ( غاز وبترو ل ) وهذه مقومة كلها بالدولار وبالتالي انخفاض قيمة الدولار يعني انخفاض قيمة الصادرات، كما أن انخفاض الطلب العالمي على هذه المادة بسبب تقلص الصناعات التي تغذيها هذه المادة وهذا يعني انخفاض في كمية التصدير؛
- أما من جهة الواردات فالجزائر أيضا مرتبطة بالقطاع الخارجي، إذ أنها تستورد أكثر من 70% من المواد الغذائية، هذا فضلا عن استيراد السلع التجهيزية والوسيطة، فعند انخفاض عرض انخفاض عرض (الانتاج) هذه السلع بسبب الأزمة يعني هذا ارتفاع الأسعار مما يعني زيادة في قيمة واردات الجزائر دون الزيادة في كميتها مما ينعكس سلبا على مجالات التشغيل ( البطالة ) والاستثمار<sup>1</sup>.
- لذلك يمكن القول أن تأثير الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري هو بنسب أقل مقارنة بالدول العربية الأخرى ويرجع ذلك للأسباب التالية:<sup>2</sup>
- عدم وجود سوق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر.
- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها.
- انغلاق الاقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي، ذلك أن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات وذلك ما يجعله في مأمن من أي كساد قد يصيب الاقتصاد العالمي، عكس الكثير من الدول التي تعتمد على صادرات قد تتأثر بالركود والكساد في الدول المستهلكة لمنتجاتها.
- اعتماد الحكومة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق وهذا ما يجنبها أي انعكاسات في حالة انخفاض أسعار البترول.

<sup>1</sup> فضيل رابح، << الأزمة المالية العالمية الأسباب، الانعكاسات والحلول >>، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010، ص 27.

<sup>2</sup> صالح مفتاح، فريدة معارفي، << مرجع سابق >>، ص 8.

المطلب الرابع: الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة المالية العالمية

إن طبيعة الأزمة المالية العالمية 2008، تطلبت اتخاذ وتنفيذ مجموعة من الاستراتيجيات والسياسات والإجراءات والبرامج على المستويات المحلية والعالمية بسبب طبيعة تكوين هذه الأزمة، وقد بذل المهتمون كل ما هو ممكن من المحاولات ووضعوا الخطط لمواجهة هذه الأزمة، ومن أهمها.

الفرع الأول: خطة الإنقاذ المالي الأمريكية

في سبيل مواجهة الأزمة طرحت الإدارة الأمريكية خطة علاجية، يتمثل جوهرها في قيام الخزينة الأمريكية بضخ مبالغ نقدية ضخمة في الأسواق الائتمانية والمالية<sup>1</sup>. ففي القطاع المصرفي تجاوزت حدود 300 مليار دولار خلال فترة 6 أشهر وذلك في محاولة للتنشيط الاقتصادي، كما اتجه إلى استخدام الأدوات المالية الأخرى للتأثير على الأوضاع الاقتصادية المتردية فقام بتخفيض سعر الخصم بين البنوك، وقام بتخفيض أسعار الفائدة بصفة متكررة ففي 01 سبتمبر 2008 أصبحت أسعار الفائدة 2.5% لتصل إلى 1% أي انخفضت بنسبة: 60%، كما تبعتها بعض الدول في تخفيض أسعار الفائدة، كما أعلنت خطة لإنقاذ الأسواق المالية ومواجهة تداعيات الأزمة<sup>2</sup>، وفيما يلي نذكر مضمون هذه الخطة التي تحتوي إجمالاً على 14 نقطة<sup>3</sup>:

- السماح للحكومة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة سبعمائة مليار دولار (700 مليار دولار) مرتبطة بالرهن العقاري.
- يتم تطبيق الخطة على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس، ويملك أعضاء الكونغرس حق النقض (الفيتو) على عمليات الشراء، التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بسبعمائة مليار دولار.
- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى، لوضع خطط مماثلة.
- رفع سقف الضمانات للمودعين من مائة ألف دولار إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.
- منح إعفاءات ضريبية بقيمة 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات
- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم.

<sup>1</sup> هاني دويدار، << مؤتمر الأزمة العالمية >>، منشورات الحلبي الحقوقية، بدون ذكر بلد نشر، 2012، ص 27.

<sup>2</sup> إبراهيم عبد العزيز النجار، << مرجع سابق >>، ص 80.

<sup>3</sup> ضياء مجيد الموسوي، << الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008 >>، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص ص 61-63.

- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، وتم تحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يفيدون من التخفيضات الضريبية بخمسمائة ألف دولار.
  - استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد.
  - يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم هذا المجلس رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة.
  - يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على حضوره في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات.
  - تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.
  - يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة.
  - اتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات.
- والجدول الموالي يبين اجراءات نظام الاحتياط الفدرالي الأمريكي في خفض أسعار الفائدة والخصم وحفز الاقتصاد:

الجدول رقم (03): اجراءات نظام الاحتياط الفدرالي الأمريكي في خفض أسعار الفائدة والخصم

التاريخ	سعر الخصم	سعر الخصم	سعر الخصم	Fed funds	Fed funds
	سعر التغير	سعر الفائدة الجديد	سعر الفائدة الجديد	معدل التغير	سعر الفائدة الجديد
30 أبريل 2008	25 - %	2.25 %	2.75 %	25 - %	2.00 %
18 مارس 2008	75 - %	2.50 %	3.00 %	75 - %	2.25 %
16 مارس 2008	25 - %	3.25 %	3.75 %	-	-
30 جانفي 2008	50 - %	2.50 %	4.00 %	50 - %	3.00 %
22 جانفي 2008	75 - %	4.00 %	4.50 %	75 - %	3.50 %

المصدر: مصطفى يوسف كافي، <<الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات>>، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 171.

### الفرع الثاني: خطة الإنقاذ المالي للدول المتقدمة

اتفق وزراء المالية وحكام المصارف المركزية في دول مجموعة البلدان الصناعية السبعة الكبرى ( ألمانيا وكندا والولايات المتحدة وفرنسا وبريطانيا وإيطاليا واليابان ) على "خطة تحرك" تهدف إلى إعادة الثقة في أسواق المال في العالم.

### أولاً: خطة الدول السبع الصناعية

تشكلت هذه الخطة من خلال القيام هذه الدول بما يلي:<sup>1</sup>

- اتخاذ إجراءات حاسمة واستعمال جميع الوسائل لدعم المؤسسات المالية الكبرى ( أي التي يؤدي إفلاسها إلى حالات إفلاس أخرى ) والحد من إفلاسها، بتملك حصص من البنوك لإعادة الثقة في الأسواق المالية مثلاً.
- اتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة ورؤوس الأموال.
- استعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم عن طريق ضمانات "قوية و متماسكة" من قبل السلطات العامة لاستعادة ثقة المودعين في سلامة ودائعهم وتمكين المصارف من جمع رؤوس الأموال "الكافية" من القطاعين العام والخاص على حد سواء لتتمكن من " مواصلة إقراض العائلات والشركات".
- القيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن الذي كان سبباً لازمة المالية الحالية.
- مواصلة التحرك معاً من أجل إحلال الاستقرار في أسواق المال وإعادة تدفق الأموال لدعم النمو الاقتصادي العالمي.

### ثانياً: خطط الإنقاذ الأوروبية

اتخذت الدول الأوروبية الخطط التالية:

#### 1- بريطانيا:

- تم تخصيص 37 مليار جنيه إسترليني ( ما يعادل 63.3 مليار دولار ) لشراء أسهم عدد من البنوك البريطانية، أي المساهمة في رأسمال البنوك، كبنك "رويال أوف أسكوتلندا"، " ROS " و اتش بي اوس (HBOS) ومساعدات مالية لعدد من المؤسسات الصغيرة و تتلخص شروط تطبيق خطة الإنقاذ البريطانية<sup>2</sup>:
- التزام البنوك بإقراض أصحاب المنازل و المنشآت الصغيرة بمستويات الإقراض التي كانت سائدة خلال سنة 2007.
- الحد من مرتبات مديري البنوك و التي كانت سبباً في تشجيع مفهوم المخاطرة.
- تعيين الحكومة لأعضاء يمثلونها في مجالس إدارات البنوك.

<sup>1</sup> سامر مظهر قنطقجي، << مرجع سابق >>، ص ص 86-87 .

<sup>2</sup> صلاح طالبي، << مرجع سابق >>، ص ص 196-197.

\* كما تم أيضا:

- ضمان الودائع البريطانية في إيسلندا بعد إنهيار النظام البنكي الأيسلندي.

- ضمان ودائع الأفراد في البنوك البريطانية بحد أقصى 50 ألف جنيه إسترليني (50 ألف دولار) و 100 ألف جنيه إسترليني للحسابات المشتركة.

- شراء كمية كبيرة من الإصدارات الجديدة للأسهم و التي كانت لزيادة رأسمالها قصد مواجهة الأزمة.

- أعلنت بريطانيا في نهاية نوفمبر 2008 عن خطة أخرى للاقتصاد البريطاني بقيمة 20 مليار جنيه إسترليني (30 مليار دولار) و تخفيض ضريبة القيمة المضافة على السلع الاستهلاكية من % 17.5 إلى % 15 حتى نهاية 2009 و تعويض نقص الحصيلة الضريبية الناجم عن ذلك من خلال رفع معدل الضريبة على الدخل بنسبة 5% على كل من يتجاوز صافي دخله السنوي 150 ألف جنيه إسترليني ليصل إلى 45 % بدل 40%.

2- فرنسا:

كانت الخطط التي انتهجتها فرنسا كالتالي<sup>1</sup>:

- إعلان الرئيس الفرنسي " نيكولا ساركوزي " أعداد بلاده خطتين لمساعدة البنوك على التغلب من الأزمة المالية. الأولى بقيمة 300 مليار يورو، كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك، والأخرى بقيمة 40 مليار يورو للحصول على حصص في الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة، فضلا عن إنشاء صندوق سيادي لمصلحة الشركات الاستراتيجية التي تواجه صعوبات مالية، تأسيسا بالسياسات المتبعة في قطاع إنتاج البترول، وما يحدث في روسيا والصين، وهي الدول التي أسست الاشتراكية ورعتها من قبل للتدخل بشكل قوي كلما احتاجت شركة من هذه الشركات الاستراتيجية على أموال.

- كما تقدم باقتراح للإنشاء صندوق أوروبي برأسمال قدره 300 مليار يورو لمساعدة البنوك الأوروبية، إلا أن ألمانيا رفضت هذا الاقتراح، كما وقفت في مواجهة أي اقتراح آخر يترتب عليه زعزعة سلطات البنك المركزي الأوروبي الذي استوحى نظامه الداخلي من البنك المركزي الألماني.

- في نهاية شهر نوفمبر 2008 أعلنت عن خطة جديدة لمساعدة قطاعات الإسكان والسيارات، بقيمة 26 مليار يورو حوالي 32.84 مليار دولار ( أي ما يعادل 1.3% من إجمالي الناتج المحلي لفرنسا ) ليرتفع عجز الموازنة إلى 4% من إجمالي الناتج المحلي سنة 2009 م بدلا من 3.1% كما كان متوقعا قبل الأزمة المالية ثم تخصيص مليار يورو منها لإعادة شركات السيارات، حتى تتمكن من طرح سياراتها للبيع بالتقسيط.

<sup>1</sup> عيد الغاني بن علي، << مرجع سابق >>، ص 152.

### 3- ألمانيا:

أما الخطط التي انتهجتها ألمانيا فهي<sup>1</sup>:

- موافقة الحكومة الألمانية على خطة لإنقاذ البنوك تتضمن تأسيس صندوق لإعادة الاستقرار الى الأسواق وخصصت له 400 مليار يورو ( أكثر من 540 مليار دولار )، وقال وزير المالية الألماني " بير شتا ينبروك" ان الخطة تهدف الى تحقيق ميزانية متوازنة، ودعا الى تقييد رواتب مسؤولي المصارف التي تستهدف من حزمة الانقاذ الحكومية وتحديد العلاوات ومستحقات انهاء الخدمة، ومن جهة أخرى توصلت مجموعة من البنوك وشركات التأمين في ألمانيا الى اتفاق بشأن تفاصيل خطة لإنقاذ ثاني أكبر شركة للتمويل العقاري بألمانيا وهي " هيبو ريال ستيت " ( إتش آر إس ).

- رصد لهذه الخطة حوالي 35 مليار يورو أي ( 50 مليار دولار ) غير أنها انهارت لأن الضمانات الخاصة بالقروض التي حصلت عليها الشركة من العديد من المؤسسات المالية التي انتهت صلاحيتها. الحكومة قالت أنها لن تؤم الشركة، لكنها ستقدم لها ضمانات بقيمة 26.6 مليار يورو ( 38 مليار دولار)، بينما ستحميها البنوك التجارية الألمانية بإقراضها 8.5 مليار يورو ( 12.14 مليار دولار ).

#### ثالثاً: خطط الإنقاذ الروسية:

- أقر مجلس الدوما الروسي ( البرلمان ) خطة اقترحها الرئيس ديمتري ميدفيديف لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 63 مليار يورو ( 84 مليار دولار)، و قام البنك المركزي في روسيا بضخ 37 مليار دولار في صورة قروض طويلة الأجل للبنوك، كما قرر تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك في خطوة مؤقتة الى 0.5% بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي وإرساء الاستقرار في السوق المالية الداخلية كما أكد رئيس الوزراء فلاديمير بوتين عزم حكومته البدء في شراء سندات الشركات الروسية بقيمة تصل إلى خمسة مليارات يورو ( 6.65 مليارات دولار)؛

#### رابعاً: خطط الإنقاذ الآسيوية:

كانت الخطط التي انتهجتها كل من اليابان والصين كالتالي:

1- اليابان: قام البنك المركزي الياباني بضخ 14.2 مليار دولار أمريكي إلى الأسواق لمنع حدوث اضطراب في معدلات السيولة النقدية بالأسواق؛

2- الصين: ألغت الحكومة الضرائب على شراء الأسهم، كما قامت بشراء أسهم من الأسواق لمؤسسات مالية تابعة للدولة، وقد أعلن البنك المركزي الصيني خطة قوامها 4 تريليونات يوان " 586 مليار دولار " لتخفيف الاقتصاد الصيني، وقد جمدت شركات صينية مدرجة خطأً لجمع أموال تتجاوز قيمتها مليار دولار مع بدء

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، << مرجع سابق >>، ص ص 173-174.

تأثر الاقتصاد الصيني السريع النمو بأزمة الائتمان وانخفاض أسعار الأسهم<sup>1</sup>، فارتفعت مؤشرات معظم أسواق الأسهم الآسيوية بحدود 3% وسطياً، مما يدل على أن المستثمرين في أسواق الأسهم يدركون أن هذه الزيادة في الكتلة النقدية هي زيادة فاعلة وذات جدوى<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: خطط إنقاذ الدول العربية

- قامت دول الخليج العربي لمواجهة الأزمة المالية باتخاذ إجراءات عدة تحد من التوترات في الأسواق المالية، حيث قرر بنك الامارات المركزي بمنح قروض قصيرة الأجل بقيمة 153.61 مليار دولار بهدف تخفيف التوترات في القطاع المصرفي، أما عن الجهود الفردية التي قامت بها الدول الخليجية فتتلخص فيما يلي<sup>3</sup>:

- الإمارات: قام بنك دبي الوطني بالتقليل من القروض الكبيرة وخطط السداد الطويلة الأجل التي تؤدي الى فرض ضغوط على المقترض الى أقصى حد ممكن، كما استحدث خطة تسمح للعملاء بإمكانية إعادة القرض دون أن يتحصلوا على أي رسوم خلال أسبوع.

- الكويت: قامت دولة الكويت بضخ مليار دينار كويتي كسيولة في الأسواق، وذلك بهدف التخفيف من حدة التوترات في أسواقها، كما قام البنك المركزي بعرض أموال لليلة واحدة، ولأسبوع واحد ولشهر واحد قصد توفير السيولة للبنوك، خاصة بعد هبوط أسعار البورصة في الفترة الأخيرة.

- قطر: بهدف تعزيز ثقة الأسواق المالية، قامت هيئة الاستثمار بشراء ما بين 10% و 20% من رأس مال البنوك المدرجة في سوق الدوحة، حيث تهدف هذه الخطوة الى ضخ سيولة لتعزيز قدرة البنوك القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة القادمة، واتخذ هذا القرار في اجتماع حضره رئيس وزراء قطر وممثلو البنوك المدرجة في السوق ونائب محافظ البنك المركزي.

- المملكة العربية السعودية: أعلن المصرف المركزي أنه سيوفر أي سيولة تحتاجها البنوك حيث تشير تقارير رسمية أن بنوك المملكة تملك أوراقاً مالية حكومية قيمتها نحو 200 مليار ريال ( 53.1 مليار دولار) و لديها خيار اقتراض 75% من قيمة هذه الأوراق أي نحو 150 مليار ريال.

<sup>1</sup> علي فلاح المناصير، عبد الكريم كساسبة وصفي، مقالة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج >>، جامعة الزرقاء الخاصة، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، عمان، 2009، ص ص 29-30.

<sup>2</sup> محمد سامر القصار، << مرجع سابق >>، ص 58.

<sup>3</sup> حمزة دبار، << مرجع سابق >>، ص 48.

خلاصة الفصل

- من خلال دراسة موضوع الأزمات المالية اتضح أنها أصبحت صفة ملازمة للعصر الحالي وظاهرة متفشية، كما أن سوء التسيير والإدارة بالنسبة للمؤسسات المالية عبر العالم له الدور الفعال في حدوث وتكرار مثل هذه الأزمات والانهيارات والتي وقعت خلال فترات متفاوتة من الزمن وهذا باشتراك العديد من العوامل التي ساهمت في ظهورها،وعلية تم استنتاج مايلي:
- هناك عوامل عديدة لحدوث الأزمات خاصة التي تتعلق بعمل النظام الرأسمالي و في مقدمتها الإفراط في الحرية الاقتصادية و ضعف الرقابة المالية و العولمة المالية.
- كل الازمات السابقة لم تكن شدة التأزم بها مثل أزمة الرهن العقاري التي ظهرت على خلفية عجز أعداد متزايدة من المقترضين الأمريكيين عن سداد قروض الإسكان، التي جاءت نتيجة التوسع في منح القروض العقارية برهونات و ضمانات غير كافية وبأسعار فائدة مرتفعة إلى مقترضين لا يتسمون بالملاءة المالية.
- عمليات التوريق التي ساعدت في تفاقم آثار هذه الأزمة. أما عن التداعيات فقد كانت انهيارات لعدد معتبر من المؤسسات المالية حول العالم و خسائر كبيرة في الأسواق المالية، هذا عن الجانب المالي.
- أما عن الجانب الحقيقي فقد كانت التداعيات عبارة عن كساد اقتصادي تسارعت وتيرة انتشاره في العالم خاصة المتقدم، بالإضافة إلى الركود في الولايات المتحدة الأمريكية وتأثر غالبية الدول بالأزمة.
- أما الجانب الاجتماعي فكانت معدلات البطالة المسجلة معتبرة و كبيرة في بعض دول العالم حتى وإن كانت بعض الدول لم تتأثر في المدى القصير فإنها تأثرت بدون شك في المدى المتوسط،
- سارعت عديد الدول و خاصة الدول المتقدمة كالولايات المتحدة و الاتحاد الأوروبي إلى إعداد وصفات مالية ممثلة في خطط إنقاذ ضخمة ساهمت في التقليل من آثار هذه الأزمة.



## الفصل الثاني:

أسواق رأس المال في ظل

الأزمات المالية العالمية

### تمهيد

تؤدي أسواق رأس المال دور جد مهم، في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة. كما أن هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

كما أن تقبلها ورواجها يقتضي منها توفير الكم والكيف اللازم من المعلومات حتى تكون محل ثقة وحتى يتمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات رشيدة، خاصة في عصر العولمة حيث تلاشت في ظلها الحدود وأصبح المستثمرين يبحثون على مواطن الربح في أي مكان سواء في أسواق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية أو في الأسواق الأوروبية وفي اليابان أو حتى في الأسواق الناشئة، هذه الأخيرة التي ساهم التحرر المالي في ظهورها وتطورها من جهة كما تسبب في وقوع أعنف الأزمات المالية بها. وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول: مدخل عام للأسواق المالية**

**المبحث الثاني: ماهية أسواق رأس المال**

**المبحث الثالث: عوامل قيام أسواق رأس المال**

**المبحث الرابع: انعكاسات الأزمات المالية على أسواق رأس المال**

### المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية الوجه الجديد للتمويل في اقتصاديات الدول الحديثة، فقد ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي فضلا عن الخصائص التي تميزها عن باقي مؤسسات الوساطة المالية باعتبارها مصدر تمويلي حديث أملت مختلف الظروف الاقتصادية الخاصة بكل دولة، وهذا ما سينتظر إليه في هذا المبحث من خلال النقاط الآتية:

### المطلب الأول: مفهوم ونشأة الأسواق المالية

يذكر التاريخ الاقتصادي أن أشهر وأهم الأسواق المالية في العالم عرفت في أوروبا، حيث مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بمراحل عدة إلى أن أصبحت على ما هي عليه الآن، كما تعددت تعريفاتها حسب وجهة نظر كل مفكر إلا أن كلها تصب في نفس المعنى.

### الفرع الأول: مفهوم السوق المالية

تعرف السوق المالية بأنها: " مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل، والطالبيين لها، وذلك بغية تعبئة وتسييل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية"<sup>1</sup>

كما تعرف على أنها: " ذلك الإطار الذي تجري في ظله كافة المعاملات المالية طويلة الأجل، ويتضمن القنوات التي تتساب إليها الأموال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع الى قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين في نفس المجتمع أو في مجتمع آخر"<sup>2</sup>.

وتعرف أيضا بأنها: " الأماكن الخاصة التي تخصص للنشاطات التجارية الخاصة بالصرف، والنقد، والأسهم والسندات، والأوراق التجارية وشهادات الودائع، ونحوها، بالإضافة الى عقود السلع بين المنتجين والتجار"<sup>3</sup>.

كما تعرف أيضا بأنها: " المكان المنظم لتداول الأسهم والسندات على اختلاف أنواعها الخاصة بالشركات العاملة في القطاع الخاص أو المشترك بين العديد من فئات المستثمرين الذين تتنوع وتختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثماراتهم في تلك الأوراق المالية، كما انه يعتبر المكان المناسب الذي يتم فيه نقل مدخرات الأفراد والوحدات ووضعها تحت تصرف الوحدات المحتاجة لها"<sup>4</sup>.

وتعرف أيضا بأنها: " سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال والقطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري

<sup>1</sup> حليلة عطية، << دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: ( 2008-2013 ) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015، ص 3.

<sup>2</sup> مختار حميدة، <<الخصخصة عن طريق الأسواق المالية>>، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2013، ص 87.

<sup>3</sup> محمد صبري هارون، << أحكام الأسواق المالية >>، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 2، 2009، ص 22.

<sup>4</sup> محمد الصرفي، <<البورصات>>، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 35.

وتلعب أجهزة الوساطة المالية المصرفية واللامصرفية دورا رئيسيا في تكوين هذا السوق، ويتوقف نجاحها على مدى وجود المدخرين فضلا عن توفر مناخ ملائم<sup>1</sup>.

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن استخلاص مفهوم شامل للسوق المالية وهو أنها: "الإطار أو المكان المنظم الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية التي تتشكل أهمها في الأسهم والسندات، حيث تعمل السوق على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة كما يمكن القول بأنها الوسيط الذي يعرض فيه أصحاب الفائض ( المقرضين النهائيين ) مدخراتهم على أصحاب العجز رغبة في الاستثمار إما بشكل مباشر أو خلال وسطاء توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق تجعل الأثمان سائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه، وتقسم السوق المالية الى سوق النقد الذي يتم التعامل فيه على المدى ( قصير الأجل) وسوق رأس المال ( طويل الأجل) ".<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: نشأة وتطور السوق المالية

إن نشأة الأسواق تعود إلى عهود قديمة وكان الرومان أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء منطقة لاجتماع التجار، كما أنشأ اليونانيون متجرا للمقايضات في أثينا في القرن الخامس قبل الميلاد، حيث يرى البعض أن أصل الأسواق ونشأتها قديم العهد منذ أن كثر الناس على الأرض وازدحمت بهم البلدان وتعددت مطالب الإنسان... الخ، فذهب يسعى إلى مقايضة الفائض عن حاجته بسلعة هو في حاجة إليها، ومن هنا نشأ ما يسمى بالسوق؛

أما أسواق رأس المال فقد نشأت في الدول المتقدمة و ظهرت خلال القرون الوسطى على ضفاف الأنهار الصالحة للملاحة وعلى طرق المواصلات البرية الرئيسية، ثم تطورت هذه الأسواق من أسواق موسمية إلى أسواق دائمة الانعقاد وعرفت في القرن السادس عشر بالبورصات<sup>2</sup>.

ولقد أدى انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض إلى إنشاء حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية مما أسهم في ظهور بورصات الأوراق المالية والتي سميت فيما بعد بسوق الأوراق المالية، وكان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في البلدان الكبرى في فرنسا وأمريكا ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بالأسواق المالية، ففي فرنسا ظهرت أول سوق مالية عام 1724 بموجب أمر ملكي وفي بلجيكا كان التجار يجتمعون أمام قصر عائلة بورصيا ( Vander Buerse ) ويتبادلون الصفقات التجارية فيما بينهم، وأصبحت كلمة ( بورصا) تدل على عملية تداول الأوراق المالية بين التجار الى أن أخذت تطلق هذه الكلمة على سوق تداول الأوراق المالية، وتم إنشاء سوق لندن للأوراق المالية

<sup>1</sup> خالد عجولي، مداخلة بعنوان: << فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة >>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 2.

<sup>2</sup> صلاح الدين شريط، << دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع امكانية تطبيقها على الجزائر >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص ص 77-78.

عام 1773 بعد أن كان التجار يجتمعون في مقاهي معينة، وأصبح التداول في الأوراق المالية يجري بشكل رسمي، وتطور السوق كان يتم بصورة طوعية وعفوية من غير تدخل الدولة، وفي أمريكا تم إنشاء أكبر سوق في العالم 1792 وهو سوق نيويورك والذي أنشأ بجانب الجدار الذي كان يجتمع خلفه التجار لتبادل الصفقات فيما بينهم، وهذا المكان هو مقر البناية الحالية ( Wall Street )؛

- ولقد عرفت البلدان العربية التعامل في السوق المالية عن طريق الاستعمار الأوروبي إذ بعد أن دخل الانجليز الى مصر وكبر حجم التعامل بمحصول القطن والمحاصيل الزراعية الأخرى وأصبح التعامل العاجل غير كافي، تطلب الأمر انشاء سوق البضائع للعمليات الآجلة في الاسكندرية سنة 1861 والتي سمية ( سوق العقود ) وتطورت هذه السوق مع مرور الزمن، وفي سنة 1883 تم انشاء السوق المالية في الاسكندرية، وفي القاهرة بوشر العمل في سوق الأوراق المالية سنة 1890، أما في الأردن فقد نشأت سوق عمان المالي في سنة 1948 حيث اتسمت بوجود أدوات مالية محدودة من حيث العدد والغرض من جهة ومن حيث انتشارها من بين المستثمرين من جهة أخرى، لكن مع تطور الاقتصاد الأردني تطور السوق نحو الأحسن وتزايدت أهميته في النشاط الاقتصادي نتيجة توفر مجموعة من القوانين الاقتصادية التي ساعدت على توفير المناخ الاستثماري الملائم لبناء هيكل البنى التحتية للسوق وبما يعمل على تفعيل دوره في الاقتصاد<sup>1</sup>.

ومرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للدول<sup>2</sup>:

**المرحلة الأولى:** وتميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة، ومحال الصرافة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة.

**المرحلة الثانية:** وتميزت ببداية ظهور البنك المركزي الذي يسيطر على البنوك التجارية.

**المرحلة الثالثة:** وفيها ظهرت البنوك المتخصصة في الاقراض متوسط وطويل الأجل ( البنوك الصناعية والعقارية والزراعية...) التي أصدرت سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد حاجتها من الأموال لتمويل المشروعات المختلفة.

**المرحلة الرابعة:** وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، والاهتمام بسعر الفائدة، وزيادة اصدارات سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الايداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية لاندماج السوق النقدي في السوق المالية، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق أي ( البورصات )، بالإضافة الى وجود سوق نقدي متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.

<sup>1</sup> الهام وحيد دحام، << فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي >>، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2013، ص 21-23.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبسي، << بورصات الأوراق المالية ( الأهمية - الأهداف - السبل - مقترحات النجاح ) >>، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص 8-7.

**المرحلة الخامسة:** وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها ، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام البنكي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيها.

### المطلب الثاني: خصائص الأسواق المالية وأهميتها

إن وجود الأسواق المالية أداة هامة لتوفير و تقديم رؤوس الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة لاستثمارها ولها خصائص عديدة

### الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية

سيتم التطرق الى خصائص الأسواق المالية على حسب تقسيماته أي عرض خصائص كل من ( سوق النقد وسوق رأس المال) اضافة الى ابراز خصائص السوق المالي الجيد:

### أولاً: خصائص سوق النقد

يكتسب سوق النقد خصائص من أدواته تميزه عن أي سوق من أسواق الأدوات المالية، ويمكن تحديد هذه الخصائص بالتالي:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة؛
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي إنشاء استثمارات قصيرة الأجل؛
- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعاً في عملية التداول<sup>1</sup>.
- ليس للسوق هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافياً تشكل هيكل السوق، وتلعب البنوك التجارية اللاعب الرئيس في السوق؛
- يوفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جداً وقد تكون خالية في بعض منها لاسيما في أدوات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى؛
- أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية، أي بالإمكان تسيلها بسرعة وبمرونة عالية؛
- أغلب أدواته تتمتع بدرجات ضمان عالية، فغالبا ما تستخدم كضمان للقروض؛
- أدواته توفر عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل المخاطر<sup>2</sup>.

### ثانياً: خصائص سوق رأس المال

- لسوق رأس المال بعض الخصائص التي تميزه عن باقي الأسواق الأخرى نوجزها كما يلي :
- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية وتمويل المشروعات الانتاجية طويلة الأجل ؛
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضاً؛
- العوائد مرتفعة نسبياً في سوق رأس المال مقارنة بالاستثمار في الأسواق الأخرى؛

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، << مرجع سابق >>، ص 42.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، << الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات >>، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 61.

- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، وذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال<sup>1</sup>، و بالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب؛
- التداول في سوق رأس المال يوفر المناخ الملائم و المنافسة التامة كما يوفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛
- التداول في سوق رأس المال خصوصا في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
- نظرا للمرونة التي يتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأوراق المالية بأنها تتم بها صفقات كبيرة و متعددة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
- الاستثمار في أسواق رأس المال يتطلب معرفة المعلومات السوقية و اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، و بالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع و الأفراد؛
- يتسم سوق رأس المال بكونه أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط و قيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق رأس المال<sup>2</sup>.
- ويختلف السوق النقدي عن سوق رأس المال بما يلي:
  - يعتبر السوق النقدي سوق التمويل قصير الاجل، بينما سوق رأس المال هو سوق التمويل طويل الاجل؛
  - يكون لعنصري السيولة والأمان الأولية من قبل المستثمر في سوق النقد، بينما يكون لعنصر الربحية الأولية للمستثمر في سوق رأس المال؛
  - إن سوق رأس المال أقل اتساعا وأكثر تنظيما من السوق النقدي لذلك يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة<sup>3</sup>.
  - أما ما يتعلق بالمؤسسات المالية العاملة في كل منهما، فيأتي البنك المركزي والبنوك التجارية في مقدمة المؤسسات المالية في أسواق النقد، بالإضافة إلى الوكلاء المتخصصين في التعامل في بعض الأوراق المالية ذات الأجل القصير، أما في سوق رأس المال فأهم المؤسسات تتمثل في مصارف الاستثمار

<sup>1</sup> وليد صافي، أنس البكري، << الأسواق المالية والدولية >>، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص ص 31-32.

<sup>2</sup> عبد الرحمان بن عزوز، << دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة)، فرع: ادارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص ص 25-26.

<sup>3</sup> أديب قاسم شندي، << الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية >>، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة واسط، بغداد، العراق، 2013، ص 160.

والشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين، إضافة إلى المؤسسات الاستثمارية مثل صناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد<sup>1</sup>.

### ثالثاً: خصائص السوق المالي الجيد

يتميز السوق المالي الفعال بما يلي<sup>2</sup>:

- شفافية وعلانية البيانات والمعلومات عن كافة الشركات والوحدات المصدرة للأوراق المالية من حيث حجم تداولها والبيانات والمعلومات الأولية والمنشورة عنها ودقة وحقيقة هذه المعلومات.
- ايجاد مؤسسات مالية لتنمية المدخرات من خلال تحسين مستوى الخدمات، وإدارة أسعار الفائدة بكفاءة، وإنشاء شركات وساطة مالية قادرة على أ تؤدي دورها بحيادية وأن تلتزم لأخلاقيات المهنة.
- تنوع الأوراق المالية من حيث النوع والكم داخل السوق المالي وتنشيط عمليات التداول.
- سهولة تنفيذ الصفقات ( نقل الملكية بيعاً وشراءً من مستثمر الى آخر )، والمرونة في الإجراءات التي تتعلق بإنجاز تنفيذ الصفقات.
- الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول وفسح المجال لقوى العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية وعدم السماح بانتشار الأسعار الغير عادلة وتداولها.
- التكامل بين البورصات الأخرى واستخدام تقنيات متطورة للتواصل معها، فيما يتعلق بتوفير البيانات والمعلومات وإنجاز الصفقات وتسهيل مهمة الوساطة المالية.

### الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية

للسوق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد تتمثل في النقاط التالية:

- يلعب دوراً رئيسياً في تخطيط السياسة النقدية ويؤثر في دور البنك المركزي في تغيير سعر الفائدة؛
- يساعد في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل، كما يساعد في توفير مصادر طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال؛
- يساعد على تنمية الادخار وزيادة وتوجيه المدخرات المالية لما له من تأثير على زيادة تشجيع الاستثمار و توجيهه نحو القطاعات الأكثر نجاحاً<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، << أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة >>، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض السعودية، 2005، ص 66.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، << الأسواق المالية والنقدية >>، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص ص 40-41.

<sup>3</sup> وليد صافي، أنس البكري، << مرجع سابق >>، ص 23.



- جذب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في شركات محلية، حيث أن وجود سوق مالي متطور داخل الاقتصاد يساهم في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار بها وفق قوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المتعامل بها داخل هذه الدولة<sup>1</sup>.
- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة لا بد من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي و التي يترتب عنها أعباء كثيرة للدولة اتجاه ديونها، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية بالقيام بطرح مشاريعها النقدية في الأسواق المالية المنظمة ويكون ذلك باشتراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم في الأسواق المالية للاكتتاب فيها؛
- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة؛
- وضع التشريعات والتعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة والمتداولة من التأثيرات الخارجية ومن ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم والسندات وتسعيرها وطرحها من قبل مؤسسات السوق المالي المختصة<sup>2</sup>.
- سهولة تداول الأوراق المالية في البورصة وبالتالي يمكن بسهولة تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى نقود سائلة بأقل تكاليف<sup>3</sup>.
- تعد الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية رئيسية، ذلك لإيصال الناتج الراهن إلى الاستهلاك المستقبلي مع توفير السيولة لتعزيز التبادل ولربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض بالأطراف المدينة ذات العجز؛
- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالطويلة الأجل، من خلال وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم

<sup>1</sup> الياس الأزهر بن دحان، << دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي (دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي)>>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013، ص 23.

<sup>2</sup> رمسية أحمد أبو موسى، << الأسواق المالية والنقدية >>، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص 12-13.

<sup>3</sup> عبد الحفيظ خزان، << تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي (دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002-2013)>>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014، ص 14.

والسندات لفترات طويلة الأجل اللتان ضمن الأسواق الرأسمالية، كما يلاحظ أيضا وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانبا هاما من الأسواق المالية<sup>1</sup>.

- ترشيد وتطوير أساليب واجراءات التعامل في الأوراق المالية في السوق مما يضمن سلامة المعاملات ودقتها وتوفير حماية للمتعاملين<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: وظائف وتنظيم الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات المالية ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، كما أنها يجب أن تتوفر على عوامل وشروط لتحقيق أهدافه من خلال المؤسسات والمتعاملون فيه:

### الفرع الأول: وظائف الأسواق المالية

من خلال هذه الوظائف يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها ومن هذه الوظائف:

- **التمويل المباشر:** يحصل هذا النوع من التمويل عند قيام المقترضين باقتراض الأموال مباشرة من المقرضين في الأسواق المالية وذلك عن طريق بيع الأوراق المالية للمقرضين، حيث يتم الاتصال مباشرة بين فئتي العجز والفائض دون اللجوء إلى أي وسيط مالي<sup>3</sup>، إن هذا الأسلوب يجعل لجوء المؤسسات الاقتصادية إلى السوق المالية، وبالضبط إلى البورصة والقيام بإصدار الأوراق المالية هو أسلوب قد يكون مفضلا على الوساطة المصرفية، حيث أن اللجوء إلى أسواق رأس المال هو ما شجعت به بشكل خاص الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 1981، ثم تبعتها في ذلك الدول المتقدمة<sup>4</sup>.
  - **التمويل غير المباشر:** إن الصعوبات التي يواجهها المدخر والمقترض في التمويل المباشر هي التي أدت إلى نشوء قناة التمويل غير المباشر والتي يتم من خلالها انتقال الأموال بطريقة غير مباشرة<sup>5</sup>، حيث تحول الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز عن طريق مؤسسات مالية لأسواق المال مقابل هذا التحويل تحصل وحدات الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء على أنفسهم وتسمى أصولا غير مباشرة تمثل شهادات الادخار وشهادات الاستثمار، ثم يقدم الوسطاء بتحويل هذه الموارد إلى وحدات العجز التي تقوم بإصدار أصول مباشرة إلى المؤسسات المالية؛
- من خلال الدور الأساسي لمؤسسات الأسواق المالية تتلخص وظائفه الأساسية في شقين:

<sup>1</sup> هوشيار معروف، << الاستثمارات والأسواق المالية >>، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص ص85.

<sup>2</sup> أحمد سفر، << المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية >>، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006، ص ص82.

<sup>3</sup> حليلة عطية، << مرجع سابق >>، ص ص6.

<sup>4</sup> مسعود مجيطنه، << دروس في المالية الدولية >>، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، 2013، ص ص165.

<sup>5</sup> عيد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، << النقود والمصارف والأسواق المالية >>، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص ص92.

- الأول: تعبئة المدخرات ( الوظيفة الادخارية )؛
- الثاني: توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة ( الوظيفة التمويلية) وبطبيعة الحال يتوقف أداء هذه الوظيفة بشقيها على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور سوق المال، من جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وإنشاء أدوات جديدة أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها<sup>1</sup>.
- بالإضافة إلى وجود وظائف أخرى للأسواق المالية وهي:
  - اكتشاف السعر، فالسوق المالية توفر الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمشتريين لتحديد سعر الأصل المالي، أو بتعبير آخر معدل العائد المطلوب؛
  - تساهم الأسواق المالية بتخفيض تكلفة المعلومات وتكلفة البحث عن الصفقة؛
  - توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات؛
  - حركة الأسواق ونشاطها هو انعكاس أو مؤشر لحركة الاقتصاد الوطني؛
  - تخفيض الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل، والتخصيص العادل والكفؤ للموارد<sup>2</sup>.
  - وجود السوق يساعد رسمي السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهدافها في الرفاهية والتنمية الاقتصادية<sup>3</sup>.
  - تطور القواعد والتقاليد المالية عبر السنوات في السوق المالية التي ينتج عنها درجة عالية من الأمانة في التعاملات المالية؛
  - توفر الأسواق المالية جوا تنافسيا صحيحا لكل من المقترضين والمقرضين، مما يمكن المقرضين الحصول على أعلى عائد ممكن بالنظر الى درجة المخاطر التي تواجهها مدخراتهم، كما يتيح للمقرضين الحصول على القروض بأقل التكاليف الممكنة من حيث العائد الذي يتعين عليهم دفعه<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> حليلة عطية، << مرجع سابق >>، ص ص 6-7.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، << مرجع سابق >>، ص ص 25-26.

<sup>3</sup> عقبة خضير، << أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية 2008-2013 >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 29.

<sup>4</sup> محمود حامد محمود عبد الرزاق، << اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2013، ص 343.

### الفرع الثاني: تنظيم الأسواق المالية

إن عملية التنظيم في السوق المالي تتلخص في شروط انشاءه و أركانه الرئيسية إلى جانب المؤسسات المالية العاملة فيه :

#### أولاً: شروط انشاء الأسواق المالية

لكي يتم انشاء سوق مالي فعال يجب توفر الشروط التالية:

- اعتماد آليات السوق الحرة كأساس لعمل النظام الاقتصادي، سواء في توزيع الموارد أو في الأنظمة التشريعية وتكون السياسة النقدية والمالية للدولة في هذا الاتجاه أيضاً؛
- متانة النظام المحاسبي من خلال تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي والمالي بشكل جيد الذي تلتزم به كافة الشركات، ووجود شركات ومكاتب محاسبو وتدقيق كفؤة وملتزمة بأخلاقيات المهنة؛
- وجود هيئة مشرفة على تطبيق التعليمات الخاصة بالتداول والتعامل بالسوق المالي والرقابة عليه ولها القدرة التنظيمية والصلاحيية في انجاز أعمالها بسهولة وبسرعة؛
- توفر بيوت الخبرة والشركات المالية والوسطاء الماليون القادرون على عمليات التحليل المالي والاقتصادي وتزويد المتعاملين بالنشرات والأخبار أولاً بأول؛
- ايجاد تشريعات وتعليمات لتوجيه الشركات تحدد العلاقة بين المالكين والاداريين بهدف حماية المستثمرين في السوق المالي<sup>1</sup>.
- السرعة والدقة: حيث يجب اتمام الصفقات بسرعة، وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة والشروط المحددة بأوامرهم؛
- المرونة: يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، وانشاء قسم للاستعلامات يزود بأخصائيين للرد على استفسارات جمهور المستثمرين، كذلك تدعيم السوق بالوسائل الآلية للإحصاء لتسهيل اصدار بيانات يومية عن كمية التداول لكل نوع من الأوراق المالية حتى يكون تقرير المتعامل سليماً<sup>2</sup>.
- توافر التقنيات المناسبة ( شبكة اتصالات متقدمة، شبكة الكترونية متطورة ) لربط أسواق رأس المال ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، << مرجع سابق >>، ص ص 39-40.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسى، << مرجع سابق >>، ص 22.

<sup>3</sup> رمسية أحمد أبو موسى، << مرجع سابق >>، ص 15.

ثانياً: عناصر الأسواق المالية ( الأركان الرئيسية )

تضم الأسواق المالية العديد من المتعاملين متمثلين في العارضين والطالبين للأموال وكذا الوسطاء، وذلك على النحو التالي:

### 1- الطالبون للمال أو المقترضون Borrowers :

الطالبون للمال هم الذين يقومون بالاقتراض من سوق المال، وهم يتكونون من وحدات العجز المالي الذين يريدون أن ينفقوا أكثر من دخلهم النقدي الجاري، مثل الأفراد والشركات الخاصة والمؤسسات العامة والحكومة والسلطات المحلية الأخرى مثل البلديات؛ ويتم الطلب اي الاقتراض بثلاث طرق:

- الاقتراض المباشر؛

- اصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد ( الديون )؛

- اصدار الأسهم ( بالمشاركة )؛

### 2- العارضون للمال أو المقرضون Lenders:

العارضون أو المقرضون في السوق المالية هم المستثمرون الذين يزيد دخلهم النقدي عن انفاقهم الاستهلاكي من الأفراد والمؤسسات، ويتم العرض أو الاقراض بثلاث طرق:

- الاقراض المباشر، والذي يتمثل في ايداع الأموال في حساب بنكي للادخار أو دفع أقساط التأمين لشركات التأمين؛

- شراء السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد؛

- شراء الأسهم<sup>1</sup>.

### 3- الوسطاء:

إن أهم وظيفة تقوم بها الأسواق المالية هي تحويل التدفقات النقدية من المدخرين أو المقرضين إلى تدفقات نقدية إلى المستثمرين أو المقترضين من خلال مؤسسات عديدة نشأت لهذا الغرض أهمها ما يسمى بالوسطاء الماليين أو أجهزة الوساطة المالية؛

يمكن تعريف الوسيط المالي على أنه مؤسسة تتوسط بين المقرضين والمقترضين حيث يتولى الوسيط ارشاد ومساعدة المكتتبين على تحديد اختياراتهم من بين مختلف الأدوات التي تناسب رغباتهم وطموحاتهم، أخذا بعين الاعتبار إمكانياتهم المالية، كما أن الوسطاء هم أعوان متخصصون ينفردون بتداول الأوراق المالية لحساب الغير، وتخضع مهنتهم إلى تنظيم ومراقبة دقيقة لحماية العملاء وضمان سلامة معاملاتهم، ولا يمكن لأي كان أن يكون وسيطاً إذ يتوجب لممارسة مهمة الوساطة التمتع بقدر كبير من المعرفة والدراية والخبرة

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، << الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير >>، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010، ص ص 69- 70.

المهنية والتأمين ضد المخاطر، ومن أهم الوسطاء الماليين والأكثر شيوعاً نجد ( البنوك التجارية، بنوك الادخار، شركات الاستثمار، شركات التأمين، شركات التأجير...إلى غير ذلك<sup>1</sup>. وعلى العموم يساعد الوسطاء على تنشيط السوق المالي من جهة، وإفادة المستثمرين بالمعلومات والإرشادات من جهة أخرى، وأنه من مهامه أيضاً مساعدة المستثمرين على تكوين محافظهم المالية التي تحقق لهم أكبر عدد ممكن من الأهداف المسطرة<sup>2</sup>.

### ثالثاً: المؤسسات المالية في السوق المالي

حيث يمكن تقسيم هذه المؤسسات إلى مؤسسات مالية وسيطة و مؤسسات الخبرة المالية على النحو التالي:

#### 1/ المؤسسات المالية الوسيطة:

##### 1-1 البنوك المركزية

تتصدر البنوك المركزية قمة الأجهزة المصرفية لما لها من القدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية، والأصول النقدية إلى حقيقية فهي التي تقوم بإصدار النقد. ويتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي من خلال<sup>3</sup>:

- توجيه السياسة النقدية.
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية.
- ممارسة سياسة السوق المفتوحة، بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزينة مثلاً.
- إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

وهكذا يرتبط البنك المركزي بسوق الخصم من خلال ما يطرحه من أذونات الخزينة في السوق النقدي نيابة عن الحكومة.

##### 1-2 البنوك التجارية

تعد البنوك التجارية من الوحدات الاقتصادية وتشكل ركيزة أساسية لأي نظام مالي، إذ تعد إحدى أهم مؤسسات انتقال الأموال بين وحدات الفائض ووحدات العجز في اقتصاد البلد، كما أن البنوك تعد من أدوات الاستثمار لبعض المستثمرين من خلال حصولهم على الفوائد نتيجة لإيداع أموالهم في هذه البنوك بودائع ثابتة

<sup>1</sup> علي بوعبد الله، << أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014، ص 11.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، << تنظيم وإدارة البورصة >>، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002، ص 11.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، << الأسواق المالية >>، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، القاهرة، الطبعة 4، 2015، ص 49.

أو ودائع التوفير، وتلعب البنوك التجارية دور مهم في تطوير وتوجيه الاستثمارات، ويستخدم البنك المركزي سياسته النقدية لتوجيه أنشطة البنوك التجارية بما يخدم النمو والتطور<sup>1</sup>.

### 1-3- شركات التأمين

وهي شركات مساهمة عامة تمتلك اموالاً ضخمة تسعى إلى توزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين، ويتم التعامل بموجب عقد ينظم العلاقة بينهما وبالتالي فإن الشركة مجبرة على تحمل نتائج الأخطار المؤمن ضدها مقابل الأقساط التي تجمعها وتوظفها في سوقي النقد و رأس المال؛

### 1-4- صناديق التقاعد

هي صناديق لها استقلالها الإداري والمالي بصفتها مؤسسات استثمارية حكومية تهتم باستثمارات القطاع العام لإقامة مشاريع تخدم أهداف الخطط التنموية، وتقوم هذه المؤسسات بجمع مبالغ عن مساهمات المستخدمين وأرباب العمل على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات عند الشيخوخة؛

### 1-5- مؤسسات الاستثمار

وهي مؤسسات مالية وسيطة تعتمد بيع الأصول المالية المختلفة إلى الأفراد والاستثمار في الأسهم والسندات ومن أمثلتها:

- **صناديق الاستثمار المشتركة:** تقوم هذه المؤسسات بتعبئة مواردها من خلال بيعها وشراؤها الأوراق المالية وهي تساعد على تخفيض المخاطر من خلال سياسة تنويع محفظة الأصول المالية، وتتلخص فكرة صناديق الاستثمار عن وجود شركة استثمارية معينة يلجأ إليها الأفراد المستثمرون كونها تقوم بتجميع أموالهم لأغراض استثمارها في سوق الأوراق المالية، وعادة ما يلجأ إليها الأفراد وصغار المدخرين لذلك، لما تتميز به من التنويع والإدارة الكفوة والسيولة؛

- **شركات الاستثمار:** تقوم هذه الشركات بتجميع الموارد من خلال إصدار الأوراق التجارية وبيعها ( الأسهم والسندات ) وتقديم القروض للمستهلك فضلاً عن تقديمها القروض لمنشأة الأعمال الصغيرة<sup>2</sup>، حيث تعمل أساساً في السوق الأولية للأوراق المالية فهي تساعد الشركات والمؤسسات على ترويج إصداراتها من الأوراق المالية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، << مرجع سابق >>، ص 31.

<sup>2</sup> عباس كاظم الدعيمي، << السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية >>، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص 133-134.

<sup>3</sup> احسان بوبريمة، << دور الاستثمار المحفزي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية (دراسة حالة الاستثمارات المحفزية في الأردن 1996-2005)>>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945 قالمه، 2006-2007، ص 44.

- **صناديق سوق النقد:** وهي شكل من أشكال الصناديق المشتركة ولكنها أقرب إلى مؤسسات الإيداع نسبياً، فهي تباع الأسهم كالصناديق المشتركة لتستخدم الموارد المجتمعة في شراء أوراق سوق النقد ( قصيرة الأجل ) ذات السيولة المرتفعة والمخاطر المنخفضة والفائدة المتحققة هي الأساس في رفع عائد حاملي أسهمها ويمكن استخدام الصكوك للتسديد مقابل قيمة السهم؛

- **شركات الرهن وتجميع الاستثمار العقاري:** وهي مؤسسات تدخل في عداد مؤسسات الاستثمار، إذ تتعامل الأولى ( شركات الرهن ) على تقديم تسهيلات ائتمانية لإنشاء مجمعات الأعمال والسكن، بينما تتعامل الثانية بالاستثمار في العقارات التجارية والاسكان<sup>1</sup>.

## 2/ مؤسسات الخبرة المالية:

### 2-1- شركات السمسرة في الأوراق المالية

- **السمسار:** هو شخص مفوض من شركة سمسرة يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة بالوكالة نيابة عن عملائه مقابل عمولة، وله دراية كافية بالشؤون المالية، كما يجب أن يكون مؤهلاً قانونياً؛ حيث تنقسم شركات السمسرة إلى نوعين من الشركات:

- **شركات الوساطة:** وتقوم هذه الشركات بتنفيذ الأوامر الصادرة لها من العميل فقط، حيث لا تقدم له أي تسهيلات ائتمانية من أي نوع فما عليها إلا أن تشتري للعميل في حدود الحساب المفتوح للعميل؛

- **شركات السمسرة:** وهي شركات سمسرة تقوم بالدور السابق كوسيط، ولكن يرخص لها من قبل الهيئة المسؤولة عن البورصة بفتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية، ومسموح لها أيضاً بالتعامل بنظام الشراء الهامشي، حيث تقوم بإقراض العميل وتمكينه من الشراء بحدود تزيد عن إمكانياته المالية، ويقوم العميل بسداد القرض والفائدة عليه بالإضافة إلى عمولة الشركة عن أي عملية تداول بيعاً وشراءً طبقاً لأوامر العميل؛ وضمناً لحياد السمسار وعدم تعرضه لمصاعب مالية تؤثر على حقوق المتعاملين معه منع عليه القيام بالأعمال التالية<sup>2</sup>:

- لا يجوز للسمسار عقد العمليات لحسابه الخاص أو زوجته أو أقرائه.

- لا يجوز أن يقرض بضمان أوراق مالية مودعة لديه.

ويقوم السمسار باتخاذ معاونين يسمون بمساعدي السمسار يقومون بمعاونته في تنفيذ الأوامر بالمقصورة مستخدم لديه المندوب الرئيس ولا يجوز له أن يشتغل إلا باسم السمسار الذي يعمل مساعداً له، ويعمل لحسابه وتحت مسؤوليته، ولا يجوز للمندوب الرئيس أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، << الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات) >>، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص ص 49-50.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، << مرجع سابق >>، ص ص 90-91.



- السمات التي يجب أن تتوافر في السماسر:

أهم هذه السمات هي<sup>1</sup>:

- الأمانة المهنية والصدق والعدالة الموضوعية .
- تحقيق أعلى عائد بأقل تكلفة ومخاطرة .
- تجنب استغلال العملاء ( المستثمرين و المضاربين ) .
- تحصيل العمولات القانونية فقط ، وهي عبارة عن نسبة في الألف من قيمة الأسهم أو السندات المتداولة .
- ضرورة قيد السماسر في البورصة تحت سجل محدد .
- القدرة على توفير الاستشارات والإفصاح بالمعلومات اللازمة لترشيد العملاء .
- تنفيذ أوامر العملاء بدقة مع توفير الخبرة المالية .
- عدم التصرف غير القانوني في البورصة برفع الأسعار أو خفضها بما يلحق الأضرار بالمتعاملين أو إتمام صفقات وهمية .

### 2-2-2-2- تجار الأوراق المالية

هم الأشخاص الذين يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص، حيث أن الدخل الذي يحققونه يتمثل في الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع، هذه المهمة تفرض على تجار الأوراق المالية أن يتوقعوا بشيء من الدقة الأسعار المستقبلية للأوراق المالية مما يعني وجود قدر من المخاطرة في هذا العمل<sup>2</sup>.

### 2-3-3- شركات الاستشارة المالية

وهي شركات مقيدة في البورصة، والمستشار المالي هو شركة أو شخص يلجأ إليه المستثمر لمساعدته في اتخاذ القرار الاستشاري المناسب، فهو شخص محترف يجيد فن اختيار وإدارة الأوراق المالية، ويكون على دراية بالمعلومات عن المراكز المالية والتجارية للشركات المصدرة للأوراق المالية، كما يقوم بوضع الاستراتيجية الاستثمارية المناسبة للعميل، حيث يتقاضى المستشار المالي عمولات عن استشارته وتحدد هذه العمولات في نشرات التأسيس عند مزاولته للعمل<sup>3</sup>.

### 2-4-2-4- صناع السوق

يمكن للوسيط في السوق المالي أن يقوم بدور صانع الأسواق وذلك لممارسة مهمته في بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق، ويمارس صانع الأسواق نشاطه في السوق الثانوية بشقيها النظامي والموازي ( الغير منظم ) وذلك إما لصالح عملائه أو لصالحه، حيث يقوم بتأدية مهام ذات

<sup>1</sup> طارق محمد خليل الأعرج، << مقرر الأسواق المالية ( الفصل الدراسي الاول ) >>، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، الدنمارك، بدون سنة نشر، ص 74.

<sup>2</sup> محمود حامد محمود عبد الرزاق، << مرجع سابق >>، ص 345.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، << مرجع سابق >>، ص 91.

درجة كبيرة من الأهمية كتوفير السيولة اللازمة عن طريق دوره في تفعيل آلية السوق بالتحكم في العرض والطلب الى جانب المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل، بممارسة مهامه الأساسية كمشتري في حالة انخفاض الأسعار وبائع في حالة ارتفاعها<sup>1</sup>.

## 2-5- مدير صندوق الاستثمار

وهو شخص مسؤول عن أحد صناديق الاستثمار وتتلخص مهمته في رسم استراتيجيات استثمار الصندوق وتنفيذ الخطط مما يحقق الربح لحاملي وثائق الاستثمار ويمكن الحصول على معلومات عنه في نشرة الاكتتاب؛

## 2-6- المحكمون أو المراقبون

إذا كانت طبيعة التعامل بين العارضين والطالبين والتوفيق بين الرغبات المتعارضة وتنفيذ الأوامر يحتاج إلى سمسار، فإن وظيفة السوق المالية لا تنحصر فقط في إتمام العمليات ولكن تشمل أيضا على ضمان انتظامية وشرعية تلك العمليات والرقابة على الوقت، ومنع أي انحراف والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، والفصل في جميع النزاعات التي تقع بين أعضاء البورصة شرط أن يتفق الطرفان على التحكيم وهذا ما يقوم به المحكمون المقيدون في السوق المالية<sup>2</sup>.

## المطلب الرابع: تقسيمات الأسواق المالية

تأخذ الأسواق المالية العديد من التقسيمات، مع إمكانية النظر إلى السوق المالية من أكثر زاوية وبالتالي تصنف طبقا لأكثر من أساس، وتوضح حدود التداخل بين الأنواع المختلفة كما يلي:

### الفرع الأول: التقسيمات المختلفة للأسواق المالية

وجب التمييز بين هذه التقسيمات التالية كما يلي فحسب:

#### 1. حسب طريقة التداول :

- أسواق حاضرة: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين.
- أسواق آجلة: هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل<sup>3</sup>.

#### 2. طبيعة الأدوات المستخدمة في السوق :

- سوق أدوات الدين: تحصل الوحدات الاقتصادية بموجبها على القروض عن طريق إصدار السندات، وتكون أدوات هذه السوق محدودة بمدة زمنية معينة؛

<sup>1</sup> رسمية أحمد أبو موسى، << مرجع سابق >>، ص ص 43 - 44.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، << مرجع سابق >>، ص ص 91 - 92.

<sup>3</sup> ياسر بو حسون، شادي أحمد زهرة، << الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني "سورية"، دراسة تحليلية استشرافية">>، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (27)، العدد الأول، سوريا، 2005، ص 109.

- سوق حقوق الملكية: تحصل بموجبها الوحدات الاقتصادية على الأموال عن طريق إصدار الأسهم، وتعد الأسهم أوراق مالية طويلة الأجل لأنها غير محددة بمدة زمنية معينة؛

### 3. مدى حداثة إصدار الأوراق المالية :

- السوق الأولي: وهي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية الجديدة المصدرة لأول مرة؛

- السوق الثانوي: ويتم فيها تداول الأوراق المالية ( الأسهم والسندات ) التي سبق إصدارها؛

### 4. حسب المعاملات المالية ( وقت استحقاق الأوراق المالية ):

- السوق النقدي: وهي الأسواق التي تتعامل بإصدار رؤوس الأموال قصيرة الأجل من خلال أنواع القروض؛

- سوق رأس المال: وتتضمن الأدوات المالية التي تصدر لمدة أطول من سنة وتكون غير محددة بتاريخ استحقاق<sup>1</sup>.

\* والواقع أن التقسيم الأكثر شيوعاً القائم على أساس المعاملات المالية، ولهذا فإنها تقسم إلى سوق النقد وسوق رأس المال<sup>2</sup>:

### الفرع الثاني: سوق النقد

يعتبر سوق النقد جزء مهم في السوق المالي لاحتوائه المؤسسات المالية أهمها البنك المركزي والبنوك التجارية:

### أولاً: مفهوم وأهمية السوق النقدي

لسوق النقد أهمية كبيرة في الاقتصاد وعامل أساسي في تحقيق السياسة النقدية للدول:

### 1- مفهومه

يمثل السوق النقدي الشق الأول من السوق المالي وهي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، حيث يحقق مستخدمي الأموال أصحاب الاحتياجات القصيرة الأجل احتياجاتهم من سوق النقد، الطبيعة التي تتميز بها الأوراق المالية المتداولة فيه من حيث قصر أجلها تجعل التغيرات في أسعار هذه الأوراق محدودة ويرجع ذلك إلى تعرضها لمخاطر سعر الفائدة بدرجة قليلة، كما أن معظمها تصدر من خلال الشركات والحكومات للحصول على التمويل قصير الأجل مثل ( أدونات الخزينة واتفاقيات إعادة الشراء، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، القبولات المصرفية )<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> الهام وحيد دحام، << مرجع سابق >>، ص ص 23- 24.

<sup>2</sup> عباس كاظم الدعيمي، << مرجع سابق >>، ص 142.

<sup>3</sup> نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، << الأسواق والمؤسسات المالية >>، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص ص 10- 11.

### 2- أهميته

تتمثل أهمية السوق النقدية بالنسبة للاقتصاد كما يلي<sup>1</sup>:

- توفر السوق فرصة للمؤسسات الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطر منخفضة جدا وذات قابلية تسويقية عالية.
- تأمين السيولة للجهاز المصرفي، تتمكن البنوك من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة.
- تلعب سوق النقد دورا مهما في رسم السياسة النقدية للدولة اذ يقوم البنك المركزي بأحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل المباشر والغير مباشر في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.
- توفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.
- توفير احتياجات الأشخاص من القروض الاستهلاكية.
- تغطية احتياجات قطاع التجارة من الخدمات البنكية اللازمة والاعتمادات المسندية المفتوحة لدى البنوك التجارية.

### ثانيا: تقسيمات سوق النقد

يمكن التمييز في سوق النقد ما يلي:

- **السوق الأولي:** وهو السوق الذي يتم فيه الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومنانة المقترض وسمعته المالية؛
- **السوق الثانوي:** وهو السوق الذي يتم فيه تداول الاصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب؛

أي أن السوق الأولي محل إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثانوي محل إصدارات مستعملة يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريين آخرين، حيث أن السوق الثانوي يفوق في الأهمية السوق الأولي لدرجة أن البعض في ذكرهم لسوق النقد يكون المقصود بذلك السوق الثانوي للنقد<sup>2</sup>، وفيما يلي يتضح إمكانية تقسيم و تصنيف السوق النقدي إلى ثلاثة أنواع رئيسية ذات علاقة بتنظيم ممارسة عمليات السوق، وهي كما يلي<sup>3</sup>:

### 1- الأسواق المفتوحة

ويقصد بها التعامل بإسناد القروض والعملات الأجنبية والقبولات المصرفية، وغالبا ما يلجأ البنك المركزي لسياسة السوق المفتوحة لشراء وبيع الأوراق الحكومية أو شراء وبيع النقد الأجنبي، فإذا رغب في تقليص حجم

<sup>1</sup> بن امر بن حاسين، << فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية - >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص ص 14 - 15.

<sup>2</sup> محمود بونس، عبد النعيم مبارك، << النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002 - 2003، ص ص 133 - 134.

<sup>3</sup> زياد رمضان، مروان شموط، << مرجع سابق >>، ص ص 51 - 52.

الانتماء فإنه يقوم ببيع الأوراق المالية التي يمتلكها ليخفض كمية النقد المتاحة في السوق، وعلى العكس من ذلك فإنه إذا رغب في زيادة توسع البنوك في الانتماء فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية ويدفع قيمتها نقدا ليزيد من كمية النقود المتداولة في السوق.

### 2- أسواق الخصم

وتعتمد أساسا الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات وشهادات الإيداع، حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظير إعادة الخصم للكمبيالات والأوراق المالية المختلفة، ويضم بيوت الخصم وبيوت القبول، البنوك التجارية والبنك المركزي.

### 3- سوق النقد تحت الطلب ( قروض قصيرة الأجل )

وهي تشمل الودائع البنكية والحسابات الجارية المدينة والدائنة على حد سواء، وحقيقة هذا السوق أنه يجمع جميع البنوك التجارية والمتخصصة مما يتيح لمن لديه أرصدة نقدية فائضة فرصة إقراضها لمن يحتاجها بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الأجل، كما نضيف هنا أسواق العملات الأجنبية وتحديدًا اليورو والدولار، فهذا السوق يكون أرصدة كبيرة من العملات: الدولار واليورو، وتستخدم في تمويل التجارة الدولية.

### ثالثا: المنتجات المالية ( الأدوات ) المتداولة في سوق النقد

#### 1- شهادات الإيداع القابلة للتداول

وهي وثائق تصدرها المصارف التجارية تعطى بموجبها الحق في التبادل، وذلك في فترة تتراوح ما بين شهر واحد و 4 أشهر و أحيانا أقل من 12 شهر، وتؤكد هذه الوثائق إيداع مبلغ نقدي معين، وفيما يخص معدل العوائد فإنها تحمل سعرا للفائدة يمكن أن يكون محددًا أو ثابتًا و تصدر الشهادات المعينة لصالح حاملها أو باسم المشتري الأول، و يكمن الاختلاف بين هذه الأداة و غيرها هو أنها تحمل فائدة على المبالغ الأصلية، حيث تقابل هذه الوثائق أموال مودعة لدى البنوك و تكون قابلة للتداول لفترة زمنية معينة؛ و يمكن تميز نوعين من شهادات الإيداع:

#### 1-1- نوع عام

يجرى بموجبه طرح وثائق على الجمهور للاكتتاب العام، فيتم تسجيل هذه الوثائق بأسماء مكنتبيها، و لكن عند التداول تقوم الجهات البنكية المصدرة بتظهيرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها، علما بأن شهادات الإيداع هذه تباع بأدنى قيمة؛

### 1-2- نوع خاص

بموجبه يجرى التعاقد مع مستثمرين محددين بالذات و يمكن لشهادات الإيداع المعتمدة وفق هذا النوع تداولها في الأسواق المالية المحلية، غير أن من الضروري أن يسترد قيمتها المشتري الصادرة باسمه في نهاية فترة التسديد من البنك الذي قام بإصداره لأول مرة<sup>1</sup>.

### 2- الأوراق التجارية

من الوسائل التقليدية التي استخدمت للدفع، ظهرت بعد النقود مباشرة، حيث تمثل كمبيالات لحاملها تصدرها الشركات المعروفة بمثابة مركزها المالي في السوق وتتراوح فترة استحقاقها بين ثلاثة أيام و 270 يوم، والهدف من إصدارها هو الحصول على تمويل قصير الأجل لتمويل النشاط الجاري للشركة<sup>2</sup>، كما تعتبر وسيلة أخرى عن طريقها يستطيع تاجر التجزئة الحصول على رأس المال المتداول، لأن الكمبيالة تمكنه من تأجيل دفع السلع لحين استطاعته بيعها، فإن العملية يكون قد تم تمويلها مباشرة عن طريق البنك<sup>3</sup>.

### 3- أدونات الخزينة

وهي صكوك قصيرة الأجل تصرف لحاملها عند حلول أجل استحقاقها، وذلك بغرض تغطية الإنفاق الحكومي الذي تعجز عن تمويله الموارد السيادية والإيرادات العامة للدولة، حيث تعتبر من بين الاستثمارات الضئيلة المخاطر إن لم تكن قديمة المخاطر حيث تكون مضمونة من الدولة بجانب إمكان إعادة خصمها لدى البنك المركزي عند الضرورة، وذلك دون قيد ولا شرط ويعد ذلك مبررا منطقيا لانخفاض معدل العائد منها بصورة ملحوظة<sup>4</sup>.

### 4- القبولات المصرفية

من خصائص ومزايا الاستثمار في القبولات المصرفية مايلي<sup>5</sup>:

- تعد أقدم الأدوات المعتمدة لتسهيل التبادل التجاري، والتي بدأ استخدامها في أوروبا منذ القرن الثاني عشر وذلك بعد التوسع الكبير الذي شهدته التجارة الدولية، ودخول البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى كأهم الأطراف الاستثمارية المهمة بأسواق القبولات المصرفية.

- تعتبر أداة دين صادرة عن بنك تجاري، وهي عبارة عن سحبات بنكية يستخدمها المستوردون المحليون في استرداد بضاعة أجنبية على الحساب، وهو محرر مكتوب يتضمن أمرا صادرا من الساحب (المستورد) إلى

<sup>1</sup> عبير بوضياف، << سوق الأوراق المالية في الجزائر >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS (غير منشورة)، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص ص 8-9.

<sup>2</sup> حليلة عطية، << مرجع سابق >>، ص 15.

<sup>3</sup> مجدي محمود شهاب، << اقتصاديات النقود والمال - النظرية والمؤسسات النقدية >>، دار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2000، ص ص 150-151.

<sup>4</sup> أحمد صلاح عطية، << مشاكل المراجعة في الأسواق المال >>، دار الجامعية، الاسكندرية، 2002/2003، ص ص 4-5.

<sup>5</sup> خليدة بوخولوف، << عوائق تطور السوق المالية في الجزائر - دراسة حالة بورصة الجزائر - >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2008/2009، ص 18.

المسحوب عليه (البنك) بأن يدفع لأمر شخص ثالث وهو المستفيد (المصدر) مبلغا من المال في المستقبل، وفي موعد محدد سلفا.

- يلجأ المستورد إلى القبولات المصرفية عند عدم توفر السيولة الكافية لديه، وتحدد القيمة الاسمية للقبول المصرفي بقيمة البضاعة، وبأجل يساوي أجل دفع قيمة البضاعة من المستورد إلى المصدر، إلا أن المستفيد يكون بإمكانه الاحتفاظ بالقبول المصرفي لحين تاريخ الاستحقاق، أو أن يسترد قيمته الاسمية من البنك المرسل، ببيعه في السوق الثانوية على أساس الخصم.

ومن مزايا الاستثمار في القبولات المصرفية ما يلي:

- أداة استثمارية قصيرة الأجل، مما يوفر لها عنصر السيولة.
- قابلة للخصم لدى البنك المركزي، وهذا يوفر لها ميزة الأمان.
- أداة فعالة في تنشيط التجارة الخارجية.
- يمكن تداولها في السوق النقدية الثانوية.

### 5- اتفاقيات إعادة الشراء

وهي اتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية، تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد وأسبوعين؛

- تستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد البنوك لفترة قصيرة جدا، على أن يوافق البنك المعني على إعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها، وبذلك يمكن للبنك أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بالأذونات كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة؛

وتستخدم أيضا من قبل متاجرين كبار للأذونات الحكومية وذلك لتمويل أعمالهم، وعندما تقدم القروض بخصم أولي فإن المتاجر يبيع الأداة بالمبلغ المخصوم ليعاد شراؤه بعد يوم أو أكثر بقليل مثلا بالقيمة الاسمية للأداة<sup>1</sup>.

### 6- اتفاقيات اليورو دولار

إن مفهوم اليورو دولار يشمل أي عملة تتداول خارج بلدها، بعد أن كان مقتصرًا على الدولار الأمريكي المتداول في أوروبا، وهكذا يمكن للبنوك أو المؤسسات المالية أن تتعامل بالدولار الأمريكي أو العملات الأخرى في السوق الثانوية التي تتداول فيها صكوك تلك القروض؛

ولقد برز الدولار الأمريكي ليحتل مركزا قويا بسبب قوة الاقتصاد الأمريكي والذي جعل من عملة عالمية تتسم بحالة من الاستقرار والثبات، ولهذا السبب فقد اهتمت جميع البنوك المركزية في العالم بأن تحتفظ بجزء من

<sup>1</sup> معروف هوشيار، << مرجع سابق >>، ص ص 148-149.

احتياجاتها على شكل دولار أمريكي لدعم عملتها المحلية من جهة ولاستخدامه في تسوية التزامات الدولة باتجاه الدول الأخرى، وهذا يساعدها على أن تقبل الودائع وتمنح القروض أيضا و الانتمانات بالدولار الأمريكي<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: سوق رأس المال

يمثل الشق الثاني من السوق المالية، حيث يعتبر من الأسواق المتخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى ويمثل محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية، كما يعد محورا للاقتصاد إذ يعكس مستوى الركود أو الانتعاش في اقتصاديات الدول<sup>2</sup>، وسيتم التطرق إلى سوق رأس المال بالتفصيل في المبحث الموالي.

### المبحث الثاني: ماهية سوق رأس المال

يشكل سوق رأس المال بتنظيماته المختلفة ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية و يبرز دور هذه السوق كإحدى الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية و توظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد و الشركات لما يصدر في هذه السوق من أوراق مالية مختلفة.

### المطلب الأول: مفهوم وأهمية سوق رأس المال

من الصعب جدا إعطاء تعريف واحد ومحدد لسوق رأس المال، نظرا لاختلاف وجهات النظر من باحث إلى آخر وإن كان الاختلاف ليس حول جوهر سوق رأس المال فالأساس واحد، وإنما الاختلاف يكمن في الزاوية التي ينظر من خلالها لسوق رأس المال.

### الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال

هناك عدة تعاريف لأسواق رأس المال وهي كما يلي:

- تعرف على أنها: " المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية والقروض بأنواعها، فهو فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز والذين هم بحاجة إلى الأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين "؛
- تعرف أيضا: " على أنها سوق يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال"<sup>3</sup>.
- يمكن تعريفها أيضا بأنها: " تلك السوق التي يتم فيها التعامل على المساهمات وقروض طويلة الأجل، إذ قد تقصدها المؤسسات للتزود بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركات المساهمة وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب، أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين وذلك بطرح السندات، وتجدر الإشارة إلى أن هذه المؤسسات خاصة الإنتاجية منها تتوفر على معدات وتجهيزات معمرة، أي الأصول الثابتة التي يجب

<sup>1</sup> خليفة بوخولوف، << مرجع سابق >>، ص ص 20 - 21.

<sup>2</sup> مسعودة بن لخضر، << عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014 >>، مذكرة مقدمة كجزء متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 6.

<sup>3</sup> علي بوعيد الله، << مرجع سابق >>، ص ص 3 - 4.



تمويلها برؤوس أموال دائمة أو طويلة الأجل وهنا تكمن أهمية سوق رأس المال في تزويد الشركات بما تحتاجه من أموال لشراء وسائل الإنتاج المختلفة<sup>1</sup>.

- إن أسواق رأس المال تمثل محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية وذلك حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات تستمر لفترات طويلة نسبيا وتحمل عوائد مستقرة ومنتظمة غالبا، وتعكس هذه الأسواق مستوى الركود أو الانتعاش في الاقتصاد<sup>2</sup>، والوظيفة الهامة لسوق رأس المال هي العمل على زيادة رأس المال عن طريق الإصدارات الجديدة للجمهور وغيره من المستثمرين في الأوراق المالية، وبالتالي فإنه يعتبر الوسيلة التي من خلالها تمويل الصناعة وتديبر حاجتها من رؤوس الأموال الجارية والثابتة<sup>3</sup>.

- انطلاقا من كل هذا يمكن القول أن سوق رأس المال: " هو سوق من نوع خاص تحكمه قواعد خاصة وتتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان معين وفي فترات محددة، وفق نظام معين يحكمها وينظم عملها وإذا كان سوق رأس المال يعد في غالبه سوقا منظمة فإنه ينتشبه مع السوق في كونه مكان لالتقاء العرض و الطلب، إلا أنه يختلف عنه في عدة نقاط، أهمها أن سوق رأس المال يخضع لقواعد وقوانين خاصة تحكم المعاملات داخله، بالإضافة إلى كون المنتجات المتداولة داخل سوق رأس المال هي منتجات ذات طبيعة خاصة، و نقصد بها الأوراق المالية طويلة الأجل هذا إذا تكلمنا عن السوق المنظمة"<sup>4</sup>.

#### الفرع الثاني: أهمية سوق رأس المال

لسوق رأس المال أهمية كبيرة في الاقتصاد وهي كالتالي<sup>5</sup>:

- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد الوطني ككل.
- من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.
- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الانتاجية في مشاريعهم.
- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.
- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق بخسارة لأصحابها.

<sup>1</sup> محفوظ جبار، << اليورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية>>، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002، ص 71-72.

<sup>2</sup> معروف هوشيار، << مرجع سابق>>، ص 68.

<sup>3</sup> مجدي محمود شهاب، << مرجع سابق>>، ص 149.

<sup>4</sup> سميرة لطرش، << كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية ->>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص 21.

<sup>5</sup> ضياء مجيد، << البورصات - أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات>>، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008، ص 7-8.

### المطلب الثاني: تقسيمات سوق رأس المال

تتعدد أسواق رأس المال وتختلف من مجتمع لآخر تبعا للتطور الاقتصادي، الاجتماعي، الفكري والقانوني إذ تعتبر أسواق رأس المال مرآة عاكسة لوضعية المجتمعات، ومقياس دقيق للحياة الاقتصادية، حيث تنقسم إلى عدة تقسيمات كما يلي.

### الفرع الأول: السوق الآجلة

مع التطور الذي شهدته أسواق المال برز تقديم مجموعة من الأدوات والوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة في السوق، حيث تعد الأسواق الآجلة من مظاهر التطور الحديث في الأسواق المالية الدولية إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق خصوصا في ما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذلك فقد استخدمت هذه الأوراق للتحوط ضد مخاطر تقلبات تلك الأسعار<sup>1</sup>، حيث يتم من خلالها التعامل بين البائع والمشتري بالاتفاق على تسليم سلعة أو أصل معين ( ورقة مالية ) في تاريخ لاحق على أن يتم الدفع عند التسليم و السبب وراء قيام هذا النوع من المعاملات هو رغبة كل من البائع والمشتري بتخفيض مخاطر التغيير في سعر الأوراق المالية محل التعاقد<sup>2</sup>.

وتنقسم الأسواق الآجلة إلى عدة أقسام وهي<sup>3</sup>:

### أولاً: سوق العقود المستقبلية

تنقسم سوق العقود المستقبلية اساسا إلى العقود المستقبلية الملزمة بالتنفيذ وكذلك إلى العقود المستقبلية غير الملزمة بالتنفيذ مع حق الاختيار، وعموما فإن هذه السوق هي سوق لبيع الأوراق المالية وشرائها في المستقبل، إذ تتعقد فيها تلك العقود بين العملاء، ومن هنا اتخذت الصفة المستقبلية.

### ثانياً: سوق عقود الخيار

بدأ التعامل بالخيارات يتخذ أهمية خاصة منذ أن بدأت بورصة خاصة بهذا النوع من التجارة سنة 1973 في مدينة شيكاغو، وقد اقتصر التعامل في بداية الأمر على الأسهم 17 شركة فقط تتداول أسهمها في بورصة نيويورك، أما في الوقت الحالي اليوم فقد انتشر التعامل بالخيارات بالعديد من الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أن هذه السوق تشبه إلى حد كبير سوق العقود المستقبلية من حيث التعامل بين البائعين والمشتريين وبموجب عقود نظامية، ولكن الفرق بينهما يكمن في أن عقود الخيار غير ملزمة أي اختيارية خلال مدة العقد.

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، << مرجع سابق >>، ص 150.

<sup>2</sup> سمية بلجالية، << أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996 - 2006 >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة )، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري قسنطينة، 2009 - 2010، ص 31.

<sup>3</sup> عباس كاظم الدعيمي، << مرجع سابق >>، ص 151، 153.

ثالثاً: سوق عقود المبادلة

حيث تعرف هذه السوق بأنها سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الغالب لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغيير أسعار الفائدة والصرف وعلى الرغم من توسع عقود الفائدة لتشمل أنواع عديدة من الأصول إلا أنها غالباً ما تركز على أوراق الدين.

الفرع الثاني: الأسواق العاجلة ( الحاضرة )

هي السوق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل ( أسهم وسندات ) وأحياناً يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها وعليه فإن الأسواق الحاضرة أو الأسواق العاجلة يتم فيها عقد الصفقات وإبرامها، كما يتم تنفيذها، حيث يتم تسليم واستلام ما تم التعاقد عليه مباشرة بعد إتمام الصفقة، وتنقسم الأسواق العاجلة إلى السوق الأولية، السوق الثانوي ( المنظم وغير المنظم)، حيث تقسم السوق الثانوية الغير منظمة إلى السوق الثالث والرابع<sup>1</sup>.

وفيما يلي تقسيم السوق العاجلة كالتالي:

أولاً: السوق الأولية ( سوق الاصدار )

هي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند اصدارها وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم اصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالاكنتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند التأسيس وإنشاء شركات جديدة، أو زيادة رأسمالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية الاصدار مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الاصدار<sup>2</sup>، أي أن سوق الاصدار يهدف إلى السماح للوحدات الاقتصادية ( مؤسسات، حكومات ) بتغطية حاجاتهم من رؤوس الأموال المتحصل عليها من خلال الاصدار الجديد للأوراق المالية؛ ويتم طرح الاصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب نذكرها فيما يلي:

**1- أسلوب البيع المباشر:** ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة إلى المستثمرين في الأسواق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الجهد وعدم الإلزام بالتسجيل في البورصة إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف مالية وشروط قاسية نظراً لعدم توفر الخبرة؛

**2- أسلوب المزاد:** ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم العروض تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العروض صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم كامل الاصدار؛

**3- أسلوب البيع غير المباشر:** ويتم من خلال طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة لعملية الاكنتاب والتسويق والبيع إلى المستثمرين، وذلك من أجل تخفيض التكاليف وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم

<sup>1</sup> سميرة لطرش، << مرجع سابق >>، ص 42.

<sup>2</sup> عصام حسين، << أسواق الأوراق المالية ( البورصة ) >>، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 18.

الخبرة، في مقابل ذلك تتحمل الشركة المصدرة التكاليف والعمولات الاضافية المدفوعة للوسيط والذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا<sup>1</sup>.

### ثانيا: السوق الثانوية ( سوق التداول )

هو السوق الذي يتم فيه تداول هذه الاصدارات من الأوراق المالية بعد الاكتتاب فيها من قبل حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء، أي أن الأوراق في هذه السوق متداولة من قبل ومحلها استثمارا قائما وليس جديدا، والجدير بالذكر أن السوق الثانوي تكون في أحيان كثيرة أهم بكثير من السوق الأولي حيث أن السوق الثانوي هو الذي يقوم بتوفير عامل السيولة للمقرضين و بدونه قد يضطر حملة الاصدارات بشكل عام إلى الاحتفاظ بها حتى موعد استحقاقها، فضلا عن أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولي صعبا إذا لم تتطور معه في نفس الوقت السوق الثانوية؛

والسوق الثانوي لرأس المال قد يكون منظما أو غير منظما، فإذا كان منظما يعرف ببورصة الأوراق المالية، أما إذا كان غير منظم فإن التعامل في هذه الحالة يتم فيما بين الأفراد أو البنوك أو السماسرة، وهو ما يعرف بالمعاملات على المنضدة<sup>2</sup>

ومن هذا يتبين الفرق الجوهرى بين السوقيين، حيث أن السوق الأولي يتم فيه اصدار الأوراق المالية لأول مرة أما السوق الثانوي فيتم في تداول هذه الأوراق المالية الصادرة من السوق الأولي<sup>3</sup>، وتقسم السوق الثانوية إلى:

### 1- السوق المنظم

يعتبر السوق المالي المنظم أهم أقسام السوق الثانوي، لأنها تعتبر أسواق مالية رسمية محكوم العمل فيها بقانون البورصة وإجراءات عمل محدودة، حيث يخضع هذا السوق لرقابة الحكومة لتنظيم تداول الأوراق المالية بيعا وشراء أو انتقال ملكيتها من مستثمر لآخر دون غش أو تدليس، على هذا الأساس يمكن تعريف سوق الأوراق المالية المنظمة على أنها: " مكان اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محدودة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها على كل نوع "؛ - فالسوق الثانوي المنظم يتيح للمتعاملين إمكانية التصرف في هذه الأوراق دون قيد أو شرط، الأمر الذي يوفر قدرا كبيرا من السيولة التي لا تتمتع بها أصول استثمارية أخرى، فوفقا للنظم السليمة لتشغيل البورصات فإنه لا

<sup>1</sup> علي بوعبد الله، << مرجع سابق >>، ص ص 5-6.

<sup>2</sup> اسماعيل أحمد الشناوي، عبد المنعم مبارك، << اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية >>، دار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص ص 122،

.124

<sup>3</sup> Dider Martaux، << les Marché de capitaux >>، armand colin editeur، Paris، 2012 ، p100.

يجوز التعامل في الأوراق المالية خارج البورصة ويقتصر التعامل داخل قاعة التداول على وسطاء السوق وطبقا لطريقة التداول المقررة وتحت إشراف الهيئة المشرفة على تنظيم البورصة<sup>1</sup>.

## 2- السوق الغير منظم ( الموازي )

هي سوق غير منظمة تجري فيها المعاملات خارج البورصة، تتميز بالسهولة والمرونة في التحليل، لا يتقيد المتعاملين بها بتقديم لأي رخصة إلا مبرر وجود الشركة و نجد فيها الشركات الصغيرة و المتوسطة الحجم، و الشركات التي تنوي الدخول في السوق المنظمة؛

كما يعتبر كل تاجر في هذه السوق صانع لسوق الأوراق المالية التي يرغب التعامل فيها، وفي هذه السوق تتحدد أسعار التعامل بالتفاوض، و ذلك بسبب عدم وجود مكان مادي خاص و عادة تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار، ويتم التعامل من خلال شبكة اتصالات متطورة والحسابات التي توفر لحظة بلحظة أسعار الأوراق المتعامل بها لجميع الأطراف<sup>2</sup>، كما تقسم هذه السوق إلى سوق ثالث ورابع.

## 2-1- السوق الثالث

السوق الثالث هو سوق يتم التعامل من خلال أعضاء بيوت السمسرة خارج البورصة، وهذه الأسواق على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة، بينما أعضاء البورصة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق، الواضح أن أعضاء بيوت السمسرة هذه قد تشكل عنصرا منافسا للأعضاء داخل البورصة، خاصة وأن العملاء في السوق الثالث من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة؛

- من أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة وأيضا إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغزية، خاصة أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة أو غيرها إلا في حدود ضيقة جدا<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> وليد أحمد صافي، << سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية حالة تطبيقية سوق عمان المالي >>، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر، 1996-1997، ص ص 22، 24.

<sup>2</sup> نسيمة لعبادي، << فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد مع دراسة حالة الجزائر >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2003-2004، ص 19.

<sup>3</sup> خالد عيجولي، << وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية- دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة )، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006، ص 13.

2-2- السوق الرابع

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كاستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسة، ويتم اللقاء بين المتعاملين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، حيث لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة، كما قد يحمل عليها صفقة بصفقة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته؛

تبرم الصفقات في السوق الرابع بسرعة كما ينتج عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة والسوق الثالث أيضا، ومن المعتقد أن نمو هذا السوق سوف يترتب عليه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق الأخرى على تخفيض ما يتقاضونه من أتعاب، مما يؤدي في النهاية إلى رفع كفاءة تلك الأسواق<sup>1</sup>. والجدول التالي يلخص أهم الفروقات بين السوقين الأولي والثانوية:

الجدول رقم (04): ملخص لأهم الفروقات بين السوق الأولي والسوق الثانوي

معيار التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
الوظيفة الأساسية	- اصدار القيم المتداولة.	- تبادل القيم المتداولة.
المتعاملون	- المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية المختصة.	- المؤسسات المالية المختصة والجمهور.
الأهمية بالنسبة للمستثمر	- توظيف الادخار .	- توظيف الادخار وامكانية تبادل القيم المتداولة والموجودة في المحفظة المالية.
طبيعة الاصدارات	- سوق الاصدارات الجديدة.	- سوق الاصدارات القديمة.
المؤسسات المختصة في جمع الأموال	- الدولة (الخزينة العمومية)، البنوك، صناديق الادخار.	- البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء ( وكلاء الصرف وغيرهم).

المصدر: محفوظ جبار، << البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية >>، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، مطبعة دار هومة، الجزائر 2002، ص 63.

<sup>1</sup> علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، << إدارة البورصات المالية >>، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص ص 115- 116.

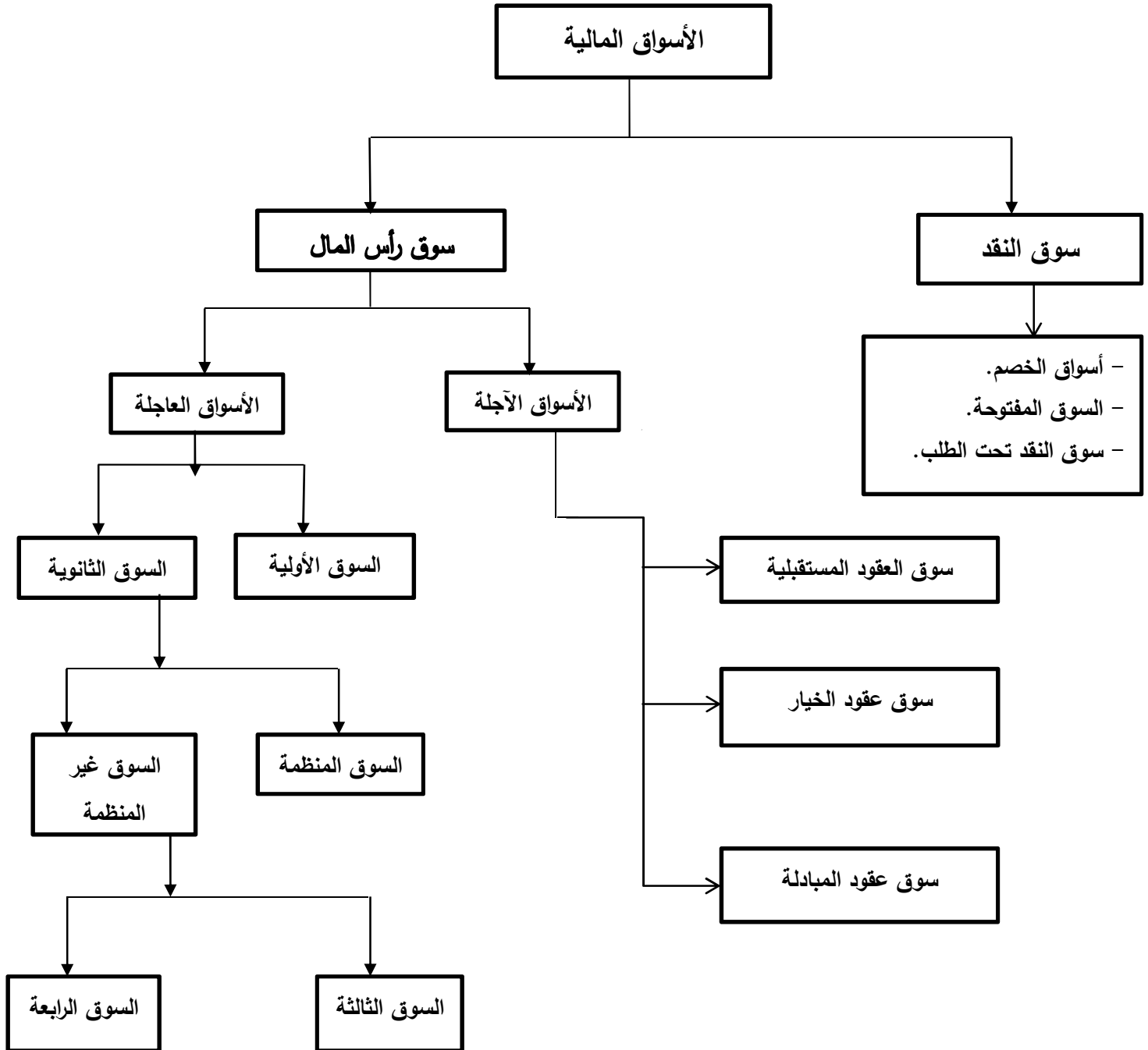
من الجدول السابق وحسب تقسيم سوق العمليات المالية، تعتبر البورصة أو السوق الثانوية المنظمة جزءا من السوق المالية ككل، لأن هذا الجزء هو الأهم باعتباره دائما ومستمرا، على عكس الجزء الآخر أو السوق الأولية التي تعتبر ظرفية بالنسبة للورقة المالية، فعمليات الإصدار الجديدة قد تتم مرة كل سنة أو مرتين أو عدة مرات على الأكثر، بينما عملية تداول تلك الأوراق في البورصة هي عملية يومية تقريبا ومن هنا تأتي أهمية هذه المؤسسة المالية في توفير السيولة لمقيم المتداولة<sup>1</sup>.

كما يمكن تلخيص أقسام الأسواق المالية في الشكل التالي:

---

<sup>1</sup> محفوظ جبار، << البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية >>، مرجع سابق، ص ص 63 - 64.

الشكل رقم (01): تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ما سبق.



### المطلب الثالث: المنتجات المالية التقليدية في سوق رأس المال

تحتوي الأدوات المالية التقليدية المتداولة على أهمية كبيرة في سوق رأس المال، وتقسم إلى أدوات الملكية وهي الأسهم بأنواعها وأدوات الدين أي السندات بأنواعها.

#### الفرع الأول: أدوات الملكية ( الأسهم )

##### أولاً: مفهوم الأسهم

يعتبر السهم وثيقة تثبت حق حامله في ملكية جزء من المؤسسة، حيث يسمح السهم بتحقيق الأرباح عندما تكون المؤسسة بحالة جيدة قد يرتفع سعره وبالتالي يحقق ببيعه القيمة المضافة، كذلك يمكن لحامله أن يتحصل على جزء من أرباح المؤسسة إذا ما قررت هذه الأخيرة توزيعها على المساهمين، إلا أن هذا الأمر قد يكون غير إلزامي حيث يمكن للشركة أن تعيد استثمار جزء من الأرباح<sup>1</sup>.

- حيث تعتبر الأسهم صكوك متساوية القيمة تشكل رأس المال شركات الأموال، تعبر عن حق ملكيته وقابلة للتداول حسب القانون التجاري، بحيث تحدد الحصة التي يملكها المالك في الشركة مسؤوليته وحقوقه اتجاهها<sup>2</sup>.

- للسهم قيم متعددة منها:

- القيمة الإسمية للسهم: وهي تعد قيمة قانونية تحدد بسيادة القانون وليست لها قيمة اقتصادية وتستخدم لغرض تحديد نسبة توزيع الأرباح الجارية لكل سهم عادي؛

- القيمة الدفترية: وهي قيمة الأصول في سجلات الشركة بعد طرح الالتزامات الدفترية؛

- قيمة الاصدار: و التي تكون عادة أعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية؛

- القيمة السوقية: هي القيمة التي تحدد نتيجة التداول في السوق المالي؛

- القيمة التصفية: هي قيمة التصفية أو قيمة السهم عند تصفية الشركة بعد طرح جميع الالتزامات من ضمنها كلفة التصفية<sup>3</sup>.

- القيمة الحقيقية: هي النصيب الذي يستحقه السهم في صافي اموال الشركة بعد حسم الديون، فاذا ربحت الشركة، واصبحت لها اموال احتياطية ارتفعت قيمة السهم الحقيقية واصبحت اعلى من القيمة الاسمية والعكس صحيح؛

- القيمة السوقية: هي القيمة التي تحدد للسهم في السوق المالي من خلال تداوله وبناء على ظروف السوق من

<sup>1</sup> سامية زيطاي، << ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في

العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، فرع: القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004، ص 17.

<sup>2</sup> على بو عبد الله، << مرجع سابق >>، ص 14.

<sup>3</sup> دريد كامل آل شبيب، << مرجع سابق >>، ص 181.

عرض وطلب ولذلك فهي كثيرا ما تتغير هذه القيمة تبعا للظروف الاقتصادية العامة وظروف الشركة الخاصة فكلما زادت القيمة السوقية عن القيمة الاسمية فان المستثمر يحقق أرباحا، والعكس صحيح<sup>1</sup>.

### ثانيا: تصنيفات الأسهم

يمكن تصنيف الأسهم إلى الأنواع التالية:

#### 1- من حيث الشكل

تصنف الأسهم من حيث الشكل إلى<sup>2</sup>:

**1-1- السهم لحامله:** يكون عند اصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبها أو مالكةا، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية إذ تنقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.

**1-2- السهم الاسمي:** يتم اصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكة الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين للشركة المصدرة.

**1-3- السهم الإذني أو لأمر:** وهذا النوع من الاصدار يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الاصدار مقترنا بشرط الأمر أو الاذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة.

#### 2- من حيث الحصة التي يدفعها المساهم

**1-2- الأسهم النقدية:** هو الذي يكتب به المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا، ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا عند تأسيس الشركة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها؛

**2-2- الأسهم العينية:** هو الذي يمثل حصة عينية كعقار أو مصنع أو موجودات شركة قائمة مقدرة ومصادق عليها من الجمعية العامة التأسيسية ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم المقدمات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها وقد منع القانون عادة تداولها إلا بعد انقضاء سنتين من إصدارها<sup>3</sup>.

**2-3- الأسهم المختلطة:** هي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا وعينا، وذلك كالذي يصبح مساهما بعقار ومبلغ مالي؛

<sup>1</sup> فريد مشري، << علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007-2008، ص 54.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، << مرجع سابق >>، ص 181.

<sup>3</sup> عبد القادر الحمزة، << أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمار المالية >>، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010، ص ص 22-23.

3- أنواعها بالنظر إلى المنح أو عدمها

3-1- أسهم غير مجانية: وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها؛

3-2- أسهم منح مجانية: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً، في حالة زيادة رأسمال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي<sup>1</sup>.

4- من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

وتقسم حسب هذا النوع إلى:

4-1- الأسهم العادية

السهم العادي يعرف على أنه: " وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة وهي قيمة الوجه تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية؛ " / خصائص الأسهم العادية:

- يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة؛
- هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، أما في حالة التصفية فهي آخر ما يجري تسديدها؛
- لحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات؛
- حامل السهم له الحق في التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية وهذا حسب امتلاكه للحصص من الأسهم العادية<sup>2</sup>.

- لحاملها حق تحويل ملكية السهم لشخص آخر، كما له الحق في حصة من أصول الشركة بقيمة أسهمه<sup>3</sup>.

ب/ أنواع الأسهم العادية:

هناك عدة أنواع من الأسهم العادية المستمدة من العوامل التي تتأثر بأسعار تلك الأسهم مثل سمعة الشركة في الأسواق وقيامها بتوزيع حصص المساهمين من الأرباح والعوامل الاقتصادية في البلد التي تختلف باختلاف النظم الاقتصادية ومن هذه العوامل يمكن تنويع الأسهم العادية كما يلي:

- الأسهم المتميزة ( المرتفعة الجودة ): وهي أسهم الشركات العريقة في توزيع ودفع قيمة الأرباح وبدون توقف والعائد مضمون لديها ولفترات زمنية طويلة؛

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف، << الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر اسلامية - >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: نقد وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007-2008، ص 104.

<sup>2</sup> أحمد حسن صالح قادر، << ظاهرة العولمة الاقتصادية وتأثيرها على أسواق المال العالمية >>، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد الأردن، 2013، ص، ص 174، 177 . ( بالتصرف).

<sup>3</sup> سميرة محسن، << المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية - دراسة حالة البنك BNP PARIBAS >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: بنوك وتأمينات، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006، ص 5.

- **أسهم النمو:** وهي الأسهم التي تنمو مبيعاتها وعوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي، أو مقارنة مع نسبة النمو المتحققة في القطاع الذي تنتسب إليه الشركة؛
  - **أسهم الدخل:** وهي أسهم الشركات ذات التاريخ الطويل في توزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدلات أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، من طبيعتها استمرارية حصول حاملها على الأرباح وبمعدل أكثر من متوسط السوق (مثل شركات الكهرباء والهاتف)؛
  - **الأسهم الدورية (مرتبطة بدورة الأعمال):** هي أسهم الشركات التي ترتبط إيراداتها وأرباحها بحركة الاقتصاد القومي وبالذورات الاقتصادية والتقلبات، فعند النمو الاقتصادي تحقق أرباح وعند الانكماش تتخضع أرباح هذه الشركات؛
  - **الأسهم الدفاعية:** وهي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق العوائد، حيث لا تتأثر كثيرا بالركود مثل (شركات بيع الأغذية والأدوية بالتجزئة وشركات الدخان) وبعض الخدمات وشركات تقديم المنافع للناس كالهاتف والماء، وتتميز هذه الأسهم بتحقيق عائد أكثر من المتوسط في السوق ومعدل مخاطرها أقل من معدل مخاطر السوق؛
  - **أسهم المضاربة:** وهي تلك الأسهم التي تربط العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع لها، وتتميز بارتفاع درجة المخاطر عند التداول واحتمال تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية وسريعة مثل (شركات ذات التكنولوجيا المرتفعة و الاختراعات الجديدة كشركات أجهزة الهاتف النقال وأجهزة الكمبيوتر)؛
  - **أسهم الشركات الصغيرة (القرشية):** وهي الشركات ذات المخاطر غير الاعتيادية وخاصة في الحصص التي تباع بأقل من دينار والتي تعتبر من الأسهم القرشية (نسبة إلى القرش أو الفلوس وهو أصغر جزء من الدينار)<sup>1</sup>.
- وقد ظهرت مستحدثات في الأسهم العادية من أهمها<sup>2</sup>:
- **أسهم عادية بوفورات ضريبية:** حيث تلجأ بعض الحكومات للإصدار تشريع يمنح الشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة للعاملين قبل حساب الضريبة.
  - **الأسهم العادية المضمونة:** رغبة في جعل الأسهم العادية أكثر جاذبية، فقد ظهرت أسهما عادية تمنح حاملها الحق في مطالبة المؤسسة المصدرة بتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين، وخلال مدة محدودة بعد الإصدار.
  - **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** رغبة في ترويج نشاط أحد الأقسام الإنتاجية لمؤسسة معينة، ظهر السهم العادي الإنتاجي حيث يرتبط بالنشاط الإنتاجي للقسم، ومعدلات الأرباح التي يحققها تعد أساسا لتوزيعات هذا السهم.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، << مرجع سابق >>، ص، ص 182-185 .

<sup>2</sup> علي بو عبد الله، << مرجع سابق >>، ص ص 16-17.

#### 4-2- الأسهم الممتازة

يعتبر السهم الممتاز حصة في حقوق الملكية دون إعطاء حامله حق التصويت في الجمعيات العمومية وعادة ما تصدر شركات المساهمة عدد من الأسهم الممتازة كنسبة من إجمالي عدد الأسهم المصدرة والمكتتب فيها<sup>1</sup>.

##### أ/ خصائص الأسهم الممتازة:

- الحق لحامله في الحصول على عائد سنوي محدد بشرط كفاية الأرباح المحققة للوفاء بذلك؛
  - الحق لحامله في الحصول على نصيبه من ممتلكات الشركة في حالة التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على نصيبهم من تلك الممتلكات<sup>2</sup>.
  - لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع؛
  - هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة وذلك بعكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى تصفية الشركة؛
  - تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية، وهكذا فإن الأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية؛
  - لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة<sup>3</sup>.
  - تقع بين الأسهم العادية والسندات، حيث يتحدد لها توزيعات أرباح معروفة مقدما لحامل هذا السهم؛
  - لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، وتدفع فقط في حالة إقرار مجلس الإدارة لها<sup>4</sup>.
  - إن هناك مجموعة من الحقوق والالتزامات الأخرى والتي تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص أهمها:
  - حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم ولها القابلية للاستدعاء؛
  - حق تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية<sup>5</sup>.
- على الرغم من كل هذه المزايا إلا أن هذا الأسلوب في التمويل لا يخلو من العيوب أهمها التكلفة المرتفعة التي تتحملها الشركات المصدرة للأسهم الممتازة وذلك لأن توزيعاتها لا تحقق وفرة ضريبية للشركة كما هو الحال بالنسبة للفوائد المدفوعة على السندات، يضاف إلى ذلك أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضين ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> فريد راغب النجار، << أسواق المال والمؤسسات المالية محاور التمويل الاستراتيجي >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 194.

<sup>2</sup> سعد عبد الحميد مطاوع، << الأسواق المالية المعاصرة >>، مكتبة أم القرى للنشر والتوزيع، المنصورة، 2001، ص 217.

<sup>3</sup> أحمد حسن صالح قادر، << مرجع سابق >>، ص 179.

<sup>4</sup> السيد متولي عبد القدر، << مرجع سابق >>، ص 148.

<sup>5</sup> أحمد حسن صالح قادر، << مرجع سابق >>، ص 179.

<sup>6</sup> سمية بلجبلية، << مرجع سابق >>، ص 16.

ب/ أنواع الأسهم الممتازة:

- أسهم ممتازة مجمعة للأرباح : وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوف أرباحها من هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية.
  - أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح : يعطى لحملة هذا النوع من الأسهم أرباحاً، تحدد عادة بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر؛
  - أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية : وهي الأسهم التي يحق لها التحويل إلى أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها، أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب؛
  - أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد: وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة<sup>1</sup>.
  - أسهم التمتع: هو الصك الذي يتسلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية لسهمه، ويشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون مصرحاً بذلك في القانون النظامي لشركة، ويتم ذلك بطريقة القرعة<sup>2</sup>، ويكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الامتياز الحكومي أي أن الحكومة يؤول إليها جميع ممتلكات الشركة صاحبة الامتياز ومن ثم تقوم الشركة باستهلاك نسب من الأسهم حتى تستهلك جميع الأسهم بانتهاء مدة الامتياز<sup>3</sup>.
  - الأسهم القابلة للاستدعاء: يمكن للمنشأة أن تستدعي الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها عن طريق دفع مبلغ يفوق قيمتها الاسمية، وهذا طبقاً لما يتضمنه عقد التأسيس؛
  - أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح: في إطار الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح يتم تحديد حد أدنى للأرباح التي تحققها المنشأة، وانطلاقاً من هذا الحد يتم احتساب نسبة معينة من الأرباح لكل زيادة عن الحد الأدنى لصالح أصحاب هذه الأسهم ، في حين أن أصحاب الأسهم غير المشاركة لا يحصلون إلا على النسبة الثابتة من الأرباح الموزعة والمنصوص عليها في عقد المنشأة مهما كان حجم الأرباح المحققة؛
- ج/ الاتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة:

- وتتمثل في الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت والأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة كما يلي:
- الأسهم الممتازة لها حق التصويت: يعطى هذا النوع من الأسهم الممتازة لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة، الأسهم الممتازة عموماً لا تعطي هذا الحق وذلك كنوع من التعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين<sup>4</sup>.
- أسهم ممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، وتتحدد بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، وظهر هذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة حيث

<sup>1</sup> محمد عدنان بن الضيف، << مرجع سابق >>، ص ص 105 - 106.

<sup>2</sup> عبد القادر الحمزة، << مرجع سابق >>، ص 24.

<sup>3</sup> محمود أمين زويل، << بورصة الأوراق المالية (موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها) >>، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، الاسكندرية، 2000، ص 47.

<sup>4</sup> سميرة لطرش، << مرجع سابق >>، ص 32.

ترتبط في التوزيعات بمعدل العائد على سندات الخزنة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل 3 أشهر بناء على التغييرات التي تطرأ على عائد تلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: أدوات الدين ( السندات )

يمثل السند: " حق دين (إقرار بدين) لأجل طويل، صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه حق الحصول على فوائد، تسمى كوبونات، وحق استرجاع قيمته عند حلول أجل الاستحقاق، وذلك حسب مخطط إهلاكه؛"

كما يعرف على أنه " صك قابل للتداول في الأسواق المالية يمثل قرض صادر عن مؤسسات عمومية أو خاصة، يترتب عليه دفع فوائد معينة، وسداد قيمته كاملة وذلك وفق شروط (نسبة الفوائد، مدة الاستحقاق... ) متفق عليها مسبقا في العقد، وهذا الدين لا يعطي لصاحبه أي حق في ممارسة سلطة ما داخل المؤسسة؛"

#### أولاً: خصائص السندات :

أهم الخصائص التي تتصف بها السندات هي :

- القيمة الاسمية: عادة ما يتم إصدار السند بقيمة اسمية غالباً ما تكون 1000 وحدة نقد وهي القيمة التي يتم بها طرح التداول أول مرة؛
- معدل الكوبون: وهو ما يعبر عن سعر الفائدة (الاسمي) على السند المصدر ويطلق عليه معدل الكوبون حيث يحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند؛
- أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين، وهو عادة ما يكون لآجال طويلة<sup>2</sup>.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق وقابليته للتداول؛
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم ترح؛
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له؛
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة<sup>3</sup>.
- يعتبر حامل السند دائماً بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد الثابتة؛

<sup>1</sup> السيدة عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، << الأسواق المالية ( أسواق رأس المال- البورصات- البنوك- صناديق الاستثمار ) >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 94.

<sup>2</sup> خالد عجولي، << وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية- دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي >>، << مرجع سابق >>، ص 27.

<sup>3</sup> ضياء مجيد، << مرجع سابق >>، ص ص 37-38.

- لا يحق لحملة السندات التدخل في الدعاوي القائمة بين الشركة والغير، مالم يكونوا حائزين على تأمينات خاصة يخشى عليها من نتيجة الدعوى القائمة<sup>1</sup>.

### ثانيا: أهم أنواع السندات

للسندات أنواع كثيرة إلا أن أهمها ما يلي:

- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة وبذلك يصبح من ملاكها، وذلك في فترة محددة في عقد اصدار هذه السندات أو أي فترة قبل تسديدها؛

- **السندات بكوبونات الاكتاب:** هذا النوع يسمح لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقا، إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الاصدار<sup>2</sup>.

- **السند المستحق الوفاء بعلاوة اصدار:** تعتمد بعض الشركات إلى اصدار سندات تمنح المكتتبين فيها بعض المزايا ترغيبا لحاملي رؤوس الأموال، وتشجيعا لهم حيث تصدرهم بمبلغ معين على أن تقرر رد هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا اليه مبلغا آخر يسمى علاوة؛

- **سند النصيب:** النصيب هو مبلغ معين يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم وهو نوع من أنواع اليانصيب لا يجوز إصداره إلا بإذن من الحكومة، ولا يعتبر النصيب أنه مقتطع من الفائدة التي كان يستولي عليها صاحب السند لو لم يقرر النصيب؛

- **سند النصيب دون فائدة:** ويختلف هذا السند عن اليانصيب العادي في أن صاحبه بإمكانه استرداد رأس ماله في حالة الخسارة؛

- **السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الاصدار:** وهو السند العادي ويستعمل في القروض المعقودة لمدة قصيرة ويعطي فائدة مرتفعة؛

- **السندات المضمونة:** لكي تحصل بعض الشركات على حاجتها النقدية تعتمد أحيانا إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية لوفاء القرض بأن ترهن كل عقاراتها أو بعضها رهنا تأمينيا<sup>3</sup>.

- **السندات غير مضمونة:** على عكس السندات المضمونة، فإن هذه السندات تمثل دينا عاديا غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة؛

<sup>1</sup> عبد القادر الحمزة، << مرجع سابق >>، ص ص 28-29.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، << الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة >>، الجزء 2، دار هومة، الجزائر، 2002، ص، ص 53-54.

<sup>3</sup> عبد القادر الحمزة، << مرجع سابق >>، ص 30.



- **السندات المرتبطة بالموثرات:** وهو ذلك السند الذي يربط سعر الفائدة الخاص به، أو مبلغه الأصلي بتغيرات مؤشر معين، فالغرض منه هو المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند؛
- **سندات الحكومة ( الريع ):** هذا النوع كثير العدد وواسع الانتشار خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، فمنه ما يمثل ديناً طويلاً أو متوسط الأجل ومنه يمكن بيعه في البورصة أو لدى الخزينة العمومية ومنه ما لا يمكن بيعه والبعض منه يمكن استدعاؤه والبعض لا، فالريع أوراق مالية تصدرها الحكومات لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدراس والمستشفيات أو لتغطية العجز في ميزانيتها أو بغرض تقليص الكتلة النقدية وتخفيض نسبة التضخم، فلا يمكن للشركات الخاصة إصدار مثل هذه السندات التي قد تكون في بعض الأحيان على المدى الطويل ( 30 - 40 - 50 سنة أو أكثر )<sup>1</sup>.
- **سندات السلسلة:** في بعض الأحيان تقوم الشركات بإصدار سندات على شكل سلسلة حيث تقوم الشركة بتحديد تواريخ استحقاق السندات وفق ترتيب معين يمكنها من القيام بسداد عدد معين من السندات كل عام حتى تنتهي من سداد كل السندات خلال فترة زمنية معينة<sup>2</sup>.
- **السندات مزدوجة العملة الأجنبية:** حيث يتم التسديد بعملة تختلف عن العملة التي يتم بها الإصدار، ويحدد معدل الصرف في لحظة الإصدار، وتسمح هذه السندات بتجنب خطر الصرف عند التسديد؛
- **السندات بدون تاريخ استحقاق:** هي سندات عادية بدون تاريخ استحقاق تسمح للمستثمر بإمكانية تحويلها إلى سندات بمعدل تغير خلال فترة غير محددة؛
- **السندات بقسيمات معدومة:** أصدرت في 1981، ويتم تداولها عن طريق بيعها باستخدام مبدأ الخصم أي أنها تباع أقل من القيمة الاسمية التي تصدر بها، وقيمة هذا الخصم تمثل الفائدة التي يحصل عليها حائزها حيث تدفع قيمتها الاسمية كاملة عند الاستحقاق<sup>3</sup>.

### ثالثاً: الاتجاهات الحديثة للسندات:

بالإضافة إلى السندات التقليدية، ظهرت أنواع أخرى من السندات تتميز بمرونة أكبر فيما يتعلق بآجال الاستحقاق، معدلات الفائدة، والفائدة المدفوعة، لذلك سيتم التطرق إلى البعض منها فقط؛

<sup>1</sup> محفوظ جبار، << الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة >>، << مرجع سابق >>، ص، ص 56 - 62.

<sup>2</sup> سعد عبد الحميد مطاوع، << مرجع سابق >>، ص 227.

<sup>3</sup> عمر عبده سلامة، محفوظ جبار، << أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات >>، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثالث، جوان 2008، ص ص 93 - 94.

### - سندات بدون كوبون

هي السندات التي تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في البورصة بالسعر السائد، وقيمة هذه السندات تتزايد بمرور الزمن نتيجة لتراكم الفوائد<sup>1</sup>.

### - سندات ذات معدلات فائدة متحركة

ساهمت مرحلة التضخم التي ميزت عقد الثمانينات في ظهور هذا النوع من السندات، حيث كانت السياسة المتبعة لمعالجة آثار التضخم تتمثل في رفع معدلات الفائدة مما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية للسندات لكن باستخدام سندات ذات معدلات فائدة متحركة يحقق المستثمر التغطية الضرورية ضد التضخم، فيتم تحديد معدل فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أو ثلاثة أشهر ويعاد النظر فيه دوريا بعدها حتى يتلائم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق؛

### - سندات الدخل

ترتبط سندات الدخل بالنتائج التي تحققها الشركة، حيث لا يتم تحصيل الفوائد طالما لم تحقق الشركة أرباحاً، ويمكن أن يتم تحويل سندات الدخل إلى أسهم عادية<sup>2</sup>.

- **السندات الرديئة ( متواضعة الجودة ):** استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار عالي المخاطر وهو ما يقضي أن يكون معدل الكوبون مرتفع ليعوض تلك المخاطر؛

- **سندات المشاركة:** تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل في جزء من أرباح الشركة<sup>3</sup>. ويوضح الجدول الموالي يوضح أهم الاختلافات بين الأسهم العادية والممتازة والسندات:

<sup>1</sup> خالد محمد نصار، << آليات تنشيط سوق الأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة) >>،

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل ( غير منشورة )، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة، 2006، ص 124.

<sup>2</sup> سامي مباركي، << فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمار دراسة مقارنة - الجزائر، المغرب وتونس - >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، فرع اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2003-2004، ص 52.

<sup>3</sup> عبد الغفار الحنفي، رسمية قرياقص، << الأسواق والمؤسسات المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص ص 273-274.

الجدول رقم (05): أوجه الاختلاف بين القيم المتداولة في السوق المالي

السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية	الورقة المالية عامل المقارنة
تمثل جزء من القروض طويلة الأجل.	تمثل جزء صغير من رأس المال وإن كانت تجمع بين خصائص رأس المال والقروض.	تمثل جزء صغير من رأس المال.	المفهوم
المرتبة الثالثة والمتبقي غير محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الأولى محدد	الحق في الأصول عند التصفية - درجة الأسبقية - المبلغ
الأصل أنها تحصل على فائدة ثابتة ومحددة ولكن ظهرت أنواع أخرى ذات عائد متغير.	عادة ما تحصل على فائدة ثابتة وأحياناً يكون العائد صغير.	المشاركة في الربح والخسارة بعد حصول الأطراف الأخرى على حقوقها.	العائد
قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.	المرتبة قبل الأخيرة.	يتم استنزال القيمة عند التصفية بعد استيفاء جميع الحقوق الأخرى.	استرداد القيمة
لها تاريخ استحقاق مسبقاً.	ليس لها تاريخ استحقاق.	ليس لها تاريخ استحقاق.	تاريخ الاستحقاق

المصدر: حليلة عطية، << دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: (2008-2013)>>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015، ص 20.

### المطلب الرابع: المشتقات المالية والأوراق المهجنة ( الأدوات الحديثة )

بالإضافة إلى الأدوات التقليدية بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية، حيث لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات لأنها تجمع بين صفاتها وخصائصها معاً، وهي الأدوات الحديثة التي تمثل المشتقات المالية والأوراق المهجنة

#### الفرع الأول: المشتقات المالية

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية، عقود المبادلة وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة<sup>1</sup>، ومن الملاحظ أن كل هذه العقود تدخل ضمن سوق واحد ويسمى بسوق المشتقات<sup>2</sup>.

- كما عرفها بنك التسويات التابع لصندوق النقد الدولي على أنها: " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل مالي من هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري"<sup>3</sup>.

وفي ضوء ما سبق فإن المستثمرين في أسواق المشتقات المالية يندرجون تحت الفئات الآتية<sup>4</sup>:

- **المتحفظون:** تحاول هذه الفئة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن هذا لا يعني ضمان كامل.

- **المضاربون:** تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

- **المراجحون:** وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فرق سعري الأصل معين بين سوقين أو أكثر إذا تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطر.

<sup>1</sup> منير عوادي، << دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الفترة: (2010-2013) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 39.

<sup>2</sup> مختار حميدة، << مرجع سابق >>، ص 128.

<sup>3</sup> منيرة عباس، مداخلة بعنوان: << الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية >>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 2.

<sup>4</sup> الصادق بوشنافة، عائشة موزاوي، مداخلة بعنوان: << مكانة الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الافتراضي - عرض تجارب لأسواق مالية إسلامية - >>، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 13-14 مارس 2012، ص 4.

وتنقسم المشتقات المالية إلى الأنواع التالية:

أولاً: أنواع المشتقات المالية

### 1- عقود الخيارات

يمكن تعريفها بأنها عقود مالية غير ملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحدد من الطرف المحدد له على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل حق التنفيذ أو مقابل إلزامية العقد، ومن هذا يمكن فهم أن عقد الخيار يحدد صاحبه من إلزامية العقد ويعطيه حق التنفيذ من عدمه مقابل دفع علاوة للطرف الثاني من العقد، ويطلق على مشتري الحق بصاحب المركز الطويل، أما محرر العقد فيطلق عليه صاحب المركز القصير<sup>1</sup>.

#### 1-1- أركان عقود الخيارات

يمكن توضيح أركان عقود الخيارات في ما يلي<sup>2</sup>:

- **مشتري الحق:** هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الاختيار.
- **بائع الحق (محرر الاختيار):** وهو الشخص الذي يحرر عقد الاختيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها من مشتري الاختيار.
- **سعر التنفيذ:** وهو سعر الورقة وقن ابرام العقد.
- **السعر السوقي:** وهو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.
- **تاريخ التنفيذ:** وهو تاريخ ابرام العقد.
- **تاريخ الانتهاء:** هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الاختيار بتنفيذه.
- **المكافأة:** هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

#### 1-2- أنواع عقود الخيار

هناك عدة تصنيفات لعقود الاختيار، ومن بين أهم هذه التصنيفات ما يلي التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية، التصنيف على أساس نوع الصفقة، وعلى أساس الاستحقاق كما يلي:

<sup>1</sup> حليلة عطية، << مرجع سابق >>، ص 21.

<sup>2</sup> منير عوادي، << مرجع سابق >>، ص ص 40 - 41.

### 1-2-1- التصنيف على أساس ملكية الأوراق المالية:

يقسم حق الاختيار حسب هذا التصنيف إلى نوعين هما:

#### - الاختيار المغطى

وهو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا، يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية محل التعاقد؛

#### - الاختيار غير المغطى

وهو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا، ولا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية محل التعاقد؛

### 1-2-2- التصنيف على أساس نوع الصفقة:

تصنف حقوق الاختيار حسب هذا التصنيف إلى حق اختيار الشراء وحق اختيار البيع كما يلي:

#### - حق اختيار الشراء

يتيح حق اختيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يرغب المستثمر شراءها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق للمستثمر إلزام محرر عقد اختيار الشراء بتنفيذ الاتفاق إذا ما ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد عن السعر المتفق عليه وهو سعر التنفيذ، ونظير ذلك يحصل محرر حق اختيار الشراء على مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر نظير تحمل هذه المخاطر والمتمثلة في مخاطر ارتفاع أسعار الأوراق المالية في المستقبل، ويتضح مما سبق أن حامل اختيار الشراء لا ينفذ هذا الحق إلا إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية تفوق سعر الممارسة أو التنفيذ؛

#### - حق اختيار البيع

يعطي حق اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها، حيث يتيح هذا النوع للمستثمر إلزام محرر حق الاختيار بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل الاتفاق خلال فترة العقد عن سعر التنفيذ، حيث يضمن المستثمر الذي هو مشتري الحق أن يقوم ببيع الأوراق المالية للمحرر بنفس سعر التنفيذ، بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي تعرضت له أسعار الأوراق المالية، وذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق لمحرر هذا الحق، هذه المكافأة غير قابلة للرد في ظل أي ظرف من الظروف، والتي تمثل في الواقع تعويض لمحرر الحق عن مقدار المخاطرة التي يتعرض لها عند انخفاض أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ في المستقبل ويتضح من هذا، أن حق اختيار البيع يتم تنفيذه عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية أقل من سعر الممارسة أو التنفيذ<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> زكية لعجالي، << الاستثمار في الأسواق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2009-2010، ص ص 68-69.

- العقود المزدوجة

هو عقد يجمع خيارات البيع و خيارات الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، وذلك مرهون بمصلحة المشتري حينما كانت فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا وإذا انخفضت كان بائعا<sup>1</sup>.

1-2-3- التصنيف على أساس الاستحقاق ( حسب تاريخ تنفيذ ):

- عقود الاختيار الأمريكية

هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة العقد؛

- عقود الاختيار الأوروبية

هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد<sup>2</sup>.

وفيما يلي جدول يبين الاختلاف بين خيار الشراء و خيار البيع:

الجدول رقم (06): مقارنة بين خيار الشراء وخيار البيع في بعض الجوانب

أنواع العقد		محرر العقد ( البائع )		مشتري العقد ( المالك )	
	الالتزام	الحقوق	الالتزام	الحقوق	
خيار الشراء	بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في الموعد ( أو قبل الانتهاء من الصلاحية ).	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار.	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.	ينفذ ( أو لا ينفذ ) الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في موعد ( أو قبل الانتهاء من الصلاحية ).	
خيار البيع	شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق ( إذ قرر التنفيذ ) وبسعر التنفيذ.	يستلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار.	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار.	ينفذ ( أو لا ينفذ ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ.	

المصدر: محمود محمد الداغر، <<الأسواق المالية ( مؤسسات - أوراق - بورصات )>>، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 127.

كما يمكن تلخيص الحالات المربحة والخسارة بالنسبة لخيارات الشراء والبيع في موعد التنفيذ في الجدول التالي:

<sup>1</sup> حليلة عطية، << مرجع سابق >>، ص 23.

<sup>2</sup> مليكة علقمة، شافية كتاف، مداخلة بعنوان: << التمويل المهيكل وأدواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة >>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 13.

الجدول رقم (07): الحالات المربحة والخسارة بالنسبة لخيارات الشراء والبيع

نتيجة الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
الخيار المربح	سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ - تنفيذ العقد.	سعر السوق أقل من سعر التنفيذ - تنفيذ العقد.
الخيار الخاسر	سعر السوق أقل من سعر التنفيذ - لا ينفذ العقد.	سعر السوق أكبر من سعر التنفيذ - لا ينفذ العقد.
الخيار المتكافئ	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: محمود محمد الداغر، <<الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات)>>، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 128.

2- العقود الآجلة والمستقبلية

تتشابه العقود المستقبلية مع العقود الآجلة بدرجة كبيرة، حيث تعتبر العقود المستقبلية إمتداد للعقود الآجلة وأن العقود الآجلة هي: " اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة تقاص لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق بسعر محدد سلفاً"<sup>1</sup>.

- على غرار العقد الآجل فإن العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر محدد، و لا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية<sup>2</sup>.

- يمكن تعريف العقود المستقبلية بأنها: " التزام متبادل بين طرفين يفرض على احدهما أن يسلم الآخر أو يستلم كمية محددة من : " اتفاقية لشراء أو بيع سلعة أو أدوات مالية على أن تسلم في المستقبل وخلافا للعقد الآجل الذي يتم التفاوض عليه بشكل خاص والذي يشمل شروطا موضوعية فإن العقد المستقبلي اتفاقية موحدة قياسيا لا يتغير فيها سوى السعر وشهر التسوية؛"

- وللعقود المستقبلية تواريخ استحقاق موحدة كما يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة ويتعامل كلا الطرفين من خلال مؤسسة تقاص، ولكلاهما الحق في بيع حقه في الاستلام أو التسليم خلال فترة سريان العقد، ويقدم كل من الطرفين هامش مبدئي لضمان التزاماتهم، وكذلك هامش صيانة والذي له حد معين من الهامش المبدئي لا يجب أن ينزل عنه، ولكل طرف يزيد هامشه عن الهامش المودع الحق في سحب الزيادة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مختار حميدة، << مرجع سابق>>، ص ص 123 - 124 .

<sup>2</sup> محمود سحنون، سميرة محسن، مداخلة بعنوان: << مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات>>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 2.

<sup>3</sup> لحسن دردوري، طارق خاطر، مداخلة بعنوان: << دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المالي>>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 4.



## 2-1- أركان العقود المستقبلية والعقود الآجلة

- فيما يتعلق بأركان العقد المستقبلي فهي نفس الأركان التي يتضمنها العقد الآجل، وتتمثل في العناصر التالية<sup>1</sup>:
- **بائع العقد:** وهو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الآخر، أي المشتري في التاريخ المحدد في المستقبل.
  - **مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الأول، أي البائع في التاريخ المحدد في المستقبل.
  - **محل العقد:** يقصد به الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد، والذي قد يكون بضائع أو أوراق مالية، مؤشرات، عملات ... إلخ.
  - **سعر التسوية:** أو السعر المستقبلي أو سعر التنفيذ، وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام الصفقة محل العقد في المستقبل.
  - **تاريخ التسليم أو التسوية:** وهو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل. بالإضافة إلى الكمية والمكان وطريقة التسليم.

## 2-2- أنواع العقود المستقبلية والآجلة

ويمكن تصنيف العقود الآجلة إلى الأنواع التالية:

- **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية ولكن ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق حتى تاريخ التنفيذ؛
- **العقود الآجلة لأسعار الصرف:** وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ، ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلا نظرا للالتزام بسعر تم تحديده مسبقا<sup>2</sup>.
- ومن بين العقود المستقبلية نذكر الأنواع التالية كما يلي:
- **العقود المستقبلية على السلع:** وهو بمثابة عقد بين طرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدار محدد من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مريم سرارمة، << دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية - >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة ) ، تخصص: مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011- 2012، ص، ص 24- 25.

<sup>2</sup> محمد خميسي بن رجم، مداخلة بعنوان: << المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها >>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، صص 4- 5.

<sup>3</sup> أحمد صلاح عطية، << مرجع سابق >>، ص 235.

- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة<sup>1</sup>، وضمن هذه العقود نجد:

- عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة قصيرة الأجل، مثل العقود المستقبلية على الودائع؛
- عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة طويلة الأجل، مثل العقود المستقبلية على سندات الخزنة؛
- العقود المستقبلية على العملات الأجنبية (أسعار الصرف): وفيها يتم تداول العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية<sup>2</sup>.

والجدول الموالي يوضح الفروق الجوهرية بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

الجدول رقم (08): أهم الفروقات بين العقدين المستقبلي والآجل

العقد الآجل	العقد المستقبلي
- يتم التداول بالتليفون والتلكس.	- من حيث كيفية التداول: يتم التداول بطريقة تنافسية بين السماسرة وجها لوجه.
- قوانين ذاتية.	- من حيث القوانين: تقوم إدارة البورصة بإصدار القوانين التي تنظم التعامل.
- أكثر من 90% يتم فيها القيام بالتسليم الفعلي.	- التسليم: حوالي 99% من العقود المستقبلية يتم تسويتها نقدا، ويتم التسليم الفعلي فقط في حدود 1% فقط.
- يتم التفاوض بشأن حجم العقد وغالبا ما تكون أكبر حجما من عقود المستقبلية النمطية.	- حجم العقد: عقود نمطية فيما يتعمق بحجم العقد ونوع العملة.
- تقوم البنوك بعرض العقود الآجلة لعملائها لأي تاريخ.	- تواريخ الاستلام: يتم التسليم في تواريخ محددة من أيام السنة وذلك في الشهور التي تحددها إدارة البورصة.
- تتم التسوية في نهاية مدة العقد.	- التسوية: تتم التسوية على أساس يومي عن طريق غرفة المقاصة بالبورصة.
- يتم تسعير العملات طبقا للنظام الأوروبي.	- التسعير: يتم استخدام النظام الأمريكي في تحديد سعر التداول.

<sup>1</sup> منير عوادي، << مرجع سابق >>، ص 43.

<sup>2</sup> مريم سرارمة، << مرجع سابق >>، ص 33.

- تكلفة التداول: تمثل كلفة التداول عمولة سمسة عند البيع أو الشراء.	- الفرق بين سعري الشراء والبيع.
- الهامش: يلتزم كل المتعاملون في سوق عقود المستقبلية لسداد الهامش.	- لا يوجد هامش على الإطلاق.
- المخاطر الائتمانية: يتم التعامل في غرفة المقاصة بالبورصة عند البيع أو الشراء مما يخفف المخاطر الائتمانية بصورة كبيرة.	- ترتبط بكل طرف من الأطراف كل على حدى ولذلك يتم في بعض الأحيان فرض حدود ائتمانية للتعامل.

المصدر: حليلة عطية، << دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: ( 2008-2013 ) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014، ص ص 25-26.

- كما يمثل الجدول الموالي أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية وعقود الخيارات:

الجدول رقم (09): أوجه الاختلاف بين العقد المستقبلي وعقد الخيار

عقود الخيارات	العقود المستقبلية
- يمكن لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم التنفيذ.	- تلزم كلا الطرفين بتنفيذ العقد في التاريخ المتفق عليه.
- تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر.	- خسارة المشتري قد تمتد لتشمل القيمة الكلية للعقد.
- لا يحق للمشتري استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر عند التعاقد.	- يمكن للمستثمر استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذ لم يتعرض صاحبه للخسارة.

المصدر: مريم سرارمة، << دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص ص 59.

### 3- عقود المبادلات

وهي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة، ولذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية ( شهرية، فصلية، نصف سنوية ... إلخ)؛ يعتبر ملزم للأطراف على خلاف عقد الاختيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة، بل سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وعقود المبادلة تستخدم غالبا لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغير سعر الفائدة والأطراف التي توافق على عقد المبادلة تكون أدوات الدين محل التعاقد<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، << مرجع سابق >>، ص ص 137-138.

### 3-1- خصائص عقود المبادلة

- تتنصف عقود المبادلات بمجموعة من الخصائص، وتتمثل أهمها فيما يلي<sup>1</sup>:
- عقود غير نمطية، تفصل حسب رغبة الطرفين، ويتم التعاقد بها بصورة مباشرة أو غير مباشرة.
- تركز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات في أحيان أخرى.
- توفر إمكانية التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية ولا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات.

### 3-2- أنواع عقود المبادلات

#### - عقود مبادلة أسعار الفائدة

وهي مبادلة يقوم فيها أحد طرفي العقد بدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة للطرف الآخر الذي يقوم بدفع سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة المتغيرة ( العائمة ) مقابل ذلك، وتعتبر مبادلة الفائدة الثابتة بالفائدة المتغيرة هي المبادلة الأساسية إلى جانب الأنواع الأخرى من مبادلات أسعار الفائدة وهي:

- **مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد:** وفيها يحصل المشتري على الفرق بين معدل الفائدة المتغير ومعدل الفائدة على الأوراق المالية ذات معدلات الفائدة المتغيرة وغير المقيدة، حيث يكون معدل الفائدة على هذه الأوراق بمثابة سعر التنفيذ في عقد حق اختيار الشراء، فإذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى من معدل الفائدة على هذه الأوراق فإن مشتري الأوراق يحصل على الفرق، أما إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أقل من معدل الفائدة على تلك الأوراق فإنه لا يتم تبادل أي نقدية في هذه الحالة؛

- **مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير والمقيد:** هذه الأوراق لها معدل فائدة يتأرجح بين حد أعلى وحد أدنى، ويحصل مشتري هذا العقد (الأوراق) على الزيادة في سعر الفائدة على هذه الأوراق عن معدل الفائدة المتغير، أما إذا كان هذا الأخير أكبر من معدل الفائدة على هذه الأوراق فإنه لا يتم تبادل أي نقدية في هذه الحالة؛

- **المبادلة المختلطة:** يتكون هذا العقد من اتخاذ موقف طويل الأجل، أي شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات فائدة متغيرة وغير مقيدة، واتخاذ موقف قصير الأجل، أي بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات فائدة متغير ومقيد<sup>2</sup>.

#### - عقود مبادلة العملات الأجنبية

حيث تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينهما فترة زمنية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> مريم سرارمة، << مرجع سابق >>، ص ص 64 - 65.

<sup>2</sup> << نفس المرجع السابق >>، ص ص 62 - 63.

<sup>3</sup> لخضر مرغاد، سهام عيساوي، << استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية >>، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الخامس عشر، جوان 2014، ص 150.

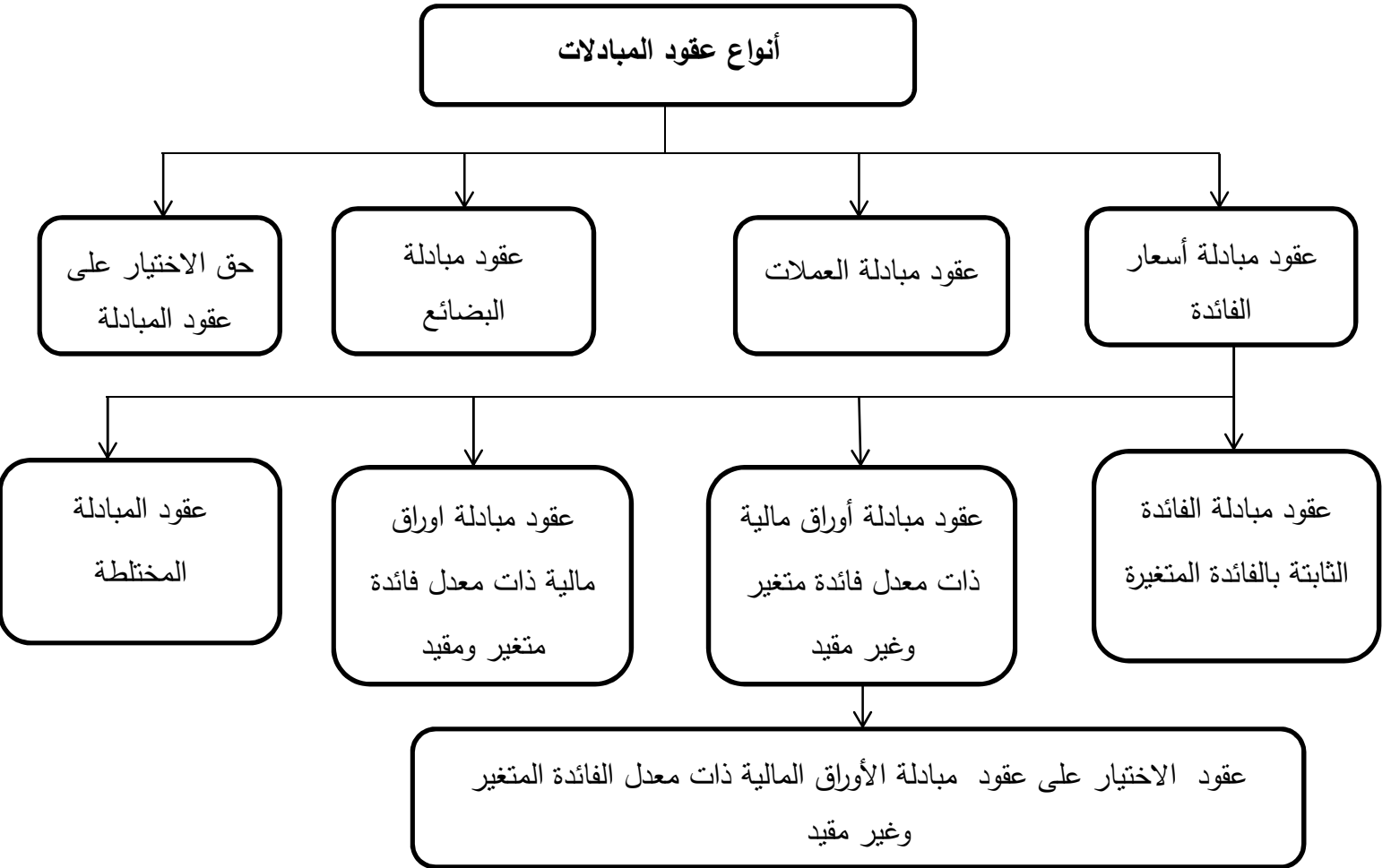
- مبادلة البضائع

هي عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الحالي من الطرف الآخر لبضائع معينة بالسعر السائد ويتم التسديد فوراً، وبيعها لو في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها؛

- حق الاختيار على عقد المبادلة

وهي شراء حق الاختيار في الدخول في مبادلة معينة في تاريخ مستقبلي (خيار شراء أو خيار بيع)، وبالتالي فهي تجمع بين خصائص كلا من عقود مبادلة وعقود الخيارات<sup>1</sup>.  
والشكل الموالي يوضح أنواع عقود المبادلات كالتالي:

الشكل رقم (02): أنواع عقود المبادلات



المصدر: مريم سرارمة، << دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية ->>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص 62.

<sup>1</sup> حليلة عطية، << مرجع سابق>>، ص 27.

### ثانيا: أهمية المشتقات المالية

تتمتع الأدوات المالية المشتقة بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية أهمها:

- الحد من المخاطر: يعتبر الحد من أو تجنب المخاطر هو أهم الأغراض التي أدت إلى استخدام المشتقات حيث إذا أحسن استخدامها والرقابة عليها فإنها تساعد المنشآت في ادارة مخاطرها المالية بشكل يساهم بفعالية؛
- الزيادة في إيرادات المنشآت: في ظل المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية، أصبحت المشتقات تحقق مزايا في جلب إيرادات جديدة، وتنوع المحافظ الاستثمارية وزيادة عدد المتعاملين وبالتالي زيادة العوائد والرسوم نتيجة تزايد كفاءة ونوعية الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية؛
- تحقيق غرض المضاربة، وذلك بأن الدخول في عمليات ذات مخاطر محتملة عالية، مما يعني إمكانية الحصول على عوائد محتملة عالية، وذلك باستغلال التقلبات المتوقعة في السوق، حيث يعتقد المضارب أن أسعار السوق للأدوات المالية أو السلعة أو المؤثرات المرتبطة بها سوف تتغير، وبالتالي فإن الأداة المشتقة يمكن أن تتيح صافي تدفق نقدي إلى الداخل، أو سيتم بيعها مستقبلا بأرباح<sup>1</sup>.

بالإضافة إلى أهميتها في:

- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية وفرص استثمارية للمضاربين؛
- أداة لاكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر؛
- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد و سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية<sup>2</sup>.
- إن منتجات المشتقات المالية قد أمنت أيضا درجة أعلى من الارتباط بين الأسواق أكثر من أي وقت سبق فهي تمثل تقدما شديدا الأهمية في مسيرة الأسواق المالية لما لها من فعالية بارزة في تخفيف الحواجز التي كانت تمنع الدخول إلى الأسواق المختلفة، وبذلك فإنها مكنت مشاركين جدد من الانخراط في نشاطات عدة<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: الأوراق المهجنة

استطاعت الأوراق المهجنة أو الهجينة الدمج بين الأسهم والسندات حيث يمكن التمييز بين الأنواع التالية ( الأسهم الممتازة، شهادات الاستثمار، الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي ).

#### أولا: تعريفها

تعرف الأوراق المهجنة بأنها: " أوراق مالية جديدة لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات الدين أي السندات وأدوات الملكية الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وعليه فإن للأوراق المهجنة لا يمكن اعتبارها لا أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما ؛"

<sup>1</sup> حسين عبد الطلب حسين محمد الأسرج، << دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد (غير منشورة)، كلية التجارة قسم الاقتصاد، جامعة الزقازيق فرع بنها، مصر، مارس 2002، ص ص 48-49.

<sup>2</sup> مريم سرارمة، << مرجع سابق >>، ص، ص 66-67.

<sup>3</sup> محمد العريان، << عندما تتصادم الأسواق ( استراتيجيات استثمارية في عصر التقلبات الاقتصادية العالمية ) >>، دار الكتاب العربي، بيروت لبنان،

### ثانياً: أنواعها

بالإضافة إلى الأسهم الممتازة التي تم التطرق لها توجد:

**1- شهادات الاستثمار:** هي عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة؛

ونستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت، ولحاملها الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة<sup>1</sup>.

**2- الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:** تمثل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي<sup>2</sup>.

### المبحث الثالث: عوامل قيام سوق رأس المال

إن التعامل في الأسواق المالية مرتبطاً أساساً بتحليل تلك الأسواق و معرفة المتغيرات و العوامل المؤثرة فيها بهدف تزويد المستثمر بالبيانات و المعلومات اللازمة عن المتغيرات المرتبطة بالأداء المستقبلي، و بالقيمة السوقية للأوراق المالية من خلال المؤشرات وأدوات التحليل للوصول للكفاءة في السوق المالي

### المطلب الأول: التحليل الفني و الأساسي في سوق رأس المال

للوصول إلى أفضل قرارات الاستثمار يجب اتباع طرق تحليل ومن أبرز وسائل التحليل المستخدمة سوق رأس المال هي التحليل الأساسي و التحليل الفني

### الفرع الأول: التحليل الفني

#### أولاً: مفهومه

التحليل الفني هو أسلوب يهتم بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر الورقة معينة ومؤشرات سوقية أخرى كما يهتم المحلل الفني بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق ككل ثم على مستوى ورقة مالية معينة، كذلك يهتم بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، بهدف اكتشاف نمط تلك الحركة ويمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم؛

<sup>1</sup> منير عوادي، << مرجع سابق >>، ص 45.

<sup>2</sup> علي بوعيد الله، << مرجع سابق >>، ص 28.

- يهدف التحليل الفني عادة إلى توقع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء سواء لسهم معين أو مجموعة من الأسهم و من جانب آخر يهتم التحليل الفني بدراسة حركة السوق والأسعار من خلال الرسوم والأشكال البيانية في الماضي، بهدف التنبؤ بما سيكون عليه اتجاه الأسعار في المستقبل<sup>1</sup>.

### ثانيا: افتراضات التحليل الفني

في سنة 1966 حدد روبرت ليفي ملخصا للفروض التي يقوم عليها التحليل الفني كما يلي:

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط؛
- توجد عدة عوامل تتحكم في العرض والطلب بعضها رشيد والآخر غير رشيد ( غير منطقية )، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالأسهم والتي تنعكس آثارها على سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة تعكس ميول ورغبات المستثمرين؛
- يعطي السوق أليا وبصفة مستمرة وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب؛
- تميل أسعار الأسهم إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الزمن باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر<sup>2</sup>.
- الاتجاهات المسيطرة التي تمثل تغير في رد فعل للتحوّل في العلاقات ما بين العرض والطلب يمكن تحديدها عاجلا أو آجلا وذلك من خلال ما يجري داخل السوق نفسه<sup>3</sup>.

### ثالثا: مزايا وعيوب التحليل الفني

#### 1- المزايا

- سهولة فهم أساليبه والسرعة في تطبيق تقنياته، ولا يحتاج إلى مستوى عالي من ثقافة الاستثمار؛
- التوفير في الوقت والجهد لأنها تعتمد على معلومات مشتقة من سوق الأوراق المالية نفسها؛
- المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني متاحة يوميا وبانتظام عبر تقارير السوق والصحف اليومية؛
- تتصف القاعدة الفنية بشمولية التطبيق أليا على أي عدد من الأسهم<sup>4</sup>.
- توضيح الحالة النفسية السائدة في السوق من خلال دراسة السلوك النفسي للمضاربين والذي يكون مؤثرا على أداء الأسواق المالية؛

<sup>1</sup> لحسن جديدين وآخرون، << كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية - عمان - تونس والمغرب >>، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، العدد الثاني، 2012، ص 242.

<sup>2</sup> نعيمة برودي، << التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية واتجاهات السوق >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: نقود، مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلسان، 2012-2013، ص 164.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، << دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 298.

<sup>4</sup> أرشد فؤاد التميمي، << مرجع سابق >>، ص 223.



## 2- العيوب

- استمرارية القراءة من أجل توقع حركة الأسهم يتوجب على المحلل الفني المتابعة المستمرة والقراءة اليومية لمؤشرات الأسهم، وهذا يتطلب منه وقتاً لتتبع سلوكيات الأسواق ( تتبع العرض والطلب )<sup>1</sup>.
- يتخذ المحلل الفني قرار الاستثمار بناء على وقوع الأحداث المتعلقة بتحركات الأسعار وليس التنبؤ بمستقبل تلك الأسعار وفقاً للمعلومات ذات العلاقة؛
- المحلل الفني ينشئ التوقعات بنفسه والمحتمل وقوعها، وعليه فإن تحركات الأسعار هي نتيجة لسلوك المحللين وليس عوامل أخرى ذات علاقة بعملية التقييم التي يعتمدها المحلل الأساسي<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: التحليل الأساسي

#### أولاً: مفهومه

يبدأ هذا التحليل بالتركيز على التحليل الاقتصادي، بالأخذ في الحسبان المؤشرات التي يمكن من خلالها التعرف على الأحوال الاقتصادية وبحيث يمكن للمحلل المالي التنبؤ بمستوى الناتج والدخل القومي وتستخدم هذه التنبؤات كأساس للتنبؤ المستقبلي لمبيعات مختلف القطاعات الصناعية ومن ثم التنبؤ بمبيعات وأرباح كل شركة داخل كل قطاع<sup>3</sup>.

يقوم المحللون الأساسيون بتطوير تقديرات لمعدلات نمو الأرباح المستقبلية ومعدل الخصم المناسب من خلال فحص الاتجاهات الاقتصادية والمستقبلية للمنشأة، والتي تتم من خلال تصور التحليل من الأعلى إلى الأسفل ( النسق التنازلي )، حيث يمثل المراجعة المستخدمة في تحليل الأسهم الأساسية من الأعلى إلى الأسفل، ويبدأ التحليل بفحص كل من النمو في الأجل القصير والأجل البعيد لمخرجات الاقتصاد الاجمالية ويتبع ذلك فحص محددات نمو الصناعة المستقبلية المحتمل، وبالنسبة لمنشأة نموذجية فإن نمو المخرجات الاقتصادية الكلية هو القوة الأولى التي تدفع بنمو الصناعة، وأخيراً فإن تحليلاً مفصلاً يجب القيام به عن الماضي القريب والمستقبل المحتمل لها<sup>4</sup>.

إذا التحليل الأساسي على عكس التحليل الفني لا يعتمد على دراسة البيانات التاريخية لسعر السهم وإنما على الواقع الاقتصادي للمؤسسة، وذلك بهدف تحديد القيمة الجوهرية للمؤسسة ثم مقارنتها بالقيمة السوقية، إذا كانت القيمة الجوهرية أكبر أو تعادل القيمة السوقية، تعتبر أسهم المؤسسة استثماراً جيداً و يتخذ قرار الشراء أما إذا كانت القيمة السوقية أعلى من القيمة الجوهرية فتبقى المؤسسة تحت الرقابة إلى أن تطرأ تغييرات في العلاقة بين القيمة السوقية و القيمة الجوهرية و يعتمد المحلل الأساسي على عدة وثائق من أجل إجراء دراسته حول أي

<sup>1</sup> نعيمة برودي، << مرجع سابق >>، ص ص 172 - 173.

<sup>2</sup> أرشد فؤاد التميمي، << مرجع سابق >>، ص ص 223.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، << بورصة الأوراق المالية ( أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات ) >>، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003، ص 215.

<sup>4</sup> خالد وهيب الراوي، << الأسواق المالية والنقدية >>، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة 2، 2000، ص 332.

مؤسسة، وأهم هذه الوثائق هي جدول النتائج المالية لسنوات النشاط السابقة والميزانية بالإضافة إلى جدول التدفقات النقدية... الخ<sup>1</sup>.

### ثانياً: وسائل التحليل الأساسي

يرتكز التحليل الأساسي على ثلاث وسائل هي تحليل الاقتصاد وتحليل الصناعة وتحليل الشركة كما يلي<sup>2</sup>:

#### 1- تحليل الاقتصاد

يشمل تحليل الاقتصاد لأي بلد بالدرجة الأولى على ما يلي:

- تحديد النمو المتوقع، أو العجز بميزانية الحكومة.
- التعرف على عوامل اقتصادية مهمة مثل مستوى البطالة، مستوى التضخم والذي يؤثر بشكل مباشر على مستوى الفوائد، ومستوى دخل الفرد والذي يؤثر على قوته الاستهلاكية.
- الوفرة أو العجز بميزان المدفوعات والتجارة الخارجية، الأمر الذي يؤثر على سعر صرف العملة.
- ويحاول المحللون الأساسيون، عن طريق دراسة تلك العوامل الاقتصادية المهمة في أي بلد، التنبؤ باتجاه سوق البورصة فيه، فنتائج التحليل الاقتصادي تساعد المستثمر على اختيار الوقت المناسب لدخول سوق الأسهم أو الخروج منها.

#### 2- تحليل الصناعة

يهدف هذا التحليل للتعرف على مستقبل الصناعات في ظل التطورات الاقتصادية في البلد، حيث من المعروف أن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي، ولا تتأثر بنفس القوة بأي ركود يصيب الاقتصاد، حيث أن التحليل الأساسي للقطاعات الصناعية المختلفة يمكن المستثمر من اختيار القطاعات التي يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية المنتظرة، بعد ذلك يستطيع المستثمر الانتقال إلى المرحلة التالية والتي تهدف إلى تحليل شركات هذه القطاعات المختارة للتعرف على الشركات الرائدة فيها.

#### 3- تحليل الشركة

يهدف تحليل الشركات بالدرجة الأولى لتحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع نفسه لاختيار الشركة الأولى في كل قطاع والتي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها على قريناتها في هذا القطاع، إن دراسة أوضاع الشركات ومتابعة أحوالها باستمرار تمكن

<sup>1</sup> عماد الدين شرابي، << اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني ( دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في cac 40 >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة)، تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011، ص 79.

<sup>2</sup> عصام حسين، << مرجع سابق >>، ص، ص 158 - 160.

المستثمرين من التعرف وبشكل مبكر على أي متغيرات إيجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع هذه الشركات فتؤثر على أسعار أسهمها.

### ثالثاً: الانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي

التحليل الأساسي كذلك لا يخلو من النقائص و من أهمها<sup>1</sup>:

**1- عجز التحليل الأساسي على تفسير حركة سعر السهم:** في كثير من الأحيان نلاحظ أن سعر السهم يتغير تغيراً ملحوظاً دون وجود أي سبب وجيه لذلك، حيث يعجز المحللون الأساسيون عن تفسيره وعن الاستفادة منه وهنا يمكن للمحلل الفني التصرف و الاستفادة من هذه التقلبات في سعر السهم عن طريق مؤشرات التحليل الفني المصممة خصيصاً لقياس كل حركة تطرأ على سعر السهم.

**2- تعدد المعلومات الواجب دراستها قبل اتخاذ قرار الاستثمار:** يقوم المحلل الأساسي بدراسة كم معتبر من الوثائق و التقارير التي تصدرها مختلف الجهات سواء كانت تقارير من داخل أو من خارج المؤسسة و ذلك لسنوات النشاط السابقة، هذا ما يتطلب وقتاً و جهداً كبيرين ليس من قبل شخص واحد فحسب بل من قبل فريق متخصص و ذي خبرة مما قد يتسبب في ضياع فرص استثمارية جيدة.

**3- استحالة إدراك كل العوامل المحيطة بالمؤسسة:** إن توفر كافة التقارير المتعلقة بالمؤسسة للجمهور العام لا يعني بالضرورة أن المحلل الأساسي سيتخذ القرار الاستثماري الصائب، ذلك لأنه من الصعب إدراك كافة العوامل التي من شأنها التأثير على أداء المؤسسة، و حتى إن تمكن فريق التحليل الأساسي من اتخاذ قرار معين، فإنه يمكن أن تطرأ تغيرات جديدة على إحدى هذه العوامل، في أحسن الأحوال ينتبه فريق التحليل الأساسي لهذه التغيرات قبل فوات الأوان و يعيد النظر في القرار عن طريق دمج المتغيرات الجديدة، لذلك نلاحظ أنه ليس من السهل اتخاذ قرار استثماري في ظل التعقد وعدم وجود درجة التأكد المحيطة بالمؤسسة.

**4- غياب منهجية لاختيار توقيت دخول السوق:** إن إيجاد المؤسسات التي تتمتع بصحة مالية جيدة غير كاف من أجل اتخاذ قرار الاستثمار في أسهمها، ذلك لأنه يجب اختيار التوقيت الجيد لدخول السوق و هذا السؤال لا يجيب عليه التحليل الأساسي و تكمن أهمية اختيار توقيت السوق في تقادي شراء سهم في بداية دورة نحو الانخفاض و بالتالي تقادي خسائر في قيمة المحفظة منذ البداية.

**5- ماذا لو كانت القيمة السوقية أكبر بكثير من القيمة الجوهرية؟:** يقوم المحلل الأساسي باتخاذ قرار الشراء عندما تكون القيمة الجوهرية أكبر أو تساوي القيمة السوقية للسهم إلا أنه عادة ما تكون القيمة السوقية للسهم أعلى بكثير من القيمة الجوهرية و هذا ما يضيق من مجال عمل التحليل الأساسي، بحيث لا يمكن اتخاذ قرار بالشراء في مثل هذه الحالات و بالتالي تضيع فرص تحقيق أرباح إذا ارتفع سعر سهم المؤسسة في المستقبل و هنا تظهر أهمية التحليل الفني الذي يمكننا من تحديد موقع سعر السهم في لحظة معينة مقارنة بما كان عليه في فترة زمنية سابقة.

<sup>1</sup> عماد الدين شرابي، << مرجع سابق >>، ص ص 82-83.

رابعاً: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

يمكن توضيح أهم الاختلافات بين التحليلين الفني والأساسي من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (10): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق ( أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها ).
الهدف	تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والاقراض.	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	- أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف. - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال: - تفاعل قوى العرض والطلب. - وجود عوامل بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية. - أن السوق أفضل متنبئ لنفسه. - أن سوق رأس المال غير كفاء.
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل.	- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف. - عوامل متعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب التكنولوجية. - عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقارير مراقب الحسابات.	عوامل السوق نفسه مثل: - أسعار الأوراق المالية. - حجم التداول و عدد الصفقات. - سلوك المستثمرين. - التوقيت الزمني. - اتساع السوق.

<ul style="list-style-type: none"> <li>- مؤشرات ميول المستثمرين نفسية.</li> <li>- مؤشرات تدفقات الأموال.</li> <li>- مؤشرات هيكل السوق.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- المؤشرات الاقتصادية العامة.</li> <li>- دورة حياة الصناعة.</li> <li>- التنبؤ بحالات النمو.</li> <li>- تحليل ظروف المنافسة.</li> <li>- تحليل التطورات التكنولوجية.</li> <li>- تحليل السلاسل الزمنية.</li> <li>- تحليل النسب للقوائم المالية.</li> </ul>	<p><b>أدوات التحليل الرئيسية</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب.</li> <li>- يحتاج إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ.</li> <li>- تحتاج القواعد الفنية لتطوير الظروف البيئية المتغيرة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني.</li> <li>- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة.</li> </ul>	<p><b>حدود استخدامها</b></p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، << دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص ص 304-305.

### المطلب الثاني: المؤشرات في سوق رأس المال

تعد المؤشرات مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة وعليه يمكن تعريف المؤشر وتوضيح أهميته من خلال المزايا التي يحققها للسوق المالي

#### الفرع الأول: مفهوم المؤشر وأهميته

##### أولاً: مفهوم المؤشر

يمكن تعريف المؤشر بأنه: " الأداة التي تحدد المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق ويكون المؤشر جيداً إن كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما أنه يعطي مؤشراً لوضع السوق"<sup>1</sup>.

والمؤشر هو بمثابة ترمومتر يقيس التغير في القيم السوقية للسهم في السوق المالي، فعند ارتفاع الأسعار في السوق يرتفع المؤشر والعكس صحيح، ومن هذا يجب الإشارة إلى أن المؤشر يعتمد بشكل أساسي على عاملين أساسيين هما:

<sup>1</sup> وليد صافي، أنس البكري، << مرجع سابق >>، ص 244.

**1- نقطة البداية :** هي نقطة الانطلاق من أجل تحديد سعر السهم، و تعطى له قيمة سوقية مبدئية يعتمدها المضاربون من أجل عملية الشراء أو البيع، حيث يشهد سعر السهم ارتفاعاً أو انخفاضاً نتيجة للتغير في أسعار السوق؛

**2- العينة :** ويقصد بالعينة هنا الشركات المدرجة في المؤشر، فكل مؤشر يتحدد على حسب الشركات المدرجة فيه فعلى سبيل المثال إذا أردنا تكوين مؤشر للشركات الصناعية، سنتضمن العينة شركات صناعية فقط، أما إذا كان للمؤشر للشركات التي تم تخصيصها ستكون العينة من جميع الشركات التي تم طرحها في برنامج الخصخصة، أما إذا كان المؤشر هو مؤشر للشركات النشطة في السوق فستمثل العينة هنا جميع الشركات النشطة أو الأكثر تداولاً في السوق، والمؤشر العام يضم جميع الشركات المدرجة في السوق، ومن هنا يتضح أهمية العينة في تحديد معنى أداء المؤشر، فلا بد من معرفة مكونات المؤشر والشركات المدرجة فيه لتحديد ما إذا كان معبر عن الأداء ككل أو لا<sup>1</sup>.

### ثانياً: أهمية المؤشر

للمؤشر أهمية كبيرة كما أن هناك شروط وأسس يجب توافرها فيه وسيتم التطرق إلى الأهمية والشروط فيما يلي:

#### 1- الأهمية:

- التقييم الحقيقي للاستثمارات، يمكن استخدام المؤشر في معرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات؛
- يعتبر المؤشر إنذاراً مبكراً للدولة والمؤسسات المالية والتي من خلاله تتخذ قرارات وإجراءات مالية واقتصادية قابلة لتصحيح مسار التعامل في السوق المالي للحد من حالات الكساد أو التضخم أو الانهيار المتوقع للسوق المالي وكذلك الحد من حالات الإفلاس المالي للشركات والمستثمرين في الأوراق المالية<sup>2</sup>.
- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين؛
- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد المشكلات لتقليصها، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق؛
- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تتجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة؛

<sup>1</sup> عمار بن مالك، << المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء - دراسة حالة شركة إسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006-2010 >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة)، تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011، ص 59.

<sup>2</sup> نبيل بهوري، << واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: الاقتصاد والمالية الدولية، جامعة يحي فارس المدينة، 2010-2011، ص 58.

### 2- الشروط:

- يجب أن يحتوي المؤشر عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية؛
- يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة للمستثمر العادي؛
- يجب أن يتضمن حجما كبيرا من الأسهم؛
- يجب أن يحدد وزن وأهمية نسبية كل سهم وأن يكون الوزن معروفا<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: استخدامات المؤشر وكيفية بنائه

للمؤشرات استخدامات عديدة تساهم في دعم الأسواق المالية ولها طريقة بناء وحساب لتعكس الأسعار في السوق كما يلي:

#### أولاً: استخدامات المؤشر

يستخدم المؤشر في<sup>2</sup>:

- 1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:** حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار أن يقارن بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية ( إيجابا أو سلبا ) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى، وإذا كانت الاستثمارات ( للمستثمر ) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.
- 2- الحكم على أداء المديرين المحترفين:** حيث يمكن للمستثمر العادي الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق ( متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة بالسوق ) الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق، وينبغي أن لا تركز المقارنة على العائد فقط بل على التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق.
- 3- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق:** إذا أمكن المحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات ( ما يعرف بالتحليل الأساسي )، فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، ما يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم.
- 4- تقدير مخاطر المحفظة:** بحيث يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق.

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، << مرجع سابق >>، ص ص 175 - 176.

<sup>2</sup> حياة زيد، << دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية ( الأردن، السعودية وفلسطين ) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014، ص 25.

### ثانياً: كيفية بناء المؤشر

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق المالي، والتي يستهدف المؤشر قياسها؛

وعلى الرغم من الاختلافات في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس هي: ملائمة العينة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر؛

### 1- ملائمة العينة

العينة من الناحية الإحصائية، جزء من مجتمع موضع الدراسة ويقصد بالعينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون الملائمة من ثلاث جوانب وهي:

**1-1 الحجم:** كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق؛

**1-2 الاتساع:** يقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على عدد أسهم من الشركات المكونة لتلك الصناعة، والمختارة بدون تحيز؛

**1-3 المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهي السوق الأساسي التي تتداول فيها تلك الأوراق المالية، وتحسب قيمة المؤشر على أساس الأسعار المعلنة (سعر الاقفال مثلاً) في تلك البورصة؛

وعلى الرغم من أن بعض المؤشرات مثل مؤشر بورصة نيويورك، قائم على كافة الأسهم المتداولة في تلك السوق، إلا أن هناك مؤشرات محسوبة على عينة صغيرة قد لا تقل كفاءة، والأمثلة على ذلك مؤشرات دو جونز، ومؤشرات ستاندرد آند بورز، والذي أثبت الواقع قدرتهما على الحكم على حالة السوق<sup>1</sup>.

### 2- الأوزان النسبية

ويقصد بها القيمة النسبية المعطاة لكل سهم من أسهم العينة المكونة للمؤشر، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي:

**1-2 مدخل الوزن على أساس السعر:** يتحدد وزن كل سهم داخل المؤشر آلياً على أساس نسبة السهم إلى مجموع الأسهم التي يقوم عليها هذا المؤشر، ويطلق عليها بالقيمة المطلقة للمؤشر؛

<sup>1</sup> سليم جابو، << تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010)>>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص ص 57-59.



ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، والذي قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها، بل يرجع فقط إلى تفاوت في عدد الأسهم العادية المكونة لرأسماله، إضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم؛

**2-2- مدخل الأوزان المتساوية:** يعني اتباع أسلوب الوزن المتساوي احتمالية اختيار ورقة معينة بطريقة عشوائية، نظرا لتساوي إجمالي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم، وإذا تعلق الأمر بالمؤشر الذي لا تمثل فيه الشركة سوى سهم واحد، فإن تساوي الأوزان يتطلب حساب كمية وهمية ( جزء من سهم ) يتحدد بقيمة مقلوب السعر، وذلك حتى تكون القيم مساوية لـ ( السعر x الكمية الوهمية ) وما يمكن ملاحظته في هذه الصيغة، أن عائد المؤشر يكون مساويا حتما لعائد الأسهم، هذا أمر منطقي، كما لها عيوب، إذ لا تؤخذ بعين الاعتبار حجم وأهمية المؤسسة، ويضاف إلى ذلك أنه إذا كان الوزن النسبي متساويا في السنة الأولى، فإن هذا التساوي دائما ما يختفي مع التغير في الأسعار<sup>1</sup>.

**2-3- مدخل الأوزان على أساس القيمة:** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجاوز العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركة التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة؛ ويتم حساب المؤشر وفقا لأسلوب القيمة حسب المعادلة التالية:

$$\text{Index } t = \frac{\sum P_t \cdot Q_t}{\sum P_b \cdot Q_t} \times \text{Begining Index value}$$

حيث:

$\text{Index}_t$  : قيمة المؤشر في الفترة t

$P_t$  : إقبال أسعار الأسهم في الفترة t

$Q_t$  : عدد وحدات الأسهم في الفترة t

$P_b$  : إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس

$Q_b$  : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

ومن أهم المآخذ التي تؤخذ على هذه الطريقة عيب التحيز، وبيان ذلك نفرض أن سهمين قد ارتفعا بنفس النسبة ولتكن 60% مثلا وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة، إلا أنه يكون مختلف في كل حالة من الحالتين، وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم منشأة أعلى من مثيله لمنشأة أخرى، ولا

<sup>1</sup> << نفس المرجع السابق >>، ص ص 57-59.

يعتبر السعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك لأنه قد ينشأ عن التباين في حجم المنشأة داخل العينة على الرغم من هذا العيب إلا أن هذه الطريقة تعتبر أكفأ الطرق في بناء المؤشرات ومن أسهم المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هما مؤشر ستاندر آند بورز، و مؤشر نازادا<sup>1</sup>.

### 3- طريقة حساب المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فمنها من تحسب على أساس الأرقام القياسية ومنها من تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم ، و استنادا لكيفية حساب قيمة المؤشرات يمكن التمييز بين نوعين من المؤشرات:

#### 3-1- مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الحسابي: وعادة ما تكون محل مقارنة بأداء محافظ الأوراق

المالية التي يقوم بتكوينها المستثمرون، ويتم حساب العائد على هذه المحافظ على أساس المتوسط الحسابي؛

#### 3-2- مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي: وتتصف هذه المؤشرات بتقلبها بسرعة شديدة

بالمقارنة المؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي، مما يجعلها أقل استخداما؛

$$\text{المتوسط الهندسي} = \sqrt[n]{x_1 \times x_2 \times \dots \times x_n}$$

حيث:

**x:** تمثل سعر السهم؛

**n:** تمثل حجم العينة، أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر؛

لذلك يجب معرفة أساس حساب المؤشر قبل اجراء المقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية وأداء المؤشر<sup>2</sup>.

#### الفرع الثالث: أهم المؤشرات الشائعة

تختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى إضافة إلى اختلاف أساليب بناؤها، حيث توجد مؤشرات مبنية على أساس السعر وأخرى مبنية على أساس القيمة، وسيتم التطرق في هذا الصدد إلى عرض أهم المؤشرات العالمية لكل أسلوب؛

#### أولاً: المؤشرات المبنية على أساس السعر

تعتبر أكثر الأساليب شيوعاً في حساب المؤشر وهي:

#### 1- مؤشر داو جونز ( The Dawjones Averages )

وهي أقدم المؤشرات التي استخدمت في السوق المالي من قبل المستثمرين لمتابعة التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم، فهناك أربعة أنواع لهذه المعدلات<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> حياة زيد، << مرجع سابق >>، ص ص 26- 27.

<sup>2</sup> سليم جابو، << مرجع سابق >>، ص ص 59- 60.

<sup>3</sup> إليهام وحيد دهام، << مرجع سابق >>، ص 26.

- معدل لأسعار أسهم الشركات الصناعية ويتكون من (30) شركة.
  - معدل لأسعار أسهم الشركات الخدمية ويتكون من (15) شركة.
  - معدل لأسعار أسهم شركات النقل والمواصلات ويتكون من (20) شركة.
  - المعدل المركب لهذه المعدلات الثلاثة السابقة ويتكون من (65) شركة.
- ولحساب قيمة هذا المؤشر يجب اتباع الخطوات الآتية<sup>1</sup>:
- جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه.
  - حساب قيمة المؤشر بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها ( ويطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم المقسوم عليه )، وبالتالي قد يتغير هذا الأخير في حالة اشتقاق الأسهم أو في حالة حدوث تغير في عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر).
  - إيجاد معدل عائد السوق، والذي يحدد اتجاه السوق ( سوق صعودية، سوق نزولية ).
- ويتم حساب قيمة مؤشر داو جونز حسب الصيغة الآتية:

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} p_{it} / D_{adj} \dots \dots \dots (1 - 2)$$

حيث:  $DJIA_t$  قيمة المؤشر في الفترة  $t$ .

$P_{it}$  سعر السهم  $i$  في الفترة  $t$ .

$D_{adj}$  القاسم المعدل في الفترة  $t$  ( المقسوم عليه ).

كما يتم حساب معدل عائد السوق كالتالي:

$$V(M)_t = \frac{DJIA_t - DJIA_{t-1}}{DJIA_{t-1}} \dots \dots \dots (1 - 3)$$

حيث:  $DJIA_t$  قيمة المؤشر في الفترة  $t$ .

$V(M)_t$  معدل عائد السوق في الفترة  $t$ .

## 2- مؤشر Average stock Nikkei

يرتكز على 225 قيمة أكثر نشاطا في بورصة طوكيو ويحسب على أساس متوسط السعر، وقد أنشأ في 1950 بالتعاون مع داوجونز بعرض تجربته في مادة المؤشرات وهناك مؤشر آخر هو Nikkei 300 يضم قيمة بالأوزان بالقيم السوقية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> سليم جابو، << مرجع سابق >>، ص 60.

<sup>2</sup> نبيل بهوري، << مرجع سابق >>، ص 63.

ثانيا: المؤشرات المبنية على أساس القيمة

### 1- مؤشر ستاندر آند بورز ( S & P500 )

في عام 1923، بدأت شركة ستاندر آند بورز الأمريكية بنشر مؤشر أسعار لبورصة نيويورك يعتمد على أسعار 233 سهم مصنفة إلى مجموعات قطاعية، وقد تم توسيع هذا المؤشر ليصل إلى أسهم 500 شركة ولهذا يسمى بـ ( S & P500 ) ؛

وهذه الأسهم مصنفة إلى 400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 مؤسسة مالية، حيث تمثل هذه الأسهم 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك؛

### 2- مؤشر كاك العام ( CAC 240 )

وهو خاص ببورصة باريس ويعبر عن السوق ككل، ويتم حسابه من طرف الغرفة النقابية لأعوان الصرف، وهو يتكون من 240 ورقة مالية مختارة حسب حجم التداول، أهمية رسملة البورصة، والعينة يتم تحديدها مرة في كل سنة، وهناك مؤشر كاك 40 والذي يتكون من 40 ورقة مالية<sup>1</sup>.

### 3- مؤشر نازداك

يقيس مردودية القيم التكنولوجية، ويتكون أساسا من أقوى القيم نموا مثل الاتصالات الهاتف و الانترنت، الاعلام الآلي... إلخ، إنه يقارب 5000 قيمة 10% ليست أمريكية، قد أنشأ هذا المؤشر في 5 فيفري 1971 بأساس 100 ومرجح بالأوزان بالقيمة Capitalisation boursière<sup>2</sup>.

### 4- مؤشر كولس

تأسس هذا المؤشر سنة 1994، ويتكون من 1871 سهم مسجلة في بورصة نيويورك، وكان أول مؤشر على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناء على الرسملة الخاصة بالسهم ( القيمة السوقية )<sup>3</sup>.

### 5- مؤشر فاينانشيل تايمز ( FTSE )

وهو الأكثر شهرة في لندن ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة؛

\* بالإضافة إلى هذه المؤشرات هناك مؤشرات أخرى أهمها<sup>4</sup>:

- مؤشر TOPIX ويحتوي على حوالي 1100 ورقة مالية في بورصة طوكيو.

- مؤشر بورصة فرانكفورت بألمانيا والذي يرمز له اختصارا بـ FAZ .

- مؤشر DAX ويحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70 من رسملة البورصة في ألمانيا، وهو المؤشر الذي شكله البنك التجاري وهو من كبار البنوك الألمانية.

<sup>1</sup> خليفة بوخولوف، << مرجع سابق >>، ص 63.

<sup>2</sup> نبيل بهوري، << مرجع سابق >>، ص 64.

<sup>3</sup> سليم جابو، << مرجع سابق >>، ص 61.

<sup>4</sup> خليفة بوخولوف، << مرجع سابق >>، ص 64.

- مؤشر سوق أستراليا ويضم حوالي 250 سهم أي حوالي 92% من كافة الأسهم المسجلة.
- مؤشر KDSPI لبورصة كوريا، ويشمل كافة الأسهم العادية المتداولة.
- مؤشر بورصة هونغ كونغ ( Hang sing Index ) ويضم أسهم 33 شركة.
- مؤشر سوق سنغافورة ( Straits times ) ويعتمد 30 سهما.

### المطلب الثالث: كفاءة سوق رأس المال

شهدت الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة تطورا وتنوعا متزايدين من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات والمجالات واعتبرت السوق المالية الكفوة حالة نموذجية خاصة، بينما تزايدت الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية وتحددت شروط نجاحها أكثر فأكثر.

### الفرع الأول: مفهوم الكفاءة

إن السوق المالي الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم من خلال أجهزة الاعلام المختلفة، حيث يظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، والذي يعكس القيمة المحورية ( الأساسية ) لها، وتكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة<sup>1</sup> أي قدرة السوق المالي على تحديد أسعار الأوراق المالية بحيث تكون هذه الأسعار قريبة أو مساوية للقيمة الحقيقية<sup>2</sup>.

- الكفاءة تعني الزامية توافر كافة البيانات والمعلومات المتاحة لجميع المستثمرين وفي الوقت نفسه، لكن هذا لا يعني تماثل تقديرات المتعاملين للمكاسب المتوقعة ومستويات المخاطرة، فالسوق المالية تتضمن العديد من المستثمرين الذين تختلف درجة معرفتهم وخبرتهم في تعاملات هذه السوق<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: أنواع الكفاءة

هناك نوعان من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

### أولاً: الكفاءة الكاملة

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف؛

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، << البورصات والأسواق المالية ( دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية ) >>، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014، ص 136.

<sup>2</sup> فطوم حوجو، << سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية - دراسة حالة السوق المالي السعودي - >> ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاديات النقود-البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 49.

<sup>3</sup> ياسين بوعاملي، << الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها " دراسة بعض التجارب المغربية " >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، الفرع: التحليل والاستشراف الاقتصادي، جامعة قسنطينة، 2009-2010، ص ص 67-68.

- وعليه يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة على السوق عندما تتوفر الشروط التالية<sup>1</sup>:
- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف، وفي ظل هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة.
  - عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها، مع حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.
  - للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
  - وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
  - اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثروتهم.

### ثانيا: الكفاءة الاقتصادية

يفترض في الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاسها على أسعار الورقة المالية، مما يعني أن القيمة السوقية للورقة المالية قد تبقى أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباحا غير عادية على المدى الطويل؛ وتعرف السوق ذات الكفاءة الاقتصادية بأنها: " السوق التي تحقق تخصيصا كفوًا للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية"<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: متطلبات الكفاءة

إن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات، غير أن هناك صعوبة في تحديد أبعاد كفاءة السوق ولكي تحقق السوق المالية هدفها والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، يجب أن تتوفر فيها ركيزتان أو سمتان أساسيتان هما.

### أولا : كفاءة التسعير ( الكفاءة الخارجية )

ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كفاءة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، وإذا كان تحقيق الأرباح غير العادية أمرا صعبا في السوق، إلا أنه أيضا أمر غير مستحيل فقد

<sup>1</sup> حياة زيد، << مرجع سابق >>، ص 37.

<sup>2</sup> ساعد ابتسام، << تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، فرع: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008-2009، ص 138.

يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة للحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح عادية<sup>1</sup>.

### ثانياً: كفاءة التشغيل ( الكفاءة الداخلية )

يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب بشكل سريع، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمرسة، ودون أن تتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح كبير وبذلك فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل<sup>2</sup>.

### الفرع الرابع: الصيغ المختلفة للكفاءة

تعتبر كفاءة أسواق رأس المال مفهوما نسبيا وليس مطلقا حيث يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، وعليه فإن كفاءة سوق رأس المال تقسم إلى ثلاث مستويات رئيسية توضحها الصيغ التالية:

#### أولاً: الصيغة الضعيفة للكفاءة

تعني الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار الإيرادات والتوزيعات وغيرها من المعلومات التاريخية، كما أنه لا يمكن استعمال تلك المعلومات من قبل المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية وذلك بكل بساطة لأن تلك المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع وهي منعكسة مسبقا في الأسعار الحالية، ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم<sup>3</sup>.

#### ثانياً: الصيغة المتوسطة للكفاءة ( الشبه قوية )

تقتضي هذه الصيغة بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في سعر الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية وظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر

<sup>1</sup> عبد القادر بن عيسى، << أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في أحداث الأزمة المالية العالمية (دراسة حالة الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة)، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص 12.

<sup>2</sup> سليم جابو، << مرجع سابق >>، ص 76.

<sup>3</sup> حياة زيد، << مرجع سابق >>، ص 40.

أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر ( ومنذ اللحظة الأولى ) القيمة الحقيقية التي يسعى أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سيحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين<sup>1</sup>.

### ثالثا: الصيغة القوية للكفاءة

معنى أن سعر الورقة المالية في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي تتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين؛

\* الملاحظ من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن الصيغة الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، فريدة معارفي، << متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها >>، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 07، 2009-2010، ص ص 185-186.

<sup>2</sup> ابتسام ساعد، << مرجع سابق >>، ص 140.



### المبحث الرابع: انعكاسات الأزمات المالية على الأسواق المالية

يترتب عن الأزمات المالية افلاسات وخسائر العديد من المؤسسات في العالم، حيث تشمل آثارها وانعكاساتها القطاعين المالي والحقيقي ما يؤدي بالدخول في ركود، ومن جهة أخرى وكنتيجة للتشابك والترابط ما بين الأسواق الرأسمالية الدولية أدت الأزمات إلى عدم التأثير على سوق مالي لدولة واحدة فحسب بل أصبحت تؤثر على معظم الأسواق المالية في العالم، الأمر الذي يتضح من خلال تتبع التراجع الحاد في المؤشرات وانخفاض أحجام التداول والاصدارات ما يؤدي بخروج المستثمرين ونقص الكفاءة في السوق المالي.

### المطلب الأول: انعكاسات الأزمات على حجم التداول في الأسواق المالية

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس القيمة الاجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الاجمالي<sup>1</sup>.

### الفرع الأول: حجم التداول في ظل أزمتي 1929 و 1987

أدت كل من أزمة الكساد الكبير و أزمة 1987 إلى تدهور حجم التداول وانخفاضه إلا أن لكل منهما انعكاس على حجم التداول في أسواق رأس المال كما سيتم توضيحه فيما يلي

### أولاً: حجم التداول خلال أزمة الكساد الكبير 1929

- إن كثافة طلبات البيع وتسييل محافظ الأوراق المالية نتيجة انهيار بورصة وول ستريت وانخفاض أسعار الأسهم أدى إلى انخفاض حجم تداول 12.9 مليون سهم نجم عنها خسارة قدرها 6 مليار دولار، واستمر الهبوط بعد ذلك في الأسعار، وكان لانهيار البورصة الأمريكية آثاره على بورصات العالم، فبعد انهيار بورصة وول ستريت قامت البنوك المركزية باسترداد رؤوس أموالها المستثمرة في البورصات الأوروبية عن طريق بيع الأوراق المالية التي بحوزتها، رغبة منها في حل مشاكل السيولة، مما كان له أثر في انتشار الانهيار على مستوى البورصات الدولية<sup>2</sup>، وهو ما نجم عنه نقص كبير في حجم السيولة المتداولة داخل الأسواق المالية.

### ثانياً: حجم التداول خلال أزمة 1987

- أشارت تقديرات بعض الاقتصاديين إلى أن حجم الخسائر على مستوى السيولة المتداولة في البورصات الدولية قد تجاوز 2000 مليار دولار، وكان من نتائج انهيار هذه البورصات أن انخفض الاستهلاك والاستثمار من جانب القطاع العائلي والمؤسسات ما أدى إلى انخفاض الانتاج وهبوط معدل النمو الاقتصادي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، << مرجع سابق >>، ص 179.

<sup>2</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، << الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي >>، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 165.

<sup>3</sup> عماد صلاح سلام، << مرجع سابق >>، ص 308.

الفرع الثاني: حجم التداول في ظل أزمات التسعينات

كان لكل من أزمة المكسيك وأزمة جنوب شرق آسيا انعكاس على حجم السيولة المتداولة في الأسواق المالية وهو ما أدى إلى نقص التداول كما سيتم توضيحه فيما يلي

أولاً: حجم التداول خلال أزمة المكسيك 1994

- تدفق رؤوس الأموال المفاجئ إلى خارج المكسيك على نطاق واسع، أدى إلى أزمة عميقة في النظم الداخلية على نحو هدد استقرار جميع القطاعات؛

- كان نتيجة كل ذلك انهيار أسعار الأسهم والعملات، فقد تسببت الأزمة في انخفاض حجم التداول من خلال تدهور أسعار الأسهم بنسبة 28.12% خلال الفترة من 2 ديسمبر 1994 إلى 21 مارس 1995، وانخفاض قيمة العملة المكسيكية بنسبة 98.12% مقابل الدولار الأمريكي خلال نفس الفترة، ما أدى بطبيعة الحال انخفاض السيولة المتداولة في أسواق رأس المال؛

ثانياً: حجم التداول خلال أزمة جنوب شرق آسيا 1997

- شكل انخفاض أرباح الكثير من الشركات تأثيراً على سوق الأسهم النرويجية التي انخفضت أسعارها بأكثر من 40%، والذي يعد في سنة 1996 أسوأ أداء للأسواق المالية الآسيوية<sup>1</sup>.

- أدت الأزمة بخسارة 600 مليار دولار في أسواق المال (كان لانعكاسها تأثير كبير على حجم التداول) لخمس دول آسيوية ( إندونيسيا، تايلاند، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين )، أي ما يساوي ثلثي الناتج المحلي الاجمالي لهذه الدول، حيث نتج عن الأزمة انخفاض حاد في القيم فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي 60% من قيمتها في المتوسط خلال الفترة من أول جويلية 1997 حتى منتصف فيفري 1998<sup>2</sup>.

- فيما يتعلق بالأسهم المتداولة في البورصات الآسيوية فسوق الأسهم في هونج كونج تعرض لانخفاض بنسبة 6% يوم 22 أكتوبر 1997، وتراجعت أسعار الأسهم في بورصة جاكرتا بأندونيسيا بنسبة 8% في 13 ماي 1998<sup>3</sup>.

- تراجع متوسط معدل العائد السنوي على الأسهم في هونج كونج بنسبة (27.8%-) خلال الفترة (1997-1998) مقابل 63.7% خلال الفترة (1991-1993)، وفي تايلاند كانت النسبة (63.8%-) مقابل 50.3%، وفي الفلبين بلغت (55.7%-) مقابل 64.1%، وفي كوريا الجنوبية (48.7%-) مقابل 1.7%، أما في سنغافورة فكانت نسبة الانخفاض (26.1%-) مقابل 30.7% خلال نفس الفترة؛

<sup>1</sup> << نفس المرجع السابق >>، ص، ص 315-318.

<sup>2</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، << مرجع سابق >>، ص ص 176-177.

<sup>3</sup> حمدي عبد العظيم، << مرجع سابق >>، ص ص 202-203.

- كما تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي السنوي تراجعاً كبيراً حيث هبط المعدل إلى ( 15% - ) في أندونيسيا سنة 1998، وإلى ( 8% - ) في تايلاند، وإلى ( 5% - ) في ماليزيا، وإلى ( 1% - ) في الفلبين، وإلى ( 0.08% - ) في كوريا الجنوبية وذلك سنة 1998<sup>1</sup>.

- أدى تخوف الكثير من المستثمرين من تدهور اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، ما جعلهم يسارعون إلى بيع حجم كبير من الأسهم لتقليص خسائرهم، وهو ما زاد من تدهور قيمة الأسهم وزعزعة الثقة لدى المستثمرين؛ - الانخفاض في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية والأسواق الناشئة، أدى بانخفاض رأس المال السوقي للأسواق الناشئة، ومن ثم تعطيل حركة تطوير الأسواق المالية التي يتعين أن تؤدي دوراً متزايداً لتوفير الموارد المالية والحصول على الاستثمارات الجديدة<sup>2</sup>.

\* الواضح أن أزمة النمر الآسيوية كانت أكثر انعكاساً على حجم التداول من أزمة المكسيك من خلال تدهور القيم المتداولة وانخفاض الناتج المحلي بها، نتيجة خروج رؤوس الأموال من الأسواق المالية الآسيوية وانخفاض أرباح الشركات وأسواق الأسهم في البورصات وكونها من الأسواق الناشئة أيضاً.

### الفرع الثالث: حجم التداول في ظل الأزمة المالية العالمية ( أزمة الرهن العقاري 2008 )

تعتبر أزمة الرهن العقاري من أعنف الأزمات التي عرفها العالم لكونها أكثر اتساعاً وتأثيراً على مختلف القطاعات الاقتصادية، وهذا ما سيتم توضيحه من خلال انعكاساتها على حجم التداول في الأسواق المالية العالمية والعربية

#### أولاً: انعكاسات الأزمة على حجم التداول في الأسواق المالية العالمية

- فقدت بورصة وول ستريت خلال بداية أزمة 2008 أكثر من 46 % من قيمة الأسهم المتداولة في السوق في مدة شهرين، ما انعكس على حجم التداول إلى جانب انخفاض في بعض المؤشرات الذي وصل في يوم واحد إلى 10%<sup>3</sup>.

- امتدت تداعيات أزمة 2008 إلى خفض السيولة في سوق المعاملات ما بين البنوك وانتشار حالات نقص السيولة بصورة واسعة هددت الأسواق المالية من خلال ظهور بوادر افلاس أكبر المؤسسات المختصة بإعادة تمويل التسليفات العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية ( فاني ماي، فريدي ماك )، وتتلخص مهمتهما على شراء ما لدى البنوك والمؤسسات العقارية من قروض لتتكفل بدفع قيمتها في حالة الافلاس وبهذا فهما يتحملان مسؤولية ضمان تريليونات الدولارات لمحافظ استثمارية موزعة في العالم وهذا ما أدى إلى نفاذ السيولة لديهما<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> << نفس المرجع السابق >>، ص ص 199-200.

<sup>2</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، << مرجع سابق >>، ص ص 176-177.

<sup>3</sup> عبد القادر بلطاس، عبد القادر بلطاس، << تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub-prime >>، دار الأسطورة للنشر، الجزائر، 2009، ص ص 84-85.

<sup>4</sup> سميح مسعود، << الأزمة المالية العالمية (نهاية البيربلية المتوحشة) >>، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص 41-42.

- فقدت الأسهم الأمريكية نتيجة الأزمة 7 تريليون دولار من قيمتها، وتراجعت القيمة السوقية لكل البورصات العالمية<sup>1</sup>، ومع انخفاض السيولة لجأت البنوك إلى تخفيض خطوط الائتمان وزيادة هامش الضمان للأوراق المالية وزيادة طلبات ايداع هامش الوقاية من الوسطاء الماليين الآخرين<sup>2</sup>.

- كما أدت الأزمة المالية في تراجع أسواق الأسهم في الدول المتقدمة والناشئة والنامية، وقد بلغ معدل هذا التراجع في حجم القيم المتداولة من الأسهم حوالي 50% في أواخر سنة 2008، وقد وصلت قيمة معدل هذا التراجع إلى أكثر من 60% في أسواق الأسهم لبعض الدول ( مثل الصين )، وكانت قيمة معدل هذا التراجع حوالي 30% في أسواق الأسهم لدول أخرى ( خصوصاً الدول الغنية )<sup>3</sup>.

#### ثانياً: انعكاسات الأزمة على حجم التداول في الأسواق المالية العربية

- فيما يخص حجم التداول في الأسواق المالية العربية فقد عرف تراجع نسبته 65,7% خلال سنة 2007 (أي مع بداية الأزمة) بحوالي 1108069 مليون دولار مقابل 1685008 مليون دولار لسنة 2006 و مع ذلك شكل السوق السعودي ما نسبته 61,5% في إجمالي حجم التداول وهي بذلك تحتل المرتبة الأولى تليها سوق الكويت بنسبة 11,8% و سوق دبي بنسبة 9,32%<sup>4</sup>.

- أما فيما يتعلق بالشركات المدرجة فقد انخفض عددها من 1623 إلى 1550، ويرجع السبب في ذلك خاصة إلى انخفاضها في بورصة مصر من 603 شركة سنة 2006 إلى 435 شركة سنة 2007 وانخفاض شركة واحدة فقط في بيروت، وباستثناء سوق الجزائر و الخرطوم التي حافظت على نفس العدد المدرج من الشركات، أما بقية الأسواق فقد عرفت ارتفاع في عدد الشركات<sup>5</sup>، وهو ما سيؤدي حتماً بنقص حجم التداول جراء خروج العديد من الشركات المدرجة في البورصات العربية وما يصاحبها من خروج لرؤوس أموال وأسهم هذه الشركات مما يؤثر على قيم الأسهم في هذه البورصات.

<sup>1</sup> << نفس المرجع السابق >>، ص 52.

<sup>2</sup> بشار المطارنة، وليد الصافي، مداخلة بعنوان: <<الاقتصاد الإسلامي في مواجهة الأزمة العالمية بين النظرية والتطبيق>>، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول ( التحديات والأفاق المستقبلية )، كلية العلوم الادارية والمالية، جامعة الاسراء الخاصة، عمان، يومي 28- 29 أبريل 2009، ص 13.

<sup>3</sup> يوسف أبو فارة، << مرجع سابق >>، ص 124.

<sup>4</sup> نسيمه حاج موسى، << الأزمات المالية الدولية وأثارها على الاسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008 >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: اقتصاديات مالية وبنوك، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2008- 2009، ص ص 171-172.

<sup>5</sup> فاطمة الزهراء علوي، نسيمه حاج موسى، << أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008 >>، مجلة الباحث، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، العدد الثامن، 2010، ص 122.

- أما أسواق المغرب فقد واجهت تراجعاً واضحاً في مؤشراتنا الأساسية، ففي المغرب بلغ حجم الانخفاض في مؤشرات السوق 112 مليار درهم ما يعادل 18% من الناتج المحلي الإجمالي للمغرب في سنة 2007، وقد هبط حجم رسملة بورصة الدار البيضاء بقيمة 666.73 مليار درهم<sup>1</sup>.

- الرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي انخفض بما نسبته 24.9% عما كان عليه سنة 2007، كما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة في سنة 2008 عما كانت عليه سنة 2007 بما نسبته 13%<sup>2</sup>.

- بدأت الآثار السلبية للأزمة تبرز وتؤثر في أداء الأسواق المالية العربية حيث انخفضت مؤشراتنا إلى مستويات متدنية، وانخفض إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية إلى 770 مليار دولار مع نهاية 2008، وقد خسرت هذه الأسواق حوالي 569 مليار دولار خلال سنة 2008 بعد أن كانت هذه القيمة قد ارتفعت بحوالي 78 مليار دولار خلال النصف الأول من سنة 2008؛

- تجدر الإشارة إلى أن بعض الأسواق المالية العربية قد سجلت انخفاضات حادة خلال سنة 2008 بفعل تأثيرات الأزمة المالية العالمية حيث وصلت إلى نسب تراوحت بين ( 65% - 70% ) من جانب آخر انخفضت المؤشرات الأمريكية والأوروبية والآسيوية الرئيسية بنسب تراوحت بين ( 30% - 40% ) في سنة 2008، أي أن الانخفاض في بعض الأسواق المالية العربية كان أكبر وأشد منه في الأسواق العالمية الأخرى<sup>3</sup>.

- أكبر الخسائر كانت للسعودية والإمارات من الأسواق الخليجية الأخرى، فقد شهد النصف الثاني من عام 2008 سحب ما يعادل 6 ملايين دولار منهما، وتشير المؤشرات المتوفرة حتى النصف الأول من عام 2009 والمتعلقة بفقدان السيولة وحجم التداول إلى أن السوق السعودية كانت الأكثر تضرراً فقد انخفض حجم السيولة في سوق السعودية حوالي 31.3%، في حين كانت سوق أبو ظبي للأوراق المالية قد فقدت 23.4% من إجمالي سيولتها المالية، وفقدت بورصة دبي 41.2% وفقدت البورصة الكويتية 13.2% وفقدت البورصة القطرية 19.7% فيما فقدت بورصة البحرين 4.51%<sup>4</sup>.

- في ظل غياب المشترين عن السوق الثانوية لم يتمكن منشئو القروض العقارية الثانوية من بيع القروض التي أبرمها الأمر الذي جعلهم في وضعية صعبة، وعدد كبير منهم عبارة عن شركات تمويل رسملتها ضعيفة وغير منظمة، وبدورها قامت البنوك التي تتعامل مع المنشئين بسحب التمويل منهم ما أدى إلى عجز المنشئين عن

<sup>1</sup> عاطف لافي مرزوك، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية ونمط التنمية العربية بدائل لمشهد ما بعد الطوفان >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر 2009، ص 14.

<sup>2</sup> حازم الخطيب، غسان الطالب، مداخلة بعنوان: << أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق عمان المالي >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر 2009، ص 5.

<sup>3</sup> يوسف أبو فارة، << مرجع سابق >>، ص 243.

<sup>4</sup> عاطف لافي مرزوك، << مرجع سابق >>، ص 14.

تحمل رصيد القروض التي أصدرها المتراكم لديها وتوقفوا عن منح قروض جديدة ( على الأقل القروض الثانوية الجديدة ) مما ساهم في تقليص حجم الاصدارات الجديدة<sup>1</sup>.

- إن فقدان الأسواق للسيولة سيحد حتما من قدرة المؤسسات المالية، وعلى رأسها البنوك التجارية، على اللجوء إلى الأسواق المالية خاصة عندما يتعلق الأمر بتغطية المخاطر (أسواق المشتقات) كون هذه التقنيات الحديثة تقوم على شرط أساسي هو سهولة الدخول للسوق؛

- إن أصول وخصوم البنوك والمؤسسات المالية تقيد بالقيمة السوقية، فبمجرد فقدان الأسواق المالية للسيولة فإن ذلك ينعكس سلبا على قيمة أصول وخصوم البنوك ومن ثم على مؤشرات (النسب) الصحة المالية، لذلك يتضح من هذا الطرح ضرورة أن تعمل السلطات الرقابية على المحافظة على سيولة الأسواق<sup>2</sup>.

- إن عدد الاسهم والسندات المتداولة في السوق المالية يحدد قوة السوق وتوقعاته صعودا ونزولا بالمستقبل وأن كثافة حجم التداول يزيد من درجة التفاؤل لدى المستثمرين واقبالهم على الاستثمار في السوق وما يتبعه من ارتفاع في الأسعار نتيجة لذلك<sup>3</sup>، إذ أن عامل كثافة التداول وارتفاع الاسعار هو الذي يولد الطلب في الأسواق المالية التي تتسم بسمات تميزها من الأسواق الاستهلاكية والسلعية الأخرى<sup>4</sup>.

\* كنتيجة لما سبق طرحه فإن لحجم التداول دور كبير في استقطاب رؤوس الأموال والمستثمرين للأسواق المالية لأنه يعتبر مركز قوة للسوق المالية و مرآة عاكسة لها، إلا أن الأزمات المالية تؤدي إلى انخفاض السيولة في الأسواق المالية نتيجة التدهور الكبير الذي تخلفه من خلال انخفاض الأسعار المتداولة وافلاس للشركات المدرجة فيها ما يشكل نقص كبير لحجم التداول في الأسواق المالية التي تعاني الأزمات.

- كان لانعكاس الأزمات على حجم التداول أثر كبير على الأسواق المالية، إلا أن هذا الانعكاس كان متفاوتا من أزمة إلى أخرى، ومن الواضح أن الانخفاض الكبير في أحجام التداول للأزمة المالية العالمية والتي تعرف بأزمة الرهن العقاري يعتبر أكثر تأثيرا من سابقاتها من الأزمات، وهذا للعديد من الأسباب كضخامة رؤوس الأموال المتداولة في الأسواق المالية إلى جانب الترابط بين الأسواق المالية واستخدام المشتقات المالية الذي تعتبر كمسبب الأزمات وتفاقمها ما أدى بتدهور كبير في أحجام التداول.

<sup>1</sup> فوزي سماعلي، مداخلة بعنوان: << أزمة القروض العقارية في الولايات المتحدة تتحول إلى أزمة مالية عالمية ( دور الابتكارات المالية في تفشي الأزمة وأهمية الأخذ بمقررات لجنة بازل) >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية ( تباطؤ الاقتصاد العالمي وأثاره على الاقتصاد الأوروبي والغربي)، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، يومي 10-11 أكتوبر 2009، ص ص 9-10.

<sup>2</sup> حمادو بنامون، مداخلة بعنوان: << أزمة الرهن العقاري أسبابها وتداعياتها >>، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والادارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، يومي 06-07 أبريل 2009، ص 13.

<sup>3</sup> خضير مهدي صالح، مناقض عباس حسين الجواري، << واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي >>، مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، العراق، المجلد 17، العدد 01، 2009، ص 78.

<sup>4</sup> مناقض عباس حسين الجواري، محسن عبد الله الراجحي، مداخلة بعنوان: << الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي >>، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول ( التحديات والآفاق المستقبلية )، كلية العلوم الادارية والمالية، جامعة الاسراء الخاصة، عمان، يومي 28-29 أبريل 2009، ص 14.

المطلب الثاني: انعكاسات الأزمات على المؤشرات في الأسواق المالية

تعتبر المؤشرات الأداة التي تحدد المتغيرات في الأسواق المالية وخاصة في قياس التغير في قيم الأسهم، إلا أن الأزمات تجعل انعكاساتها في انخفاض قيمة المؤشرات في الأسواق المالية، وعليه سيتم توضيح انعكاس الأزمات على المؤشرات باعتبارها من الركائز الأساسية التي تعتمد عليها الأسواق المالية في التنبؤ بالأزمات.

الفرع الأول: المؤشرات في ظل أزمة الكساد الكبير وأزمته البورصات ( 1987 - 1989 )

تعتبر أزمة 1929 من الأزمات التي كان لها تأثيرا كبيرا على اقتصاديات العالم من خلال تضرر القطاعين الحقيقي والمالي بها، كما أن لكل من الأزمته 1987 و 1989 تأثيرا على البورصات، كل هذه الأزمات كان لها انعكاسا على المؤشرات في الأسواق المالية وانخفاضها.

أولا: المؤشرات خلال أزمة الكساد الكبير 1929

- في 03 سبتمبر سنة 1929 أقل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة عند 381 نقطة، وفي 02 أكتوبر انخفض المؤشر بما يعادل 49 نقطة، صحبه انخفاض آخر في اليوم التالي قدره 43 نقطة معلنا بداية الكساد وفي 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقاط ما يعني انخفاضه بنسبة 20 % بالمقارنة بما كان عليه في 03 سبتمبر أي في أقل من شهرين<sup>1</sup>.

- شهد مؤشر نيويورك تايمز تراجع من 452 نقطة في سبتمبر 1929، وظل في الانخفاض ليصل إلى 58 نقطة في 8 جويلية 1932<sup>2</sup>.

- أدى الانهيار في بورصة وول استريت إلى خسارة مؤشر داوجونز في الخميس 24 أكتوبر نسبة 22% في بداية المعاملات، إلا أنه تحسن وحد من خسارته بنسبة 12% عند الاقفال وتراجع المؤشر بنسبة 13% في 28 أكتوبر، و 12% في 29 أكتوبر<sup>3</sup>.

- انخفض مؤشر البورصة الفرنسية من 507 نقطة في سبتمبر 1929 إلى 269 نقطة في سبتمبر 1931، مع ملاحظة أن المضاربة كانت أقل حدة في البورصة الفرنسية عن المضاربة في وول ستريت؛

- كما أن سهم شركة الصلب الأمريكية الذي كان قد وصل إلى 261 دولار سنة 1929 انخفض ليصل إلى 21 دولارا في سنة 1932، وكان لانهيار البورصة الأمريكية آثاره على بورصات العالم؛

- استمر انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة 3 سنوات، حيث أقل المؤشر في 8 جويلية 1932 عند 41 نقطة فقط، وهذا يعني أن المؤشر وصل إلى انخفاض بحوالي 11 % مما كان عليه في 03 سبتمبر من سنة 1929<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عماد صلاح سلام، << مرجع سابق >>، ص ص 302 - 303.

<sup>2</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، << مرجع سابق >>، ص 165.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، << مرجع سابق >>، ص 320.

<sup>4</sup> عماد صلاح سلام، << مرجع سابق >>، ص ص 300 - 303.

ثانيا: المؤشرات خلال أزمتي البورصات ( 1987 - 1989 )

كان اتجاه المؤشرات في كل من أزمتي البورصات نحو الانخفاض، إلا أنه في أزمة 1989 كان أقل انعكاسا على الأسعار وهذا راجع لحدة أزمة 1987 عن أزمة 1989.

1- اتجاه المؤشرات خلال أزمة 1987

- أدت أوامر البيع إلى تدافع المتعاملين لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي بحوزتهم، ونتج عن هذا انخفاض حاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة و تخوف المتعاملين ما أدى خسارة مؤشر داوجونز 299.02 نقطة في أقل من ساعتين من بدأ التعامل في السوق في يوم الاثنين 19 أكتوبر، وبنهاية اليوم فقد 508.32 نقطة أي حوالي 22.6% من قيمة الأسهم المتداولة في ذلك اليوم<sup>1</sup>، اثر تسجيل عجز تجاري كبير كما تراجع مؤشرات البورصات الأخرى نتيجة تداخل الأسواق المالية العالمية وهو الانهيار الأول في عصر المعلوماتية<sup>2</sup>.

- هبطت أسعار الأسهم في بورصة لندن يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 حوالي 249.6 نقطة، ويوم الثلاثاء انخفضت بنحو 250.7 نقطة مما جعل الهبوط الاجمالي خلال اليومين يصل إلى 22%، حيث بلغ مجموع الخسائر في بورصة لندن بما يقدر نحو 94 مليار جنيه استرليني، وبعد شهر خسر مؤشر الفايماشينال تايمز البريطاني 33%؛

- من نتائج تأثير هذه الأزمة أيضا انخفاض مؤشر نيكاي الياباني بحوالي 3836.48 نقطة، لتصل نسبة الانخفاض نسبة 15%، وهو أضخم انخفاض في بورصة طوكيو؛

- أما بورصة باريس فقدت 9.3% من قيمتها في يوم واحد، وبعد شهر خسر مؤشر شركة وكلاء الصرف 32%، كما فقدت بورصة السريد 15%، وفي بورصة سيدني في استراليا بلغت الخسارة 25% من اجمالي قيمة الأسهم لتمحي جميع الأرباح التي تحققت خلال سنة 1987 في يوم واحد؛

- أما في هونج كونج فقد مؤشر هانج سانج 421 نقطة، مما اضطر المسؤولين إلى اغلاق البورصة لمد أسبوع ولكن بعد افتتاحها يوم الاثنين 26 أكتوبر هبطت الأسعار بشكل كبير ليسجل المؤشر خسارة قدرها 34% لانخفاض الأسعار عما كانت عليه قبل اغلاق البورصة؛

- بعد انهيار بورصة نيويورك شهدت بورصة فرانكفورت الألمانية أكبر هبوط لها في يوم واحد ليصل نسبة ما فقدته بحوالي 10% من قيمة البورصة وفي 19 نوفمبر خسر المؤشر الألماني 34%، وهكذا كان تدهور أسعار الأسهم وهبو البورصات العالمية في أكتوبر 1987؛

<sup>1</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، << مرجع سابق >>، ص 168.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، << مرجع سابق >>، ص 322.



- إن انخفاض مؤشر داو جونز 46% في سنة 1929، (من 23 أكتوبر إلى 13 نوفمبر)، فإن تأثيره على نسبة 5% من القطاع العائلي بالولايات المتحدة الأمريكية، وقد كان انخفاض هذا المؤشر سنة 1987 حوالي 30% ولكن تأثيره على نسبة 20% إلى 25% من القطاع العائلي الأمريكي<sup>1</sup>.

## 2- اتجاه المؤشرات خلال أزمة 1989

- أدت الأزمة إلى فقدان مؤشر داو جونز حوالي 190 نقطة<sup>2</sup>، وأقل عند مستوى 2569 نقطة أي بانخفاض مقداره 7% في يوم 13 أكتوبر 1989<sup>3</sup>.

- كما أن في طوكيو فقد مؤشر نيكاي 647 نقطة أي 1.8%، وفي لندن أضاع مؤشر فاينانشينال تايمز 142 نقطة أي بحدود 6.4%، وفي باريس فقد مؤشر كاك أكثر من 7%<sup>4</sup>.

- ونظرا لأن المستثمرين على دراية سابقة بأزمة 1987 التي لم يكن هناك فاصل زمني كبير بين الأزميتين، فقد عرفوا التعامل مع الأزمة ما اتجهت الأوضاع إلى الاستقرار تدريجيا، حيث كانت مجرد اضطرابات طفيفة في الأسعار فقط وليس أزمة مالية حقيقية في البورصة<sup>5</sup>.

## الفرع الثاني: المؤشرات في ظل أزمات التسعينات

كانت المؤشرات أكثر انخفاضا في الأسواق المالية خلال أزمة النور الآسيوية مقارنة بانخفاضها خلال أزمة المكسيك كما سيوضح فيما يلي

## أولا: اتجاه المؤشرات خلال أزمة المكسيك 1994

- تأثر سوق الأسهم في الفترة ما بين 19 - 31 ديسمبر 1994 و انخفض مؤشر أسعار أسهم بورصة مرفال Merval إلى 12.4% ثم انخفض إلى 5.4% في فيفري 1995، واستمر انخفاضه ليصل إلى 25.7%؛

- في أوائل مارس 1995 وصل المؤشر أدنى مستوى له حيث انخفض بأكثر من 50% عما كان عليه في 19 ديسمبر 1994، كما أن سوق رأس مال الشركات المعلن عنه في بورصة الأوراق المالية في بيونس آيرس

<sup>1</sup> عماد صلاح سلام، << مرجع سابق >>، ص ص 307 - 308.

<sup>2</sup> فريد كورنل، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية >>، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، يومي 13 - 14 مارس 2009، ص 6.

<sup>3</sup> مروة كرامة، << انعكاسات الأزمة المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 200-2010 دراسة حالة الجزائر >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011-2012، ص 90.

<sup>4</sup> صلاح الدين طالبي، << مرجع سابق >>، ص 126.

<sup>5</sup> مروة كرامة، << مرجع سابق >>، ص 90.

قد انخفض من 36.5% بليون بيزو في 31 ديسمبر 1994 إلى 25.5% بليون بيزو في نهاية فيفري 1995 بتدهور بلغت نسبته 30%<sup>1</sup>.

### ثانيا: اتجاه المؤشرات خلال أزمة جنوب شرق آسيا 1997

- عمت البورصات الناشئة العديد من الانهيارات بسبب السياسات النقدية في بلدان جنوب شرق آسيا ما أدى إلى هروب رؤوس الأموال الكبيرة من أسواقها خاصة في تايلاند و ماليزيا، فقد أدى هذا إلى شعور المستثمرين بتدني مستوى الأرباح في الشركات الأمريكية، مما أدى إلى هبوط في أسعار الأسهم الأمريكية وبالتالي هبوط في مؤشر داوجونز لأسهم الشركات الصناعية الأمريكية والذي يقود أسهم العالم، والذي أدى بدوره إلى هبوط الأسعار في الأسواق العالمية حيث أن بورصة وول استريت في نيويورك أعلنت وقف التعامل بها بعد حدوث أكبر هبوط منذ انهيار السوق سنة 1987؛

- في طوكيو تراجع مؤشر نيكاي وفي كوريا الجنوبية سجلت بورصة سيول تراجعا وأيضا في بورصات سنغافورة و كوالالمبور، وجاكرتا، أما في لندن انخفض مؤشر فاينشيال تايمز للأسهم البريطانية الممتازة والذي يضم 100 شركة رئيسية وذلك بعد هبوط مؤشر هانج سانج للأسهم في هونج كونج<sup>2</sup> بحوالي 1211 نقطة وقد حصل هذا الانخفاض لأول مرة منذ ما يزيد عن 30 سنة من ذلك التاريخ<sup>3</sup>.

- مع تسارع تردي الأوضاع تدهورت أسعار البورصة التيلاندية من جديد، حيث انخفض مؤشر الأسهم من 1415 نقطة في فيفري 1996 إلى 800 نقطة نهاية السنة، قبل أن يواصل هبوطه إلى مستوى 366 نقطة في نهاية سنة 1998، وأدت هذه الظروف إلى تضاؤل عائدات ديون تايلاند إلى حوالي 90 مليار دولار، أي ثلاثة أضعاف احتياطياتها من العملات الأجنبية<sup>4</sup>.

- امتد تأثير الأزمة إلى روسيا والبرازيل والمكسيك حيث انخفض مؤشر الأسهم في بورصة روسيا بنسبة 12% يوم 18 ماي 1998، وانخفض مؤشر البورصة في البرازيل بنسبة 6.4% كما انخفض مؤشر بورصة المكسيك بنسبة 3% وفي الأرجنتين بنسبة 4.7% واضطرت السلطات الروسية إلى رفع سعر الفائدة من 30% إلى 50% خلال تلك الفترة؛

- استمر الانخفاض في البورصات كل من فنزويلا وهونج كونج، وفي اليابان انخفض المؤشر بنسبة 18.4% يوم 10 سبتمبر 1998، وفي فنزويلا بنسبة 18.2% عن مستوى 8 سبتمبر 1998<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> محمد بن سعيد، لخضر بن سعيد، مداخلة بعنوان: «الأسواق المالية للدول النامية في ظل الحركة الثلاثية الدولية للعلومة المالية»، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 13-14 مارس 2012، ص 11.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبسي، «بورصات الأوراق المالية»، «مرجع سابق»، ص ص 81-82.

<sup>3</sup> يوسف أبو فارة، «مرجع سابق»، ص 91.

<sup>4</sup> عماد صلاح سلام، «مرجع سابق»، ص 318.

<sup>5</sup> حمدي عبد العظيم، «مرجع سابق»، ص ص 204-205.

- فيما يتعلق بالاستثمار الثابت في هذه الدول وضحت الاحصائيات أن الاستثمار الثابت الاجمالي الحقيقي انخفض بنسبة 63.3% سنة 1998 في اندونيسيا وبنسبة 24.7% في تايلاند، وبنسبة 20% في كوريا الجنوبية ونسبة 14.4% في الفلبين<sup>1</sup>.

- نتج عن الأزمة انخفاض في نسب تغيرات مؤشر أسعار الأسهم حيث وصلت نسبة 81.74% في اندونيسيا و 63.06% في كوريا، و 58.41% في ماليزيا، و 49.18% في الفلبين، و 48.37% في تايلاند وهو ما يعني تدهورا كبيرا في أسعار الأسهم والأسواق المالية لتلك الدول<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: المؤشرات في ظل الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري 2008)

نتج عن الأزمة المالية العالمية 2008 انخفاض كبير في المؤشرات وهذا راجع لحجم الأزمة وتداعياتها على الأسواق المالية العالمية والعربية

#### أولا: انعكاس الأزمة على المؤشرات في الأسواق المالية العالمية

- تدهور السوق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وحدث انهيارات مالية في وول استريت تم بها بدأ المرحلة الأولى من انعكاسات الأزمة المالية في سوق الأسهم، حيث انخفض مؤشر داو جونز 778 نقطة وقدرت خسائره بتريليون دولار في يوم واحد، ما أدى إلى إعلان العديد من البنوك الكبرى انخفاض أسعار أسهمها، وامتدت هذه الانهيارات إلى الأسواق المالية العالمية الكبرى<sup>3</sup>.

- انخفاض مؤشر "ناس داك" من 2300 نقطة التي كان قد وصل إليها في شهر فبراير 2008 إلى 1532 في شهر فيفري 2009، أما مؤشر "داو جونز" فقد انخفض من نقطة 12100 في شهر فيفري 2008 إلى 7950 نقطة في شهر فيفري 2009، أما مؤشر "ستاندرد أند بورز" انخفض من 1300 نقطة في فيفري 2008 إلى 834 نقطة في فيفري 2009<sup>4</sup>.

- خلال 6 الأشهر الأولى من سنة 2008 فقد مؤشر باريس حوالي 25.74% من قيمته ومؤشر نيويورك حوالي 18% وفقدت مؤشرات بومباي وشنقاى ما بين 34.77% و 61.72% في خلال تسعة أشهر، وهذا ما جعل أغلب المتدخلين في الأسواق المالية يتوقعون الأسوأ من الأزمة المالية العالمية<sup>5</sup>.

- استمر انخفاض مؤشر داو جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى بمقدار 679 نقطة، أي ما يعادل 7.3% ليصل عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9258، وانخفض مؤشر "ستاندرد اند بورز 500" الأوسع نطاقا 75 نقطة، أي بنسبة 7.6% مسجلا 909.9 نقطة بدلا من 984.9؛

<sup>1</sup> << نفس المرجع السابق >>، ص 223.

<sup>2</sup> عماد صلاح سلام، << مرجع سابق >>، ص 324.

<sup>3</sup> سميح مسعود، << مرجع سابق >>، ص 46.

<sup>4</sup> فتيحة حبشي، مداخلة بعنوان: << تحليل أسباب الأزمة المالية العالمية وسبل معالجتها >>، مرجع سابق، ص 13.

<sup>5</sup> عيد القادر بلطاس، << مرجع سابق >>، ص 85.

- في يوم الاثنين التالي لحدوث الأزمة ( 22 سبتمبر 2008) تعرضت البورصة الأمريكية لأكبر خسارة لها على مدى 3 سنوات، حيث تراجع مؤشر "ستاندرد أند بورز 500" بنسبة 8.79%، وفقد مؤشر ناسداك 9.14%، غير أنها عادت للارتفاع في اليوم التالي مباشرة ( 23 سبتمبر 2008) وسط التنبؤ بسرعة تنفيذ خطة الإنقاذ المالي بالكونجرس الأمريكي فارتفع مؤشر " داو جونز" بـ 485 نقطة أي بنحو 4.68% وارتفع مؤشر " ستاندرد أند بورز 500" بنسبة 5.27% كما ارتفع مؤشر "ناسداك" المركب بنسبة 4.97%؛ وبدأت البورصة الأمريكية في التذبذب ارتفاعا و انخفاضاً متفاعلة بذلك مع كل إجراء تتخذه السلطات النقدية في الدولة، حتى وصل الأمر في 17 أكتوبر 2008 أن سجل مؤشر فيلادلفيا الفيدرالي الصناعي أسوأ قراءة له خلال 18 عاما، و نبه بذلك إلى تعدي الأزمة إلى الاقتصاد الأمريكي الحقيقي<sup>1</sup>.

- وآسيويا هبط مؤشر نيكاي الياباني لأسهم الشركات اليابانية بنسبة أكثر من 11% ليسجل أكبر خسارة في يوم واحد وفي بكين تراجعت أسعار الأسهم الصينية بمقدار 3.57%<sup>2</sup>.

#### ثانيا: انعكاس الأزمة على المؤشرات في الأسواق المالية العربية

- رجعت مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية خلال 2008 إلى الهبوط وانخفضت أحجام التداول فيها وبهذا خسرت كل الأسواق العربية نحو 590 مليار دولار من اجمالي قيمتها، و انخفض مؤشر سوق الأسهم السعودي بنسبة 59.2%، وسوق القاهرة والاسكندرية بنحو 50.9%، وسوق أبو ظبي للأوراق المالية نحو 44.6%، وسوق الكويت نحو 40.3%، وبورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء 19%<sup>3</sup>.

- انخفاض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بـ 49,4% ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008 مقارنة بـ 328,7 نقطة عام 2007 بعدما حققت موجة من الارتفاع خلال سنة 2007 (+41,98%) ماعدا بورصة تونس التي سجلت خلال سنة 2008 تحسنا بارتفاع المؤشر بـ 1,5%، والذي يرجع إلى انخفاض حصة المستثمرين الأجانب الذي يمثل 6,2% فقط من الرسملة البورصية، حيث لوحظ في بداية البيع المكثف للأجانب في السوق امتصاصه من قبل الطلب المحلي<sup>4</sup>.

- ففي الوقت الذي تضخمت فيه الفقاعة المضاربية عام 2007، ثم انفجارها تزايدت مخاطر العجز عن السداد ومشكل عدم تماثل المعلومات نتج خاصة عن الابتكارات المالية من خلال الشك حول نوعية هذه المنتجات خاصة تلك المتعلقة بقروض الرهن العقاري، الشيء الذي أدى إلى انخفاض قيمتها وحتى إلى اختفاء هذه السوق

<sup>1</sup> عبد السلام عبد السلام بندي، نعيمة برودي، مداخلة بعنوان: << تسونامي الرهن العقاري أزمة مالية عالمية إلى أين وإلى متى>>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية ( تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاد الأوروبي والغربي)، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، يومي 10- 11 أكتوبر 2009، ص 14.

<sup>2</sup> محمد الهاشمي حجاج، << مرجع سابق>>، ص 127.

<sup>3</sup> سميح مسعود، << مرجع سابق>>، ص 100.

<sup>4</sup> فاطمة الزهراء علوي، نسيمه حاج موسى، << مرجع سابق>>، ص 122.

في حد ذاتها كما أن التخوف والشك حول ملاءة البنوك نفسها أدى إلى انتشار مشكل عدم تماثل المعلومات إلى سوق ما بين البنوك وبالتالي رفع معدلات الفائدة في هذه السوق وهو ما أدى إلى شح في السيولة<sup>1</sup>.  
\* مما سبق يمكن استنتاج أن المؤشرات في السوق المالي تتأثر بالأزمات المالية باعتبارها ركيزة لاكتشاف التغيرات الواقعة في السوق، حيث كان للأزمة المالية العالمية 2008 انعكاسا كبيرا على المؤشرات مقارنة بسابقاتها من الأزمات، وهذا في ظل تطور برامج المعلوماتية، حيث شهدت انخفاضات كبيرة في المؤشرات الآسيوية والأوروبية والعربية أيضا ما أدى بتضرر العديد من القطاعات في جميع بلدان العالم وإلى الإسراع لمجابهتها والتقليل من حدتها وآثارها.

### المطلب الثالث: انعكاسات الأزمات على سلوك المستثمرين

اختلف سلوك المستثمرين من أزمة إلى أخرى فكان التغيير فيه حسب حدة الأزمة والمتغيرات الطارئة فيها مما ينعكس على التداول والاستثمار، وفيما يلي عرض لتصرف المستثمرين في الأسواق المالية خلال الأزمات

#### الفرع الأول: اتجاه سلوك المستثمرين في ظل أزمته 1929 و 1987

تؤدي الأزمة إلى نقص السيولة لدى المستثمرين في السوق المالي الأمر الذي يدفعهم لبيع أصولهم والتوجه إلى قطاعات أخرى

#### أولاً: اتجاه سلوك المستثمرين خلال أزمة الكساد الكبير 1929

- شهد يوم الثلاثاء 29 أكتوبر 1929 بيع 76 مليون سهم وانهارت الأسعار وأدت إلى خسائر للمستثمرين والتي بلغت حوالي 74 مليار دولار وارتفعت أعداد ومعدلات البطالة مما أدى انخفاض حجم الاستثمار العالمي إلى جانب إفلاس العديد من البنوك التي بلغت خمسة آلاف بنك في الولايات المتحدة الأمريكية وبلغت خسائر المودعين حوالي 3 مليار دولار<sup>2</sup>.

#### ثانياً: اتجاه سلوك المستثمرين خلال أزمة 1987

- أدت الأزمة بتخفيض القيمة الحقيقية للموجودات بالدولار للمستثمرين الأجانب مما دفع المستثمرين للإسراع بالتخلص من أصولهم المالية المحررة بالدولار، وهو ما ساهم في زيادة عرض الأصول المالية (خاصة الأسهم) ومنه انهيار أسعارها؛

- تحول الكثير من المستثمرين من حيازة الأسهم إلى السندات ( خاصة السندات الحكومية الطويلة الأجل الصادرة عن السلطات الأمريكية)، مما زاد في عرض هذه الأسهم ومن ثم تدهور أسعارها؛

<sup>1</sup> هارون الطاهر، نادية العقون، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها >>، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والادارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، يومي 06-07 أبريل 2009، ص 12.

<sup>2</sup> حمدي عبد العظيم، << مرجع سابق >>، ص 188.

- لجوء الكثير من المستثمرين إلى استبدال أصولهم المالية الطويلة الأجل ( الأقل سيولة ) بأصول أخرى قصيرة الأجل ( والأكثر سيولة )، مما يوفر لهم ضمانات أكثر لمواجهة أزمات أخرى متوقعة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: اتجاه سلوك المستثمرين في ظل أزمات التسعينات

سيتم توضيح اتجاه سلوك المستثمرين خلال أزمة المكسيك 1994 وأزمة جنوب شرق آسيا 1997

#### أولاً: اتجاه سلوك المستثمرين خلال أزمة المكسيك 1994

- حقق الاستثمار الأجنبي 16.6 مليار دولار خلال الفترة (1991-1993)، لكن في مقابل هذا التحسن في وضعية المكسيك الاقتصادية عرف الميزان التجاري عجزاً مقدراً بـ 29 مليار دولار في سنة 1994 نتيجة التحولات الرأس مالية المكثفة مما أدى إلى مخاوف كبيرة لدى المستثمرين الذين قاموا بسحب أموالهم من الأسواق المالية المحلية فكانت بداية الأزمة بالمكسيك، ومن ثم تسارعت ظاهرة خروج رؤوس الأموال قصيرة الأجل، مما دفع تسارع نفاذ احتياطي الصرف الأجنبي، وتدخلت السلطة النقدية بعد يومين من إقرار خفض البيزو إلى إقرار تعويمه، وهذا ما نتج عنه حالات ذعر في أوساط بعض بورصات أمريكا اللاتينية مما أدى إلى أزمة ثقة<sup>2</sup>.

#### ثانياً: اتجاه سلوك المستثمرين خلال أزمة جنوب شرق آسيا 1997

- حدوث تراجع كبير في الاستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية حيث سحب المستثمرون الأجانب أموالهم من دول جنوب شرق آسيا وانخفضت معدلات التدفقات المالية إليها، كما أن المضاربة وخوف المستثمرين أدى إلى تصاعد الضغوط على أسعار العملات والبورصات<sup>3</sup>.

- خسارة 57 مستثمر آسيوي من بين أغنى 200 رجل في العالم مبلغ 21 مليار دولار، مقابل ارتفاع ثروة أغنياء أوروبا و أمريكا<sup>4</sup>.

- أخذت تفاعلات الاضطرابات التي عمت الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا بالعديد من المؤسسات الاستثمارية العالمية بمخاوف جراء الأزمة نتيجة ارتفاع درجة مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة ما صاحبها تناقص في التدفقات الرأس مالية إلى هذه الدول؛

- تأثرت أسواق الأسهم العربية والاستثمارات العربية في الخارج بشكل محدود حيث ظهرت عودة جزئية للاستثمارات العربية من الخارج لأن أغلب الاستثمارات العربية بالأسهم العالمية موزعة ومنوعة في محافظ مختلفة وفي سلات استثمارية عديدة وبالتالي فإن انخفاض الأسهم كان له أثر طفيف على إجمالي الاستثمارات، حيث أن بعض الأزمات المالية التي تواجهها أسواق الأسهم العالمية تعتبر أوقاتاً مناسبة للمستثمرين لتدوين

<sup>1</sup> حمزة دبار، << مرجع سابق >>، ص 13.

<sup>2</sup> سعاد معمر شدي، << التقارير المالية للمراجع وآثارها على اتخاذ القرارات في ظل الأزمات المالية العالمية حالة تقرير المراجع حول سونلغاز >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير (غير منشورة)، تخصص: مالية مؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2014-2015، ص 120.

<sup>3</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، << مرجع سابق >>، ص 170.

<sup>4</sup> نبيل بهوري، << مرجع سابق >>، ص 116.

ملاحظاتهم، والأفضل دائما الانتفاع بخدمات مصارف معتمدة وإدارات صناديق استثمارية والتي من مسؤولياتها اختيار الاستثمارات المجدية<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: اتجاه سلوك المستثمرين خلال الأزمة المالية العالمية 2008

سيتم توضيح اتجاه سلوك المستثمرين خلال أزمة الرهن العقاري

#### أولا: اتجاه سلوك المستثمرين في الأسواق المالية الأمريكية

- أدى غياب المستثمرين عن السوق الثانوية إلى عدم بيع القروض التي أبرمها منشئو الرهونات العقارية الثانوية، وقد ألقى ذلك ضغطا هائلا على كثير من منشئي الرهونات الذي كان عدد كبير منهم شركات تمويل رسملتها هزيلة وغير منظمة، وبدورها قامت البنوك التي تتعامل مع هذه المنشآت بسحب التمويل المقدم منها ما أدى إلى عجز المنشئون عن تحمل عبء رصيد الرهونات العقارية التي أصدرها وتوقفوا عن منح قروض جديدة وقدم بعضهم طلبات للحماية من الإفلاس؛

- لعبت صناديق التغطية والمستثمرون الراجيون في العائد الكبير دورا حاسما في انتشار الأزمة، فعند انهيار أسعار الشرائح عالية المخاطر لم يتمكن المستثمرون من التعامل خارج مراكزهم الخاسرة فتم بيع أصول أخرى خاصة تلك الأصول التاب لها أرباح كبيرة غير محققة مثل أسهم الأسواق الناشئة ما أدى إلى انخفاض أسعار الأسهم على مستوى العالم، كما هبطت معظم عملات الأسواق الناشئة من حيث القيمة؛

- أدى انقار سوق المعاملات خارج البورصة للشفافية هروب المستثمرين من المخاطرة، حيث جذبت السندات المالية للرهنات العقارية عالية العائد كثيرا من المستثمرين غير الأمريكيين، وطلبت عدة بنوك ألمانية كانت تستثمر في السوق الثانوية الأمريكية تدخل الجهات التنظيمية، كما قام العديد من المودعين بسحب ودائعهم من بنك نورثيون رول في الولايات المتحدة، ما أدى إلى جمود في سوق الأوراق التجارية المضمونة بأصول<sup>2</sup>.

- واجهت المؤسسات نقص في قدرتها على الاقتراض واضطرت إلى بيع الأوراق المالية، حيث أن من الصعب على المستثمرين خاصة الخارجيين تقدير قيمة الأصول أي أنها بيعت الأوراق المالية بأسعار أدنى من القيمة المتوقعة للمدفوعات على الأصول، وهذا ما ساهم بقدر كبير في تخفيض قيمة جميع المؤسسات التي تحتفظ بهذه الأصول المماثلة ليس فقط في ميزانية البائع بل في ميزانيات جميع المؤسسات التي تحتفظ بهذه الأصول، ما أدى إلى تخفيض رأسمالها نتيجة بيعها للأصول بأسعار منخفضة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية، << مرجع سابق >>، ص 85.

<sup>2</sup> ضياء مجيد الموسوي، << الاقتصاد العالمي بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008-2009 >>، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص، ص 28-30.

<sup>3</sup> << نفس المرجع السابق >>، ص ص 34-35.

- ساد على أثر هذه الانهيارات المتتالية كثير من الذعر والهلع في الأوساط المالية وفي أوساط المستثمرين في أمريكا وفي العالم<sup>1</sup>، حيث أن المستثمرون من بنوك ومؤسسات وشركات عالمية والذين استثمروا في السندات المغطاة بأصول عقارية فقد تأثروا بشكل مباشر بالأزمة المالية الراهنة و تعرضوا لخسائر صعب تقديرها<sup>2</sup>.

### ثانياً: اتجاه سلوك المستثمرين في الأسواق المالية للدول الصناعية

- أدت الأزمة المالية العالمية إلى تراجع واضح في عمليات الاستثمار خصوصاً في الدول الصناعية المتقدمة وقد دفعت خسائر هذه المؤسسات إلى سحب استثماراتها من الأسواق الناشئة بهدف الاستجابة لواقع المشكلات التي تواجهها في البلدان الأصلية لهذه المؤسسات الاستثمارية الدولية، حيث قام الكثير من المستثمرين بسحب أموالهم من الاقتصاد الأمريكي والمعروف أن المستثمرين يميلون إلى استثمار أموالهم في العديد من الأسواق مالية خلال نفس الفترة ؛

- كما أن حجم الاستثمارات الأجنبية انخفضت وأصبحت منظمات الاعمال تعطي الأولوية للاستثمار ودعم أعمالها وأنشطتها في بلدانها الأصلية للمحافظة على بقائها واستدامتها في ظل عدم التأكد من مستقبل الأسواق المالية، حيث أن الأزمات المالية تؤدي حركة سريعة للاستثمارات نحو الخارج خصوصاً الاستثمارات التي تسمى الأموال الساخنة، فالخروج السريع لهذه الاستثمارات يؤدي إلى تدهور كبير في الأسواق المالية<sup>3</sup>.

- انخفاض حجم الاستثمارات في البلدان النامية من 13% في سنة 2007 إلى 3.5% سنة 2008<sup>4</sup>.

- ايجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، دفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر والبحث عن الاستثمارات آمنة في قطاعات أخرى، بل ودفعت البعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين<sup>5</sup>.

\* تؤدي الأزمة المالية إلى نقص السيولة للمستثمرين الناشطون في السوق المالي، الأمر الذي يدفع بكثير منهم إلى التوجه إلى أسواق أخرى بهدف الابتعاد عن المخاطر وإعادة هيكلة محافظهم الاستثمارية من خلال بيع ممتلكاتهم من الأصول في هذه الأسواق وتعويض خسائرهم، هذا الاختلال في تركيبة أصول المحافظ الاستثمارية قد يدفع بالمستثمرين إلى تصحيحها وإعادة ترتيب هيكلها مما يؤدي إلى بيع بعض الأصول وهو ما يؤدي إلى تراجع أسعارها.

<sup>1</sup> فاطمة بن يوب ، محفوظ جبار، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية الأسباب والتداعيات >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 14- 15 ديسمبر 2009، ص 6.

<sup>2</sup> عاطف لافي مرزوك، << مرجع سابق >>، ص 9.

<sup>3</sup> يوسف أبو فارة، << مرجع سابق >>، ص ص 119- 120.

<sup>4</sup> يوسف مسعداوي، << دراسات في المالية الدولية >>، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 293.

<sup>5</sup> مروة كرامة، << مرجع سابق >>، ص 112.



### خلاصة الفصل

من خلال دراسة موضوع أسواق رأس المال يمكن استنتاج مايلي:

- سوق رأس المال هو سوق التمويل متوسط و طويل الأجل و يعتبر أداة الوصل ما بين القطاعات الرئيسية للاقتصاد حيث يجمع بئعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه.
- يحتوي سوق رأس المال على السوق الأولي أي سوق الاصدارات والاكتتاب و السوق الثانوي وهو سوق التداول التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية، والذي يقسم إلى السوق النظم والسوق الغير منظم الذي يحتوي على السوق الثالث والرابع.
- تتم العمليات في السوق المالي بالاعتماد على أطراف مختصة، وهم السماسرة، المستثمرون، والمصدرين.
- يتم التعامل في سوق رأس المال بما يعرف بالأوراق المالية، وتتمثل هذه الأوراق في الأسهم والسندات بمختلف أنواعها، ولكل أداة خاصة تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى إلى جانب المشتقات المالية التي تعتبر من الأدوات المالية الحديثة في سوق رأس المال.
- يتم البيع و الشراء للأوراق المالية من خلال الاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي تقوم بدراسة وضعية الشركة المصدرة ووضعية السوق من خلال التحليل الفني و التحليل الأساسي.
- تعتبر السوق فعالة وذات كفاءة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذات جودة عالية بأقل التكاليف مما يجعل الفاصل الزمني بين تحليلها وقراءة الاستثمار قليل جدا باعتبار أن المعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار ولكي تتحقق كفاءة السوق يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.
- انعكست الأزمات المالية على جميع الدول وعلى مختلف القطاعات خاصة القطاع المالي (الأسواق المالية).
- انعكست الأزمات المالية على أسواق رأس المال من خلال الانخفاض في الأسعار ما أثر على العديد من العوامل كحجم التداول وأدى بخروج المستثمرين، كما أدت الأزمات بانخفاض المؤشرات في سوق رأس المال هذه العوامل التي أدت في الغالب إلى انخفاض الاصدارات ونقص الكفاءة في سوق رأس المال.
- انعكاسات الأزمات المالية على العوامل السابقة كان متفاوتا فكل أزمة لها خصائص وآثار تميزها عن أخرى.
- تأثرت الدول العربية أيضا من جراء الأزمة المالية العالمية على اعتبارها أنها جزء من المنظومة الاقتصادية العالمية، ومن المؤكد أن درجة تأثيرها يختلف بين الدول العربية على حسب ارتباطها واندماجها في الاقتصاد العالمي.

## الفصل الثالث:

انعكاسات الأزمة المالية

العالمية على سوق الدوحة

للأوراق المالية الأوراق المالية

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### تمهيد

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بسوق الدوحة للأوراق المالية ودراسة انعكاسات الأزمة المالية العالمية على هذا السوق باعتباره أحد أهم الأسواق المالية العربية، وبما أن أزمة الرهن العقاري أو الأزمة المالية العالمية كانت انعكاساتها واسعة النطاق خاصة على الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والدول المتقدمة إلا أنها طالت أيضا الأسواق المالية العربية والتي كانت عرضة لمثل هذه الانعكاسات، وعليه سيتم توضيح أداء سوق الدوحة للأوراق المالية قبل الأزمة المالية وإبراز التغيرات التي شهدتها أثناء الأزمة وبعدها وهذا من خلال تحليل بعض مؤشرات الأسعار به وتحليل نشاط التداول ونسب تعاملات المستثمرين في الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى 2015، وذلك بالاعتماد على مجموعة من القوانين والمواد الصادرة والمتعلقة به وعلى تقارير الأداء ونشرات التداول السنوية وتقارير صندوق النقد العربي، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث كالآتي:

- المبحث الأول: تقديم سوق الدوحة للأوراق المالية.

- المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية على مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ( 2005-2015).

- المبحث الثالث: انعكاسات الأزمة المالية على نشاط التداول في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2015).

- المبحث الرابع: انعكاسات الأزمة المالية على تعاملات المستثمرين في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ( 2008-2015).

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### المبحث الأول: تقديم سوق الدوحة للأوراق المالية

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى الأساس التنظيمي لسوق الدوحة وإلى الأوراق المالية المتداولة فيه بالإضافة إلى توضيح التعاملات وإجراءات وقواعد التداول فيه.

#### المطلب الأول: الأساس التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية

يتم توضيح الأساس التنظيمي للسوق بتحديد نشأته وأهدافه واللجنة التي تدير السوق ومعرفة أعضائها وأخيراً الوساطة وميزانية السوق.

#### الفرع الأول: مراحل نشأة سوق الأوراق المالية للدوحة

- تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية ( بورصة قطر حالياً) بموجب القانون رقم (14) لسنة 1995، وباشرت أعمالها في السادس والعشرين من ماي 1997، وفي 14 سبتمبر 2005، صدر القانون رقم (33) والمعدل بالمرسوم بقانون رقم 14 لسنة 2007، بشأن هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية الذي يقضي بإنشاء كل من الهيئة والسوق، وبموجب هذا القانون، تتولى الهيئة الجانب التشريعي والرقابي، بينما يكون دور السوق تنفيذياً فيما يتعلق بتداول الأسهم ونقل ملكيتها وإجراء التسويات المالية بين الوسطاء؛

- دخل السوق مرحلة جديدة بدأت بصدر القانون رقم (33) للعام 2009 الذي أسفر عن تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى شركة مساهمة تحت مسمى ( بورصة قطر )، بهدف إحداث نقلة جديدة في بنيتها من شأنها أن تحولها إلى بورصة عالمية تعمل وفق أحدث النظم، ولتنفيذ تلك الرؤية كان القرار بدخول بورصة نايسي يورونكست ( NYSE Euronext ) شريكا استراتيجيا بنسبة 20 % لتبدأ بورصة قطر نشاطها تحت المسمى الجديد اعتباراً من 2009/6/21<sup>1</sup>.

- في جوان 2009 قامت شركة قطر القابضة، وهي الركيذة الاستثمارية لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة ( نايسي يورونكست ) NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة استراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط، كما أُعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة؛

- كما تمثل الاتفاقية مع بورصة NYSE Euronext بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر، لأنها ساعدت على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها، ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج؛

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني [www.mofa.gov.qa](http://www.mofa.gov.qa) تاريخ الاطلاع يوم 2016/04/09 على الساعة 13:40.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- تسعى البورصة لتكون سوقاً جاذبة للجهات المصدرة المحلية والإقليمية التي ترغب في زيادة رأسمالها، كما تسعى لاستقطاب المستثمرين الذين يطمحون لتداول الأوراق المالية ومنتجات المشتقات؛
- شكلت البورصة سوقاً رائدة في منطقة مجلس التعاون الخليجي وسوقاً جاذبة للمستثمرين والجهات المصدرة على الصعيد المحلي وفي جميع أنحاء أوروبا وآسيا وأمريكا، كما ستشكل البورصة أداة هامة لتعزيز الثروة المستدامة في دولة قطر والمنطقة، كما أنها تعتبر جزءاً أساسياً من هدف الحكومة في إنشاء صناعة عملية للخدمات المالية وسوق رأسمالية تنافسية تهدف لتنويع الاقتصاد القطري؛
- في نهاية سنة 2010، أتمت البورصة عملية الربط مع الأسواق العالمية التابعة لبورصة NYSE Euronext من خلال شبكة بنية التداول التحتية المالية الآمنة لتساعد على تسهيل دخول المستثمرين الأجانب إليها<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: أهداف السوق

تهدف السوق إلى الآتي<sup>2</sup>:

- 1- إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني القطري.
- 2- العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.
- 3- تطوير وترشيد أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسررها ويوفر الحماية للمتعاملين.
- 4- تطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب.
- 5- قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق، والتيسير والسرعة في تسجيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق، وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم.
- 6- جمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها، ونشر التقارير حولها، شريطة أن تتناول المعلومات الإجمالية لا الفردية والشخصية.
- 7- تقديم دراسات للمراكز المالية المتوقعة للشركات مما يساعد المستثمرين والمديرين الماليين عند شراء الأوراق المالية.
- 8- إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والمقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين النافذة وتعديلها بما يتلائم والتطور الذي تتطلبه السوق.

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني [www.qe.com.qa](http://www.qe.com.qa) تاريخ الاطلاع يوم 2016/03/18 على الساعة 23:09.

<sup>2</sup> القرار الوزاري رقم 08 لسنة 1997، << إصدار اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية >>، الفصل الثالث، المادة 05.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- 9- الاتصال بالأسواق المالية في الخارج بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالية القطرية، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.
  - 10- تنظيم إجراءات تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسهيلها وتبسيطها.
  - 11- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين شركات الوساطة ووكلائها والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية.
  - 12- توفير تواجد شركات وساطة ووكلاء مؤهلين في السوق مع تشجيع تأهيل شركات ووكلاء جدد وغيرهم من المحترفين المتعاملين في الأوراق المالية، بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.
  - 13- ضمان إتمام عملية بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال اتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة ونشر كل المعلومات المتوفرة عن شركات المساهمة وتوفيرها للمتعاملين.
- \* والجدير بالذكر أن هذه الأهداف التي يسعى لها سوق الدوحة للأوراق المالية ستؤدي به إلى تطور كبير سواء من ناحية المعاملات أو الاستثمار والمنافسة بين الأسواق المالية لدول التعاون الخليجي و أسواق الدول المتقدمة، مما يزيد كفاءته وفاعليته.

### الفرع الثالث: الأعضاء في السوق

تشمل عضوية السوق كلا من:

- 1- مصرف قطر المركزي.
- 2- البنوك المرخص لها بالعمل في الدولة، ومؤسسات الإقراض المتخصصة.
- 3- شركات المساهمة القطرية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- 4- وسطاء الأوراق المالية لدى السوق.
- 5- أي شخص طبيعي أو معنوي تقرر اللجنة قبول عضويته ( بعد استيفاء الشروط الموضوعية من قبل اللجنة).

ويلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم القيد ورسوم الاشتراك السنوية فيها طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق<sup>1</sup>، حيث يدفع الأعضاء رسوم الاشتراك السنوية خلال مدة لا تتجاوز الشهر، تبدأ اعتباراً من اليوم الأول من كل سنة، ويتم دفع رسوم الاشتراك في السنة الأولى للعضوية على أساس نسبة الفترة المتبقية من السنة<sup>2</sup>.

- كل عضو يتخلف عن دفع الرسوم المستحقة خلال المهلة التي تحددها اللجنة، يتعرض لدفع غرامة تعادل ثلاثة أضعاف قيمة هذه الرسوم بخلاف ما يتعرض له من ملاحظات قانونية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، << إصدار اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية >>، الفصل الرابع، المادة 06.

<sup>2</sup> القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، المادة 07.

<sup>3</sup> القرار الوزاري رقم 08 لسنة 1997، الفصل الرابع، المادة 08.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- يتوجب على كل شركة وساطة أجنبية ترغب في الحصول على العضوية في السوق أن تؤسس شركة في دولة قطر، على أن يتفق الشكل القانوني والتنظيمي لهذه الشركة وقانون الشركات في دولة قطر بالإضافة إلى استيفاء هذه الشركة لجميع المتطلبات والشروط الموضوعية من قبل اللجنة لقبول شركات الوساطة في السوق<sup>1</sup>.

### الفرع الرابع: إدارة السوق

للسوق لجنة تتشكل من عدة أعضاء تقوم باختصاصات مهمة لضمان سير الحسن الادارة داخله.

### أولاً: مكونات ادارة السوق

تتولى إدارة السوق لجنة تسمى « لجنة السوق»، تشكل على النحو التالي<sup>2</sup>:

- ممثلان عن الوزارة يكون أحدهما (رئيساً).
  - مدير السوق (عضواً).
  - ممثل عن مصرف قطر المركزي (عضواً).
  - ممثل عن غرفة تجارة وصناعة قطر (عضواً).
  - اثنان عن الوسطاء (عضوان).
  - اثنان عن الشركات القطرية التي يجري التعامل في أوراقها بالسوق (عضوان).
  - اثنان من ذوي الخبرة والكفاءة (عضوان).
  - حيث تختار اللجنة من بين أعضائها نائباً للرئيس، وتكون مدة عضوية اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدة أو لمدد آخر مماثلة، ويصدر بتسمية الأعضاء قرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير بالتنسيق مع الجهات المعنية.
  - يكون اجتماع اللجنة صحيحاً إذا حضره ستة (6) أعضاء على الأقل، من بينهم الرئيس أو نائبه<sup>3</sup>.
- والشكل الموالي يبين مكونات ادارة سوق الدوحة للأوراق المالية:

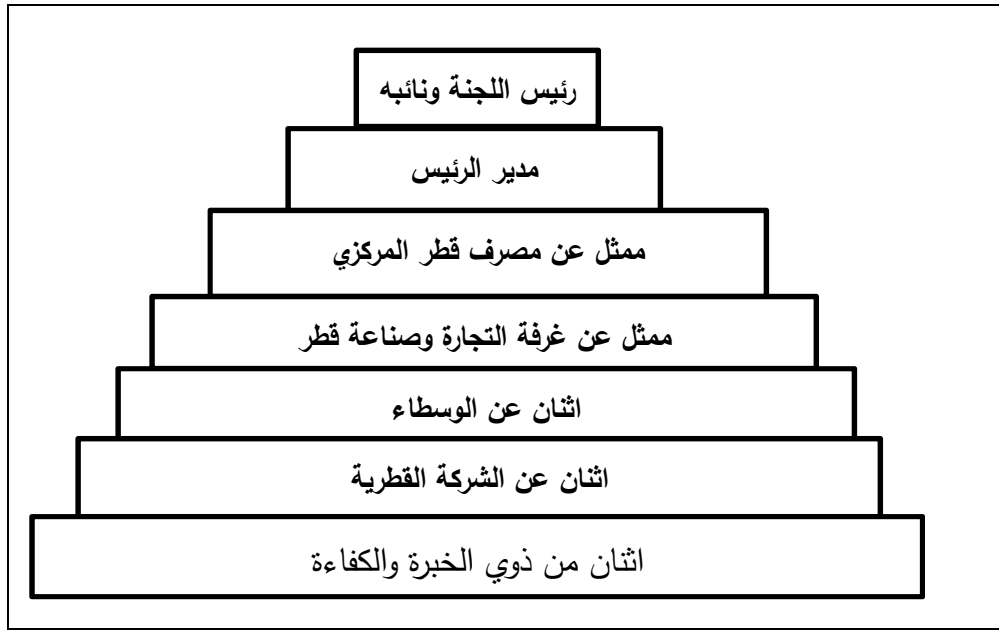
<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني [www.almeezan.qa](http://www.almeezan.qa) تاريخ الاطلاع يوم 2016/04/09 على الساعة 12:47.

<sup>2</sup> القانون رقم 26 لسنة 2002، << تعديل بعض أحكام القانون رقم 14 لسنة 1995 بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية >>، المادة 02 ( استبدلت بالمادة 10 من القانون 14 لسنة 1995).

<sup>3</sup> القرار الوزاري رقم 11 لسنة 1999، << اصدار الهيكل التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية >>، الفصل الأول، المادة 03.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الشكل رقم ( 03 ): هرمية لإدارة سوق الدوحة للأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على ماسبق.

### ثانيا: الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق

تمارس اللجنة جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق، وبوجه خاص ما يلي<sup>1</sup>:

- 1- رسم السياسة العامة للسوق.
- 2- اقتراح اللوائح الداخلية، والهيكل التنظيمي للسوق، ونظام العاملين، ولائحة المشتريات، واللائحة المالية، ولائحة رسم القيد، والعضوية، والتداول، والاشتراكات السنوية، ويصدر بهذه اللوائح والنظم قرار من الوزير.
- 3- وضع القواعد التنظيمية، والتعليمات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقها، والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.
- 4- اتخاذ الإجراءات اللازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها، في ضوء أحكام اللائحة الداخلية للسوق
- 5- النظر في طلبات قيد الوسطاء.
- 6- وقف التعامل مؤقتاً في السوق، أو في أوراق شركة أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.
- 7- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق، وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات.
- 8- تشكيل اللجان المتخصصة، من أعضاء اللجنة أو من غيرهم، سواء بشكل دائم أو مؤقت، لمعالجة ما ترى اللجنة لزوم دراسته عن طريق هذه اللجان.

<sup>1</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، << إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية >>، الفصل الثالث، المتعلق بإنشاء غرفة تجارة وصناعة قطر، المادة 11.



## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

9- العمل على تطوير وتدريب وتأهيل الكوادر القطرية اللازمة لإدارة السوق، وفقاً لأحدث الأساليب الإدارية والفنية، والعمل على نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية.

10- اقتراح مشروعات الأدوات التشريعية اللازمة لتنمية التعامل في السوق، وعرض مقترحاتها على الوزير

11- أية صلاحيات أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق.

\* حيث أن اللجنة حق فحص ومراجعة سجلات الوسطاء ودفاترهم وجميع معاملاتهم، وفحص ومراجعة أعمال ونشاطات أقسام إصدار الأوراق المالية في شركات المساهمة الأعضاء في السوق، ومحافظ الأوراق المالية التي يديرها أي عضو وعلى هؤلاء تسهيل مهمة فريق الفحص والمراجعة، وتوفير جميع البيانات والمعلومات التي يطلبها، وتعامل جميع المعلومات والبيانات التي يطلع عليها فريق الفحص والمراجعة بحكم عمله بسرية تامة، ولا يجوز نشرها ولا إنشاء المعلومات الواردة فيها وتقوم اللجنة- إذا كانت الجهة التي يقع عليها التفتيش بنكاً مرخصاً - بالتنسيق مع مصرف قطر المركزي، ويحق لها الاشتراك معه، في إجراء الفحص والمراجعة<sup>1</sup>.

### الفرع الخامس: هيئة قطر للأسواق المالية

- تنشأ هيئة عامة تسمى "هيئة قطر للأسواق المالية" تكون لها شخصية اعتبارية وموازنة تلحق بالموازنة العامة للدولة<sup>2</sup>، كما تتبع الهيئة مجلس الوزراء، ويكون مقرها مدينة الدوحة<sup>3</sup>.

- تتمتع الهيئة بالاستقلال المالي والإداري وكافة الصلاحيات التنظيمية والإشرافية والرقابية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً لأحكام هذا القانون واللوائح والنظم والقرارات الصادرة تنفيذاً له<sup>4</sup>.

- تهدف الهيئة إلى المحافظة على الثقة في نظام التعامل في الأسواق المالية، وحماية مالكي الأوراق المالية والمتعاملين فيها، بما يضمن الاستقرار للأسواق المالية، والحد من الأخطار التي قد تتعرض لها في سبيل تحقيق ذلك بوجه خاص ما يلي<sup>5</sup>:

- 1- تنظيم الأسواق المالية، والإشراف والرقابة عليها.
- 2- تنظيم التعامل في أنشطة الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية.
- 3- توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار فيه وتنميته.
- 4- مراقبة قواعد التعامل بين المتعاملين في أنشطة تداول الأوراق المالية وغيرها.
- 5- تطبيق سياسة الإفصاح بما يحقق العدالة والشفافية ويجول دون تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية.

<sup>1</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، <<المتعلق بشأن القواعد الموحدة لتملك مواطني دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية أسهم شركات المساهمة ونقل ملكيتها>>، المادة 12.

<sup>2</sup> القانون رقم 33 لسنة 2005، المتعلق <<بشأن هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية>>، الفصل الثاني، المادة 02.

<sup>3</sup> القانون رقم 33 لسنة 2005، المادة 03.

<sup>4</sup> القانون رقم 08 لسنة 2012، <<بشأن هيئة قطر للأسواق المالية>>، الفصل الثاني، المادة 04.

<sup>5</sup> القانون رقم 08 لسنة 2012، المادة 05.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- 6- مكافحة أسباب وقوع الجرائم المتصلة بالأسواق المالية.
  - 7- دعم الصلات والروابط وتبادل المعلومات مع الأسواق المالية الخارجية والهيئات والمؤسسات والمنظمات الاقليمية والدولية، للاستفادة من أساليب التعامل فيها، بما يساعد على تطوير الأسواق المالية داخل الدولة.
  - 8- اجراء الدراسات وجمع المعلومات والاحصاءات عن أنشطة الأسواق المالية ونشر التقارير الخاصة بها.
- \* ومن خلال ما سبق يكمن استنتاج الفرق بين لجنة سوق الدوحة وهيئة قطر للأوراق المالية، حيث أن اللجنة لها دور اصدار القوانين والقواعد الخاصة بالسوق، أما الهيئة فلها دور تنظيم التعامل بين المستثمرين ومراقبة قواعد نشاط التداول.

### الفرع السادس: الوساطة في السوق

لا يجوز القيام بأعمال الوساطة في السوق إلا لمؤسسة أو لشركة قطرية، أو لبنك مرخص له بالعمل في الدولة أو أي مؤسسة أو شخص طبيعي تقرر لجنة السوق الموافقة على قيامه بأعمال الوساطة ( بعد توفر الشروط اللازمة للقيام لأعمال الوساطة).

ولا يجوز لغير الوسطاء القيام بالأعمال التالية<sup>1</sup>:

- 1- الوسطاء بالعمولة.
  - 2- الوسطاء بالشراء والبيع لصالح العميل.
  - 3- الوسطاء في تغطية اصدارات الاوراق المالية الجديدة.
  - 4- الوسطاء في بيع وتسويق اصدارات الاوراق المالية الجديدة.
- كما يجب على الوسيط أن يراعي في الصفقات التي يبرمها، أن تتم وفقا للأوامر الصادرة من عملائه، وعليه التحقق من صحة الأوامر، وحياسة المتعاملين للأوراق المالية محل التعامل، وانها ليست مرهونة او محجوزا عليها ويكون الوسيط مسؤولا، طبقا للأحكام هذا القانون، عن أي عمل من شأنه ايجاد معاملات صورية، لا تؤدي الى انتقال حقيقي للأوراق محل التعامل؛
- ويجوز ان يكون للوسطاء وكلاء يعملون تحت اشرافهم وعلى مسئوليتهم، وينوبون عنهم في اعمال الوسطاء في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية<sup>2</sup>.
- تقوم الشركات المرخص لها القيام بأعمال الوساطة في السوق بتقديم طلبات لإصدار تراخيص لموظفيها الذين تختارهم والذين ترغب هذه الشركات في اعتمادهم وكلاء لها في السوق لتمثيلها والعمل لحسابها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> الموقع الالكتروني [www.qaradaghi.com](http://www.qaradaghi.com) تاريخ الاطلاع 2016/03/17 على الساعة 10:30.

<sup>2</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، الفصل الثاني، المادة 08.

<sup>3</sup> القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، المادة 31.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### أولاً: شروط القيام بالوساطة

- يشترط لمنح التراخيص للقيام بأعمال الوساطة في السوق توافر الشروط الستة الآتية<sup>1</sup>:

1- أن يكون طلب الترخيص شركة مساهمة قطرية عامة أو مقفلة أو شركة ذات مسئولية محدودة قائمة أو قيد التأسيس، أو بنكاً مرخصاً له بالعمل في الدولة أو مؤسسة أو شخصاً طبيعياً تقرر اللجنة الموافقة على قيامه بأعمال الوساطة.

2- ألا يقل رأس المال المدفوع عن (2,000,000) مليوني ريال قطري.

3- أن تتوفر في القائمين على إدارة الشركة الخبرة والكفاءة اللازمتان لإدارة أعمال الشركة.

4- أن يكون المدير المسئول عن أعمال شركة الوساطة حاصلاً على مؤهل جامعي أو ما يعادله، وأن يكون قد عمل في المؤسسات المالية أو المصرفية مدة لا تقل عن ثلاث سنوات.

5- أن تلتزم الشركة، عند طلب السوق، بتقديم ضمان بنكي غير مشروط وغير قابل للنقض ومفتوح التاريخ بمبلغ (500,000) خمسمائة ألف ريال قطري لأمر السوق.

6- أن تلتزم الشركة، عند طلب السوق، بتقديم موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاث السابقة أو عن المدة من تاريخ تأسيس الشركة، أيهما أقل.

### ثانياً: التزامات شركات الوساطة

- يجب على شركة الوساطة سواء على مستوى الشركة أو على مستوى وكلائها داخل السوق الالتزام بما يلي<sup>2</sup>:

1- تنفيذ جميع الصفقات داخل قاعة التداول وفي الأوقات المحددة لذلك.

2- الامتناع عن القيام بأي عمل من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق وأعضائه والمتعاملين فيه، وعدم إفشاء أية معلومات لها صفة السرية تكون قد وصلت إلى شركة الوساطة أو موظفيها بحكم عملهم.

3- عدم نشر أي تحليلات أو تعليقات أو آراء بشأن أسعار الأوراق المالية واتجاهاتها إلا بعد الحصول على موافقة السوق لمزاولة هذه الأنشطة.

4- الامتناع عن محاولة القيام بعمليات البيع أو الشراء التي تهدف إلى التلاعب بأسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق، وفي حالة المخالفة يحيل مدير السوق المخالف إلى لجنة التأديب.

- تتقاضى شركات الوساطة عمولة عن الوساطة في بيع وتسويق إصدارات الأوراق المالية الجديدة، وتتراوح عمولة شركة الوساطة، نظير عملية البيع والتسويق، من 0,5% (نصف في المائة) إلى 1,5% (واحد ونصف بالمائة) من القيمة الاسمية للأوراق المالية المعروضة للاكتتاب، وذلك بناء على اتفاق بين شركة الوساطة والشركة المصدرة للأوراق المالية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، المادة 32.

<sup>2</sup> القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، المادة 52.

<sup>3</sup> القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، المادة 48.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### الفرع السابع: ميزانية السوق

للسوق ميزانية تعد وفقاً للقواعد التي تحددها اللائحة الداخلية، وتبين اللائحة الداخلية بدء وانتهاء السنة المالية والقواعد والإجراءات المالية للتصرف في أموال السوق، والدفاتر التي تمسكها لضبط عملياتها، وكيفية مراقبة حساباتها<sup>1</sup>.

حيث تتكون موارد السوق من<sup>2</sup>:

- 1- إيرادات الخدمات التي تقدمها السوق.
- 2- حصيلة توظيف أموال السوق.
- 3- حصيلة الجزاءات التي تفرض طبقاً لأحكام هذا القانون.
- 4- اشتراكات الأعضاء السنوية.
- 5- الرسوم التي تفرض لصالح السوق.
- 6- أية إيرادات أخرى توافق عليها لجنة السوق.

### المطلب الثاني: الأوراق المالية في سوق الدوحة

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى كل ما يتعلق بالأوراق المالية في سوق الدوحة وذلك بتوضيح الاصدار والادراج وقيود وقبول الأوراق المالية إلى جانب التعاملات والخدمات بها.

### الفرع الأول: الأوراق المالية المتداولة في سوق الدوحة

الأوراق المالية المرخص بإدراجها من الهيئة، والمقبولة للتداول بالبورصة، وتشمل أي أداة مالية قابلة للتحويل ومقبولة للتداول في البورصة مثل الأسهم، وشهادات الإيداع المتعلقة بالأسهم، وسندات الدين والأوراق المالية الأخرى المشابهة لها، وصكوك الشراء اللاحق للأسهم، والأوراق المالية الأخرى التي تخوّل مالكيها الحصول على أي من الأوراق المالية أو سلة الأوراق المالية، أو مبلغاً من النقد يتم تحديده بالسعر المستقبلي لأي من الأوراق المالية، أو وحدات ضمان تعهدات الاستثمار الجماعي، أو المشاركة في الأدوات الاستثمارية الأخرى، وأي أوراق مالية أخرى خاضعة للقانون الواجب التطبيق والتي تعتبرها البورصة مؤهلة للتداول في البورصة<sup>3</sup>.

- الأوراق المالية المتداولة في السوق هي الأسهم وسندات شركات المساهمة القطرية، والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة القطرية، أو أية أوراق مالية أخرى يتم الترخيص بتداولها ( كأسهم وسندات الشركات الأجنبية المرخص لها بالتداول في السوق)<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، الفصل الرابع، المادة 16.

<sup>2</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، المادة 17.

<sup>3</sup> الموقع الإلكتروني [www.qe.com.qa](http://www.qe.com.qa) تاريخ الاطلاع يوم 2016/03/16 على الساعة 15.43.

<sup>4</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، المادة 01.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### الفرع الثاني: إدراج وإصدار الأوراق المالية

يتشكل قسم الإدراج وإصدار الأوراق المالية ويتولى القيام بالواجبات والمهام الآتية<sup>1</sup>:

- 1- حث الشركات القائمة أو حديثة التأسيس بشأن تقديم طلب إدراج أوراقها المالية على لوائح السوق.
- 2- التأكد من أن الشركات التي تريد إدراج أوراقها المالية على لوائح السوق قد قامت بتزويد السوق بجميع الوثائق المطلوبة بما في ذلك:
  - أ- نسخة عن عقد التأسيس والنظام الداخلي للشركة.
  - ب- كشف تفصيلي حديث بأسماء المساهمين وجنسياتهم ونسبة ملكية كل منهم وعدد الأسهم التي يملكها.
  - ج- نموذج عن شهادة الأسهم.
  - د- أسماء كل من رئيس وأعضاء لجنة السوق القائم وعدد الأسهم التي يملكها كل منهم في الشركة مع تحديد عدد أسهم العضوية.
  - هـ- أسماء كل من مدير عام الشركة ونائبه ومدراء الإدارات وعدد الأسهم التي يملكها في الشركة كل منهم.
- 3- جمع وتحديث وحفظ الوثائق والمستندات والبيانات المتعلقة بالشركات الأعضاء في ملفات خاصة بكل منها بما في ذلك المعلومات والبيانات المالية والإحصائية وأية معلومات عن تاريخ هذه الشركات والتطورات المستجدة على أوضاعها المالية والإدارية.
- 4- متابعة نسب مساهمة الرعايا العرب والأجانب في الشركات المدرجة، إذا ما وجدوا.
- 5- متابعة وحث الشركات الموقوف تداول أسهمها والطلب منها إعادة إدراج أوراقها المالية في السوق في حال زوال أسباب إيقافها.
- 6- الإشراف على تسديد الشركات لجميع رسوم الإدراج المتوجبة على أوراقها المالية المدرجة على لوائح السوق وفقاً لقانون السوق واللوائح والتعليمات الصادرة بمقتضاها.
- 7- تحليل وتدقيق شمولية المعلومات الواردة في نشرات الإصدار المعدة من قبل الشركات المساهمة عند طرحها أسهما من خلال اكتتاب عام أو خاص، وعمل التوصيات اللازمة حولها.
- 8- إبداء الرأي والمصادقة على صيغة إعلان الطرح المعد للنشر من قبل الشركة الطارحة والصيغ التي يمكن أن ترد فيه.
- 9- تحديث وتحليل وحفظ سجل خاص بطروحات الأسهم يتم فيه إثبات المعلومات الأساسية والرئيسية عن الأوراق المطروحة وعن الشركة الطارحة.
- 10- التنسيق بين الشركات وإدارة التسجيل المركزي وإدارة الحاسب الآلي لتنظيم عمليات الاكتتاب وإدخال نتائج التخصيص النهائية إلى النظام وفي حالات توزيع الأرباح السهمية أو تجزئة وتجميع الأسهم.

<sup>1</sup> القرار الوزاري رقم 11 لسنة 1999، الفصل الرابع، المادة 39.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### الفرع الثالث: قيد وقبول الأوراق المالية

- يجب على كل شركة مساهمة قطرية قائمة أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق شريطة أن تكون قد نشرت ميزانيات (آخر ثلاث سنوات) أو أقل حسب عمر الشركة؛
- يجب على كل شركة مساهمة حديثة التأسيس وقطرية الجنسية يبلغ رأسمالها المدفوع (10,000,000) عشرة ملايين ريال قطري، على الأقل، أن تطلب بكتاب رسمي قيد أسهمها للتداول في السوق خلال شهر من تاريخ تأسيس الشركة نهائياً من قبل الجمعية العامة التأسيسية<sup>1</sup>.
- يتم قيد الأوراق المالية، لشركة المساهمة القائمة في السوق، بناء على توافر الشروط التالية:
  - 1- أن لا يقل عدد المساهمين عن (100) مئة مساهم؛
  - 2- أن لا يملك أحد المساهمين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به، من رأس مال الشركة، وفقاً لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة؛
  - 3- تسديد (50%) من قيمة الأسهم الأسمية على الأقل؛
  - 4- أن تقدم الشركة التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما هي في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب القيد وكذلك الحسابات الختامية الأخرى، وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة، على أن تلتزم الشركة بنشر هذه البيانات في صحيفتين يوميتين باللغة العربية، وتقديم البيانات المالية التي تغطي الفترة من بداية السنة المالية حتى نهاية الشهر الذي يسبق تاريخ تقديم طلب القيد؛
  - 5- أن لا ينطبق على الشركة أيّ من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها في السوق؛
  - 6- التأكد من مدى جاهزية قسم المساهمين في الشركة وقدرته على تنظيم عملية نقل الملكية حيث يتوافر نظام يفي بالغرض المطلوب؛
- وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقاً به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه؛
- يتم قيد الأوراق المالية، لشركة المساهمة حديثة التأسيس، في السوق، بناء على توافر الشروط التالية<sup>2</sup>:
  - 1- أن لا يقل عدد المكتتبين عن (100) مائة مكتتب.
  - 2- أن لا يملك أحد المكتتبين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به، من رأس مال الشركة، وفقاً لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة.
  - 3- تسديد (50%) من قيمة الأسهم الأسمية على الأقل.
  - 4- أن لا ينطبق على الشركة أيّ من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها في السوق.

<sup>1</sup> القرار الوزاري رقم 08 لسنة 1997، الباب الثاني، الفصل الأول، المادة 01.

<sup>2</sup> القرار الوزاري رقم 08 لسنة 1997، المادة 02.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

5- التأكد من مدى جاهزية قسم المساهمين في الشركة وقدرته على تنظيم عملية نقل الملكية بحيث يتوفر نظام يفي بالغرض المطلوب.

وعلى الشركة تقديم طلب القيد، مرفقاً به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه.

### الفرع الرابع: التعامل في الأوراق المالية

يرفض كل تعامل يجري خارج القاعة، وينحصر حق التعامل داخلها بشركات الوساطة المرخصة من قبل السوق، ويسمح للمستثمرين بالتواجد داخل السوق لغرض الاطلاع على أسعار الأوراق المالية المتداولة<sup>1</sup>.

- تستثنى الأوراق المالية من التداول داخل القاعة في الحالات التالية<sup>2</sup>:

1- التحويل الإرثي.

2- التحويل العائلي وما بين الزوجين وبين الأقارب حتى الدرجة الثانية.

3- عمليات مصرف قطر المركزي لحماية الأوراق المالية الحكومية أو المكفولة من الدولة.

4- عمليات تداول الأوراق المالية القطرية في مرحلة الاكتتاب الأولي بما في ذلك حالات الاكتتاب العام عند زيادة رأس المال من قبل شركات المساهمة.

5- عمليات البيع التي تتم بناء على حكم تسوية صادر من المحكمة.

6- أية عمليات أخرى ترى اللجنة استثناءها من التداول داخل القاعة وفقاً لما تراه مناسباً.

7- يقتصر التعامل في السوق على الأوراق المالية المنصوص عليها من هذا القانون، ويجوز للجنة أن ترخص بالتعامل في الأوراق المالية الأخرى القطرية؛

8- يجوز بقرار من مجلس الوزراء، بناءً على اقتراح الوزير، التعامل في الأوراق المالية الصادرة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية والدول العربية والأجنبية، إذا اقتضت المصلحة العامة ذلك وتبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول الأوراق المالية<sup>3</sup>.

9- لا يجوز لأي شخص أن يتعامل مع السوق في أوراق مالية أو اجراء أي تصرف يتوقف عليه تحديد سعر أو قيمة أوراق مالية، متى كان ذلك التصرف مبنياً على معلومات غير متوفرة للجمهور، أو يعطي أو من المحتمل أن يعطي فكرة خاطئة أو مظلمة عن الأوراق المالية، أو كان من شأنه أن يسبب اضطراباً في الأسواق المالية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، الفصل السادس، الباب الرابع، المادة 76.

<sup>2</sup> القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، المادة 77.

<sup>3</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، الفصل الأول، المادة 04.

<sup>4</sup> القانون رقم 08 لسنة 2012، المادة 34.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### الفرع الخامس: خدمات الأوراق المالية

يشترط لمنح ترخيص مزاولة أنشطة خدمات الأوراق المالية، استيفاء طالب الترخيص للشروط التالية<sup>1</sup>:

- 1- أن يكون شركة قطرية يقتصر غرضها على مزاولة نشاط أو أكثر من الأنشطة المبينة في هذا النظام.
  - 2- ألا يكون قد سبق الحكم على أحد أعضاء الإدارة العليا خلال خمس سنوات السابقة على تقديم طلب الترخيص بعقوبة جنائية أو بجنحة في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة أو إحدى الجرائم المنصوص عليه من قانون الشركات التجارية، أو قانون سوق الدوحة للأوراق المالية أو الحكم بإشهار إفلاسه، ما لم يكن قد رد إليه اعتباره .
  - 3- أن تكون الإدارة التنفيذية وعلى الأقل ثلث أعضاء الإدارة العليا على قدر عال من الكفاءة والخبرة والأوراق المالية .
  - 4- ألا يكون خاضعاً لإجراءات قانونية قد تؤثر على مركزه المالي أو القدرة على الوفاء بالمتطلبات التنظيمية للهيئة .
  - 5- إلا يقل رأس المال المدفوع عن الحد الأدنى الذي تقرره الهيئة.
  - 6- أن يقدم ضمانات مالية تقررها الهيئة.
  - 7- أن تلتزم بما يلي:
    - أ- تعيين مدير تنفيذي متفرغ لإدارة العمل بالشركة.
    - ب- تعيين مسؤول التزام .
    - ج- تعيين الأفراد المعتمدين بالعدد الملائم للنشاط وفقاً للمرفق الثاني من هذا النظام .
    - د- توفير الموارد المالية والفنية اللازمة.
    - هـ- توفير الضوابط الداخلية الملائمة لطبيعة النشاط .
  - 8- سداد رسوم دراسة الطلب المستحقة للهيئة .
  - 9- الحصول على موافقة مصرف قطر المركزي للجهات الخاضعة لرقابته.
- يتقدم طالب الترخيص بطلب إلى الهيئة وفق النموذج المعتمد في هذا الشأن، وتسدد رسوم دراسة طلب الترخيص عند تقديمه، ولا ترد في حال رفضه<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم 05 لسنة 2009، << إصدار نظام خدمات الأوراق المالية >>، الفصل الثاني، المادة 05.

<sup>2</sup> الموقع الإلكتروني [www.sjc.gov.qa](http://www.sjc.gov.qa) تاريخ الاطلاع 2016/04/09 على الساعة 12:29.



## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### المطلب الثالث: التداول في سوق الدوحة

سيتم التطرق إلى قواعد التداول والتداول الالكتروني في سوق للدوحة إلى جانب توضيح ساعات وأيام التداول في الأوراق المالية وعمليات التسوية وأنظمة الاستثمار في السوق كما تم تقديم شرح مبسط لمؤشر السوق.

#### الفرع الأول: قواعد التداول

هناك العديد من قواعد التداول أبرزها ما يلي:

- يتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري، أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للأوراق المالية، وعند إجراء أي عملية تداول في البورصة أن يمتثلوا للمتطلبات التشغيلية والاجراءات الفنية الخاصة بالبورصة وشبكتها كما هو محدد في القواعد التي تنشرها البورصة؛

- يتم تداول الأوراق المالية عن طريق التداول المستمر أو عن طريق المزاد وذلك حسب قرار البورصة الذي يصدر وفق سيولة الورقة المالية، باستثناء الوقت المحدد للتداول المستمر أو سوق المزاد، ويجوز للبورصة من تلقاء نفسها أو بناء على طلب الهيئة وقف تداول أي ورقة مالية، مؤقتاً لمنع حالات الاضطراب في السوق وعدم انتظامه أو إذا كان من شأنه استمرار التعامل بها الاضرار بالسوق أو المتعاملين فيه<sup>1</sup>.

- يعتمد لتداول الأوراق المالية داخل القاعة، نظام المزايمة المكتوبة على الألوان لأغراض عرض أوامر الشراء والبيع العادية والمتقابلة والخاصة وتنفيذها، كما تجري عمليات البيع بالمزاد العلني سواء بالاستناد إلى قرارات المحاكم أو بموجب قرارات مجلس إدارة الشركات في داخل القاعة وفقاً للتعليمات المتعلقة بالبيع بالمزاد العلني<sup>2</sup>.

- يكون تداول الأوراق المالية المقيدة في السوق، والمقبول التعامل فيها، وفقاً للشروط والقواعد التي تقرها اللجنة، ويجب أن يتم التداول داخل قاعة السوق، وعن طريق أحد الوسطاء المقيدين لديها، وإذا أجريت بعض المعاملات على هذه الأوراق خارج السوق، فيجب أن تكون قد تمت وفقاً للضوابط والمعايير المحددة في اللائحة الداخلية والتعليمات التي تصدرها اللجنة<sup>3</sup>.

#### الفرع الثاني: التداول الالكتروني

يقوم التداول الالكتروني على عوامل تكنولوجية متطورة تسهل معاملات التداول في الأوراق المالية، حيث قام سوق الدوحة للأوراق المالية بما يلي:

- في 05 سبتمبر 2010: حققت بورصة قطر إنجازاً مهماً وخطت خطوة مميزة ضمن خطتها الاستراتيجية الهادفة لتحويل الدوحة إلى مركز مالي هام، وتمثل هذا الإنجاز بالتحول لاستخدام منصة تداول جديدة تسمى منصة التداول العالمية UTP (Universal Trading Platform) والتي دخلت حيز التنفيذ مع بداية تداولات هذا اليوم؛

<sup>1</sup> الموقع الالكتروني [www.qe.com.qa](http://www.qe.com.qa) تاريخ الاطلاع يوم 2016/04/11 على الساعة 09:25.

<sup>2</sup> القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، الفصل السادس، الباب الرابع، المادة 78.

<sup>3</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، الفصل الأول، المادة 05.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- مع بدء العمل بنظام التداول الجديد سيكون سوق الأسهم القطرية من الاسواق التي تعمل بنفس التكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها أسواق رأس المال في الولايات المتحدة وأوروبا التابعة لـ NYSE Euronext عملاق البورصات العالمية والشريك الاستراتيجي لبورصة قطر منذ جوان 2009، ويمثل هذا الإنجاز خطوة بارزة نحو الأمام لتطوير بورصة قطر من خلال وضع الأسس والقواعد للوصول إلى العالمية وفقاً لأفضل الممارسات والمعايير الدولية في مجال التداول، وليتماشى ذلك مع الرؤية الاستراتيجية لدولة قطر التي تسعى لتطوير السوق المالي القطري للوصول به إلى أعلى المستويات، ولتمتلك البورصة بذلك البنية التحتية اللازمة لتوسيع قدرات السوق فيما يخص إطلاق منتجات جديدة مثل السندات وغيرها من الأدوات المالية القابلة للتداول؛

- كما يأتي هذا الإنجاز نتوجاً لسلسلة من الإنجازات التي شهدتها بورصة قطر ضمن مشروع الخطة الخمسية الرامي إلى تطوير بورصة قطر، حيث شهد العام التحول نحو قيام مصرف قطر المركزي بأعمال التسوية النقدية علاوة على فتح مجال التراخيص أمام البنوك المحلية لممارسة نشاطات الخدمات المالية في بورصة قطر وإجراء تعديلات على مؤشر البورصة<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: أيام وساعات التداول

- تحدد البورصة بعد موافقة الهيئة، أيام التداول سنوياً وكذلك عدد ساعات التداول، ووقت الافتتاح والاطلاق عن طريق الإشعار الذي تنشره وتبلغ به الأعضاء، كما يجب على الأعضاء، عند إجراء التداول في البورصة، أن يمتثلوا للمتطلبات التشغيلية والإجرائية والفنية الخاصة بأنظمة البورصة وشبكتها، كما هو محدد في القواعد أو الإشعارات التي تنشرها البورصة إضافة إلى ما تنص عليه اتفاقية العضوية<sup>2</sup>.

- حيث يتم التداول في بورصة قطر كما يلي<sup>3</sup>:

- من يوم الأحد إلى يوم الخميس

- ما قبل الافتتاح 09:00 صباحاً

- الافتتاح 09:30 صباحاً

- الأخير 01:10 مساءً

- الاغلاق 01:15 مساءً

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني [www.souqaldoha.com](http://www.souqaldoha.com) تاريخ الاطلاع 2016/04/11 على الساعة 17:52.

<sup>2</sup> الموقع الإلكتروني [www.almeezan.qa](http://www.almeezan.qa) تاريخ الاطلاع يوم 2016/04/12 على الساعة 17:09.

<sup>3</sup> الموقع الإلكتروني [www.mubasher.info](http://www.mubasher.info) تاريخ الاطلاع يوم 2016/04/12 على الساعة 17:23.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### الفرع الرابع: أنظمة الاستثمار في البورصة

تم السماح لمواطني دول مجلس التعاون بالاستثمار في قطاعي الصناعة والخدمات بنسبة لا تتجاوز 25 % ووافق مجلس الوزراء الموقر في التاسع والعشرين من شهر ماي 2002 على مشروع قانون صناديق الاستثمار التي تتيح لغير القطريين الاستثمار في جميع الشركات المساهمة المدرجة في السوق، وقد تم تأسيس بعض تلك الصناديق منها صندوق (الوسيلة) وصندوق (الوطني 2) وصندوق (بوابة قطر) بالإضافة إلى قيام السوق بفتح باب الاستثمار في الأسهم المدرجة في السوق أمام المستثمرين من غير القطريين تنفيذا للقانون رقم (2) لسنة 2005 بتعديل بعض أحكام قانون رقم (13) لعام 2000 بشأن تنظيم رأس المال الأجنبي<sup>1</sup>.

### الفرع الخامس: التسوية والمقاصة

يتولى قسم التسويات والتقاص القيام بالواجبات والمهام الآتية<sup>2</sup>:

- 1- مراجعة وتدقيق كافة التقارير الخاصة بعمليات التسويات والتقاص ووضع الإجراءات اللازمة لحفظها.
- 2- الإشراف والمتابعة الكاملة على جميع عمليات التسويات والتقاص.
- 3- متابعة الصفقات المسواة وغير المسواة.
- 4- التوقيع على تقارير الصفقات المسواة وغير المسواة.
- 5- متابعة شكاوى الوسطاء والعملاء المتعلقة بالتسوية.
- 6- التعاون مع إدارة المعلومات وعلاقات السوق في وضع الإحصاءات والبيانات عن العمليات المسواة وغير المسواة وأسباب عدم تسويتها.
- 7- التأكد من إدخال الوسطاء لبيانات العقود المبرمة للنظام (العقود النصفية).
- 8- إعداد تقرير بالمساهمين الذين خالفوا الحد الأقصى للملكية.
- 9- الإشراف على جلسات المخالصة/ التسوية المالية بين الوسطاء.
- 10- إعداد تقرير بالعقود الغير مسواة موضحاً أسباب عدم تسويتها وتقديمه لمدير الإدارة.
- 11- التأكد من أن دورة التداول لا تزيد عن 3 أيام من اليوم التالي لتاريخ إتمام الصفقة .
- 12- حل القضايا المتعلقة بالعمليات الغير مسواة بسرعة.
- 13- إلغاء وإعادة إدخال العقود النصفية في حالة نقصانها أو احتوائها على أخطاء.
- 14- إلغاء عقود القاعة المدخلة إلى النظام بناء على توجيهات مسؤول القاعة.

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني [www.mofa.gov.qa](http://www.mofa.gov.qa) تاريخ الاطلاع يوم 2016/04/10 على الساعة 22:45.

<sup>2</sup> القرار الوزاري رقم 11 لسنة 1999، الفصل الثالث، المادة 36.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### الفرع السادس: مؤشر بورصة قطر

- يقوم مؤشر بورصة قطر بقياس أكبر 20 سهما في السوق القطري وأكثرها سيولة، وفي أول يوم تداول من شهري أبريل وأكتوبر، يتم إعادة تقييم المؤشر ليحدد بذلك ما إذا كانت المكونات القائمة لا زالت تستوفي معايير المؤشر ( القائمة على قيمة الرسملة السوقية)، ويتم ترتيب جميع الشركات المدرجة من خلال رسملة سوق الأسهم المتاحة للتداول حيث يتم إعطاء هذا العامل وزنا قدره 50 % أما العامل الثاني وهو متوسط قيمة التداول اليومية فيتم إعطائه وزن قدره 50 % أيضا، أما الشركات التي يبلغ معدل دوران أسهمها أقل من 5 % فيتم استبعادها من المراجعة السنوية، كما هو الحال بالنسبة للشركات التي لا يملك فيها المساهم الواحد أقل من 1% من الأسهم القائمة وعلى هذا الأساس يتم تحديد المكونات العشرين لمؤشر البورصة للأشهر الستة التالية، وعند تحديد وزن كل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر يتم تطبيق سقف قدره 15% لكلسهم من الأسهم المكونة للمؤشر، وفي حال كان وزن السهم أكثر من 15% عندها يتم توزيع الترجيح الزائد بشكل متناسب على مكونات المؤشر المتبقية، وفي مثل هذه الحالات فإن تغيير أوزان مكونات المؤشر يحدث في أوقات المراجعة فقط، وفي 06 ماي سنة 2010 أعيدت تسمية المؤشر DSM20 ليصبح اسمه بورصة قطر QE Index، وفي نفس الوقت تم اجراء تعديلات على معايير اختيار الشركات العشرين التي يتكون منها المؤشر<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> الموقع الالكتروني [www.qe.com.qa](http://www.qe.com.qa) تاريخ الاطلاع يوم 2016/04/12 على الساعة 16:05.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### المبحث الثاني: انعكاسات الأزمة المالية على مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة ( 2005-2015 )

يقيس مؤشر أسعار الأسهم المستوى العام لأسعار الأسهم المتداولة، حيث يسجل تراجعاً وانخفاضاً في حالة الأزمات المالية ذلك لتأثيرها على الأسعار وقيم أسهم الشركات المدرجة فيه، وعليه سيتم التطرق إلى تحليل مؤشرات أسعار الأسهم خلال ثلاث فترات وهي قبل وأثناء وبعد الأزمة المالية.

#### المطلب الأول: مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة قبل الأزمة المالية خلال الفترة ( 2005 - 2007 )

سجلت البورصات العالمية قبل الأزمة المالية ارتفاعاً متميزاً في مؤشرات أسعار الأسهم باستثناء بورصات الولايات المتحدة الأمريكية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، كما حققت بورصات وأسواق رأس المال الخليجية والعربية خاصة الدول المصدرة للنفط أرقاماً قياسية في مؤشرات أدائها وهذا راجع لارتفاع أسعار النفط بالإضافة إلى التحسن المستمر لعوائد الشركات المدرجة في أسواقها المالية خلال هذه الفترة باستثناء التراجع الذي شهدته سنة 2006.

- أما سوق الدوحة للأوراق المالية فقد حقق خلال فترة ما قبل الأزمة المالية انتعاشاً رغم وجود بعض التذبذبات نوعاً ما كما سيتم توضيحه من خلال الجدول التالي.

#### الجدول رقم ( 11 ) : المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال الفترة ( 2005-2007 )

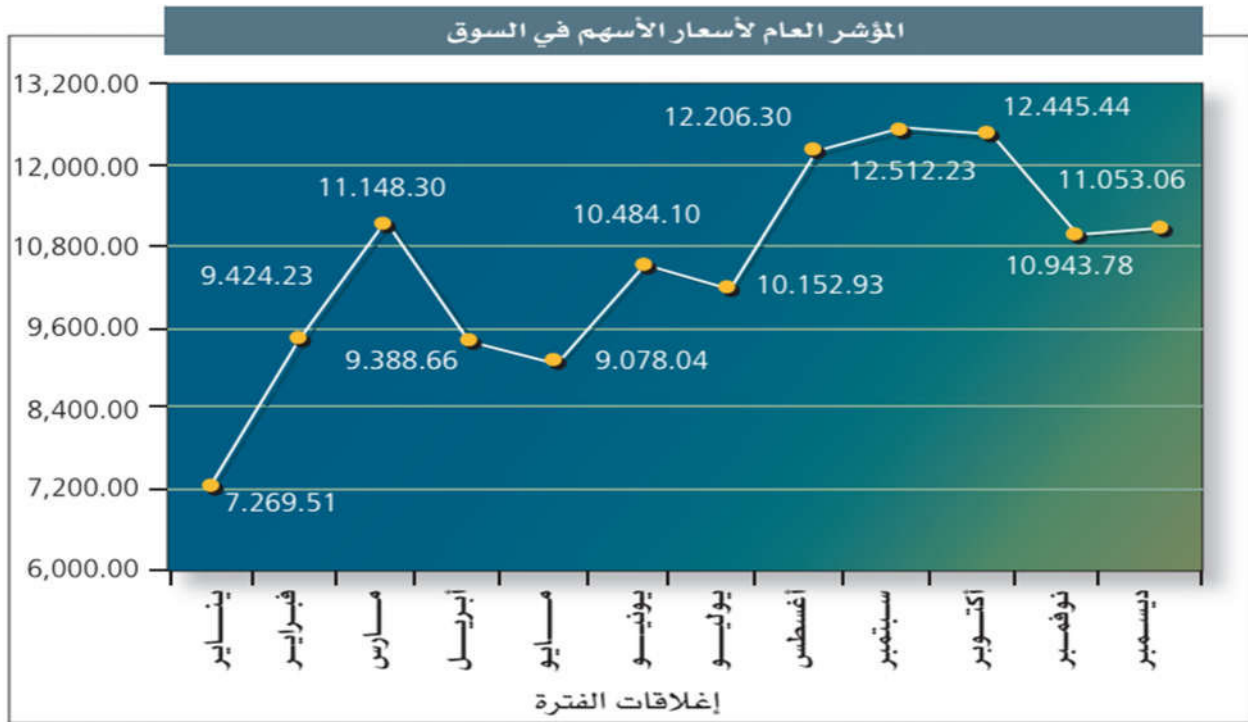
السنة Year	النقطة Points	التغير عن السنة الماضية Prior Year Change	التغير % % Change
2007	9,580.45	2,447.45	34.31
2006	7,133.00	3,920.00	-35.47
2005	11,053.00	4,559.44	70.21

المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2007، ص 27.

- حقق المؤشر العام لأسعار الأسهم تطوراً كبيراً في سنة 2005، حيث سجل في بداية السنة 7269.51 نقطة كأدنى مستوى له ليرتفع بعد ذلك شهر مارس إلى 11148.30 نقطة، إلا أنه سجل بعض التذبذبات إلى غاية شهر ماي حيث وصل إلى 9078.04 نقطة، ليعود إلى الارتفاع بعد ذلك إلى أعلى مستوى له في شهر سبتمبر بـ 12512.23 نقطة، ليتراجع بعد ذلك ويغلق في نهاية السنة بـ 11053.06 نقطة، أي بنسبة ارتفاع 70.21% خلال سنة 2005 ككل مقارنة بسنة 2004، وهذا راجع لتأثير العوامل الإيجابية وفي مقدمتها النمو الاقتصادي الذي شهدته دولة قطر ودول الخليجية نتيجة ارتفاع العوائد النفطية إلى جانب ربحية الشركات المدرجة في السوق، كما يوضحها الشكل التالي.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الشكل رقم ( 04 ): المؤشر العام لأسعار الأسهم شهريا لسوق الدوحة للأوراق المالية خلال سنة 2005



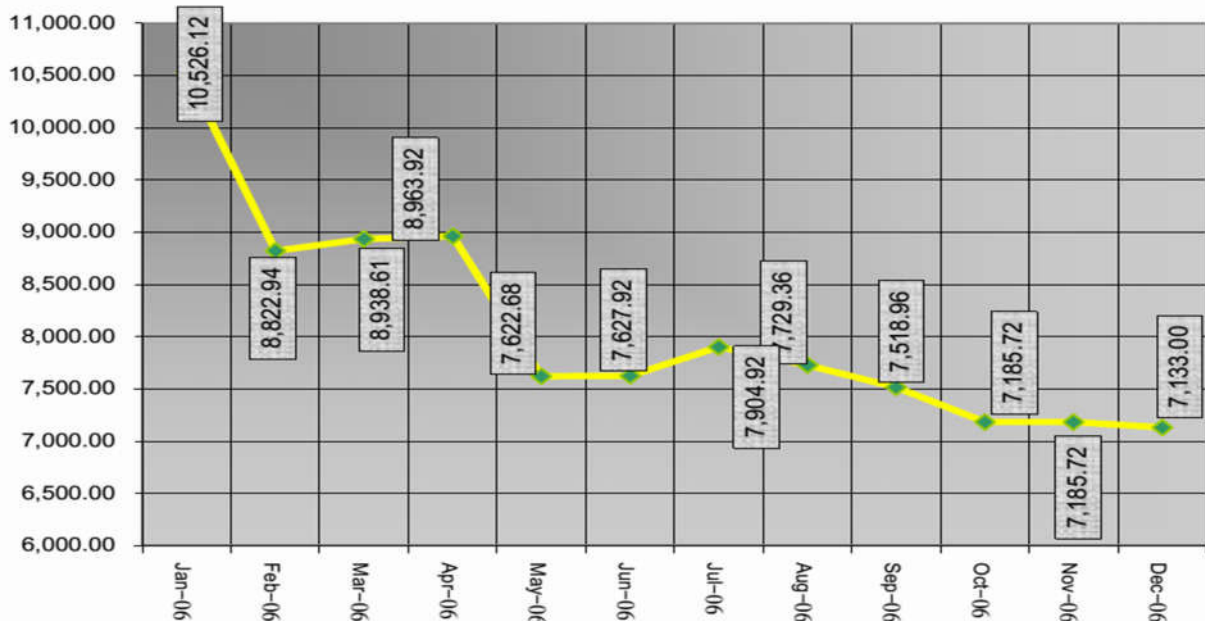
المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2005، ص 14.

- هذا دليل على عدم وجود بوادر للأزمة المالية العالمية نتيجة الانتعاش الذي شهده السوق خلال 2005، إلا أن المؤشر في سنة 2006 سجل تراجعاً كبيراً حيث أفل بـ 7133.00 نقطة في نهاية السنة بعد تسجيله انخفاضا ملحوظا خاصة بعد شهر مارس إلى غاية نهاية السنة، أي بانخفاض قدر بحوالي 3920.06 نقطة ما نسبته 35.47% ( في بداية السنة سجل 10526.12 ليغلق بـ 7133.00) وهذا التراجع ناتج عن عوامل اقتصادية عديدة. (أهمها ارتفاع أسعار العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية والذي انعكس على سلبا على مستويات السيولة مع تزايد أسعار الفائدة وهذا راجع لارتباط عملات الدول الخليجية بالدولار الأمريكي، إلى جانب التصحيح السعري للمؤشر في البورصات الخليجية خلال سنة 2006)<sup>1</sup>، كما هو موضح في الشكل الموالي.

<sup>1</sup> سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2006، ص 12.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

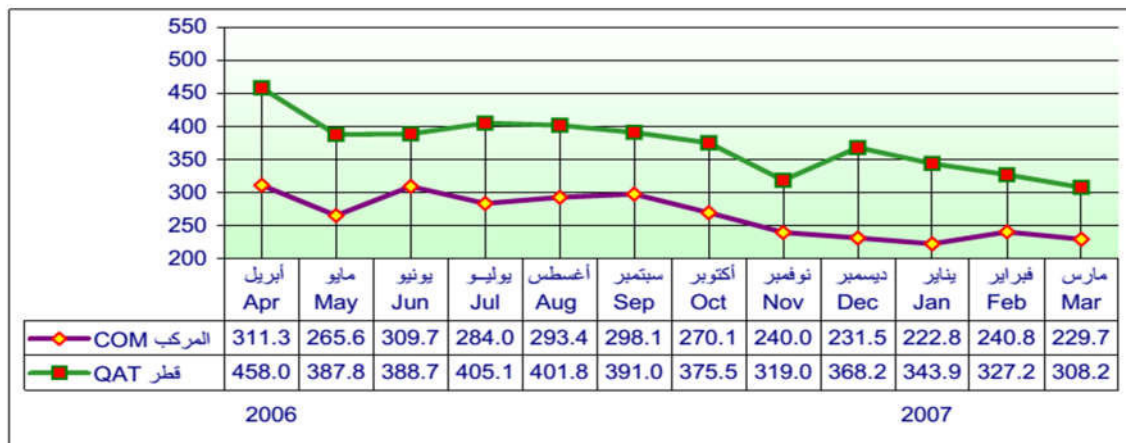
الشكل رقم ( 05): المؤشر العام لأسعار الأسهم شهريا لسوق الدوحة للأوراق المالية خلال سنة 2006



المصدر: النشرة السنوية لسوق الدوحة للأوراق المالية لسنة 2006، ص 01.

- سجل مؤشر أسعار الأسهم خلال سنة 2007 تطورا ملحوظا، حيث افتتح في بداية السنة عند 7133.00 نقطة، لينخفض بعد ذلك خاصة في نهاية الربع الأول من السنة حيث سجل تراجعا بنسبة 16.3% مقارنة مع نهاية الربع الرابع من سنة 2006، ومقارنة مع الربع الأول أيضا فقد انخفض بما نسبته 32.6% ( كما هو موضح في الشكل الموالي).

الشكل رقم ( 06): تطور مؤشر سوق الدوحة خلال الربع الأول من سنة 2007



نسبة التغير بين الفترتين (%)	Mar 2007	Mar 2006	نسبة التغير بين الفترتين (%)	Mar 2007	Dec 2006
	308.2	457.5	-16.3	308.2	368.2

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية النشرة الفصلية، العدد 49، 2007، ص 65.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- إلا أنه بدأ بالارتفاع في بداية شهر أبريل من نفس السنة ليتجاوز 10000 نقطة كأعلى مستوى له في 24 أكتوبر ليغلق في نهاية السنة عند 9580.45 نقطة أي بنسبة ارتفاع في السنة قدرت بـ 34.31% مقارنة بسنة 2006، وهذا نتيجة لارتفاع أسعار النفط ما انعكس ايجابا على الأسواق المالية لدول الخليج و سوق الدوحة للأوراق المالية، إلى جانب دخول المستثمرين الجدد في البورصات العربية جراء تهريب أصولهم لتفادي المخاطر من الأسواق المالية الأمريكية والمتقدمة باعتبارها أسواق بدأت تظهر فيها بوادر الأزمة المالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة التداول في سوق الأوراق المالية للدوحة وارتفاع مؤشرات الأسعار به. ( كما هو موضح في الشكل الموالي)

الشكل رقم ( 07): المؤشر العام لأسعار الأسهم شهريا في سوق الدوحة للأوراق المالية في سنة 2007



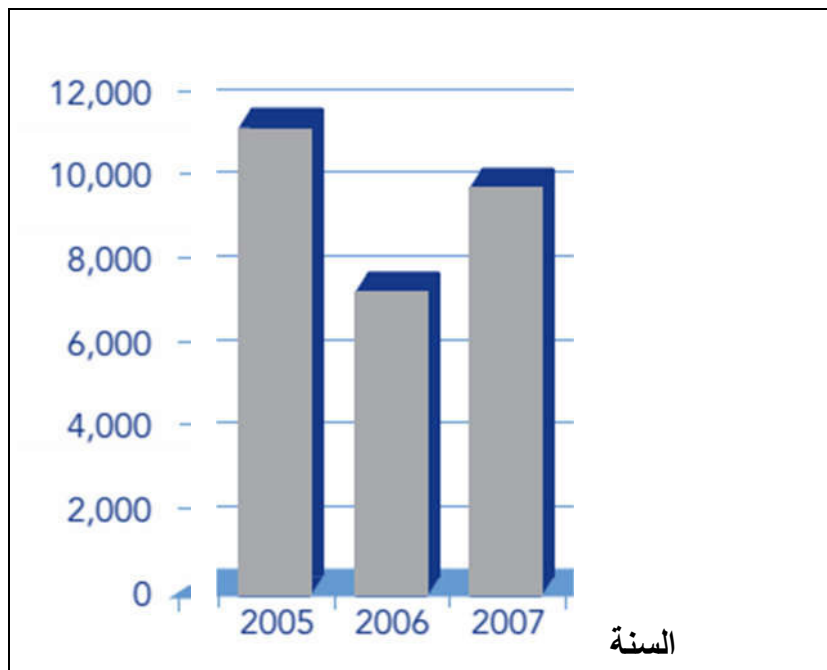
المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2007، ص 15.

- لم يتأثر المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة ( 2005-2007) بالأزمة المالية العالمية والتي بدأت بوادرها في الظهور سنة 2007 حيث كان تأثيرها على مؤشرات أسعار الأسهم في البورصات العالمية المتقدمة بصفة عامة وعلى البورصات الأمريكية بصفة خاصة باعتبار أن الأزمة نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن سوق الدوحة حقق تراجعاً ضئيلاً في أسعار الأسهم. ومن هذه المعطيات يمكن استنتاج أنه خلال الفترة التي سبقت سنة 2008 لم يكن هناك بوادر للأزمة المالية ظهرت على سوق الدوحة للأوراق المالية، بل هناك تذبذب في مؤشرات أسعار الأسهم يمكن اعتباره طبيعياً والدليل على ذلك أنه في سنة 2007 حقق المؤشر ارتفاعاً بنسب معتبرة وهي 34.31%، كما يوضحه الشكل التالي من خلال تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في الفترة ( 2005-2007 ).



## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الشكل رقم (08): المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال الفترة ( 2005 – 2007 )



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2010، ص 35.

**المطلب الثاني: مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة للأوراق المالية أثناء الأزمة ( 2008 – 2012 )**

استمرت الأزمة المالية العالمية في التأثير وبشكل كبير على مختلف الأسواق المالية العالمية خاصة في المتواجدة في الولايات المتحدة الأمريكية، كما كان لها انعكاسات كبيرة أيضا على الدول الخليجية والعربية إلا أن هذا التأثير كان بدرجات متفاوتة الحدة حسب طبيعة وكفاءة كل سوق مالي بها، أما عن سوق الأوراق المالية للدوحة خلال هذه الفترة سجل تراجعاً كبيراً بسبب الأزمة المالية العالمية كما سيتم توضيحه من خلال ما يلي.

**الفرع الأول: تطور مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة خلال الفترة ( 2008 – 2010 )**

يمكن تقديم جدول يوضح تطور مؤشرات الأسعار خلال الفترة 2008-2010 من حيث التغير عن السنة الماضية والنقاط التي سجلها المؤشر كما يلي:

**الجدول رقم ( 12 ): مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة خلال 2008 – 2010**

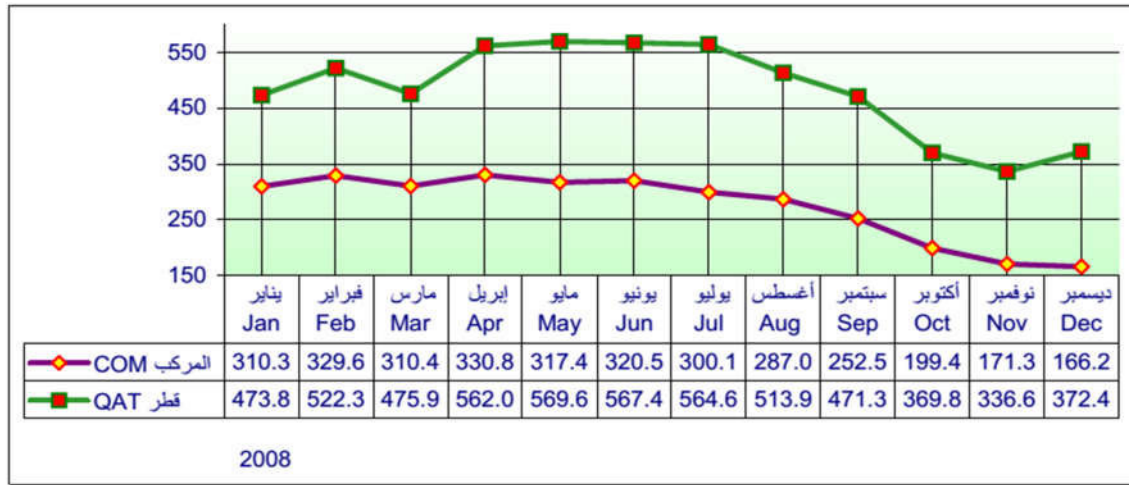
السنة	النقطة	التغير عن السنة الماضية	التغير %
2010	8681.65	1722.48	24.75
2009	6959.17	73.05	1.06
2008	6886.12	-2694.33	-28.12

المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2012، ص 14.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- بدأت تداعيات الأزمة المالية العالمية تظهر على سوق الأوراق المالية للدوحة، حيث واصل المؤشر في الارتفاع إلى غاية جوان 2008 بتجاوزه 12000 نقطة، ليبدأ في التراجع بعد ذلك من شهر جويلية إلى نهاية السنة و خاصة في الربع الأخير من سنة 2008 بتسجيله تراجع بنسبة 21% عن الربع الثالث من نفس السنة كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم ( 09): تطور مؤشر سوق الدوحة خلال الربع الرابع من سنة 2008



نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2008	ديسمبر 2007	نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2008	سبتمبر 2008
-22.2	372.4	478.7	-21.0	372.4	471.3

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية المنشرة الفصلية، العدد 56، 2008، ص 63.

- ليسجل تراجع على مدى السنة ويغلق ب 6886.12 نقطة، أي بنسبة انخفاض 28.12% مقارنة بسنة 2007 ( كما هو موضح من الإشارة السالبة في الجدول السابق)، وهذا دليل على انعكاس الأزمة المالية على سوق الدوحة للأوراق المالية باعتبار الأسواق المالية قناة لانتقال الأزمات المالية نتيجة الترابط فيما بين الأسواق، كما هو موضح في الشكل التالي.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

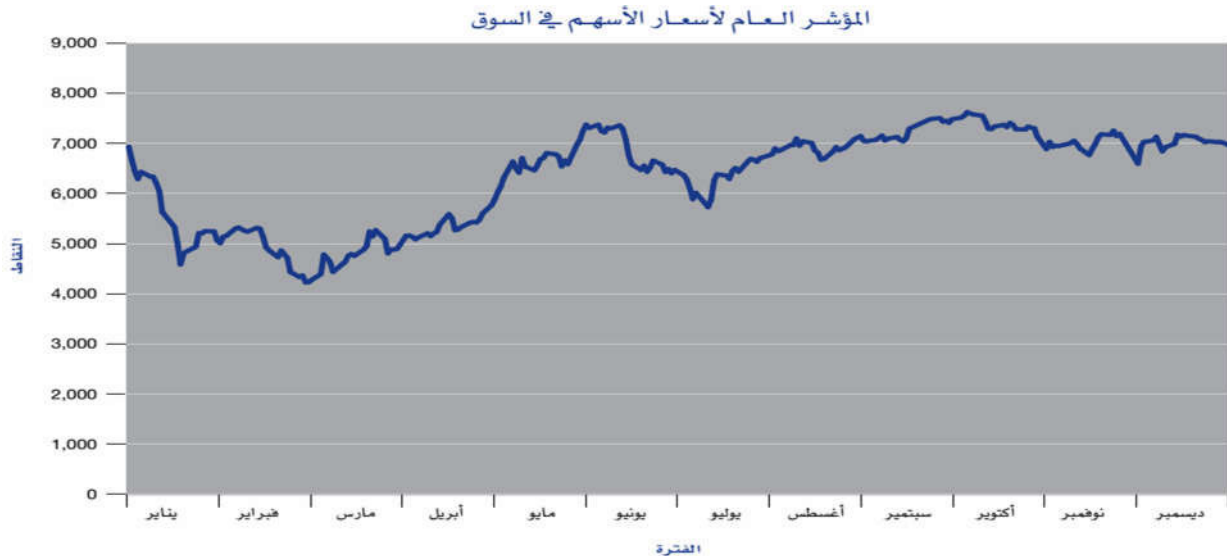
الشكل رقم ( 10): مؤشر أسعار الأسهم شهريا لسوق الدوحة في سنة 2008



المصدر: سوق الأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2008، ص 16.

- واصل المؤشر في الانخفاض إلى غاية شهر مارس 2009 بتجاوزه 4000 نقطة ( انخفاض بحوالي 2600 نقطة عن اغلاقه سنة 2008)، وأغلق في نهاية السنة بـ 6959.17 مما يظهر التأثير الكبير للأزمة المالية على مؤشر أسعار الأسهم لبورصة قطر خلال سنة 2009، إلا أن بعد ذلك ارتفع المؤشر تدريجيا بداية من شهر أبريل ليتجاوز 7000 نقطة في شهر ماي كأدنى مستوى له ليتراجع بفعل الأزمة المالية العالمية ويسجل العديد من التفاوت في الأداء ليغلق في نهاية السنة بـ 6959.17، ومن الواضح أن الأزمة المالية العالمية انعكست وبشكل كبير على مؤشرات الأسعار في سوق الأوراق المالية للدوحة (بورصة قطر) سنة 2009، كما هو موضح في الشكل التالي.

الشكل رقم (11): مؤشر أسعار الأسهم شهريا لسوق الدوحة خلال سنة 2009



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2009، ص 17.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- أما في سنة 2010 فقد سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر تذبذبات عديدة ومتفاوتة بين الارتفاع والانخفاض بسبب تراجع الانتعاش العالمي وتضرر البورصات العالمية بتداعيات الأزمة المالية التي بلغت ذروتها سنة 2009، إلا أنه سجل ارتفاع في السنة بنسبة 24.75% مقارنة بسنة 2009 و ب 8681.65 نقطة أي سجل زيادة ب 1722.48 نقطة.

الفرع الثاني: تطور مؤشرا أسعار الأسهم لسوق الدوحة خلال الفترة ( 2011-2012 )

يمكن تقديم جدول يوضح تطور مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية ( بورصة قطر ) خلال الفترة 2011-2012 من حيث التغير عن السنة الماضية والنقاط التي سجلها المؤشر كما يلي

الجدول رقم ( 13 ): مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال 2011 - 2012

السنة	النقطة	التغير عن السنة الماضية	التغير %
2012	8358.94	-420.09	-4.79
2011	8779.03	97.38	1.12

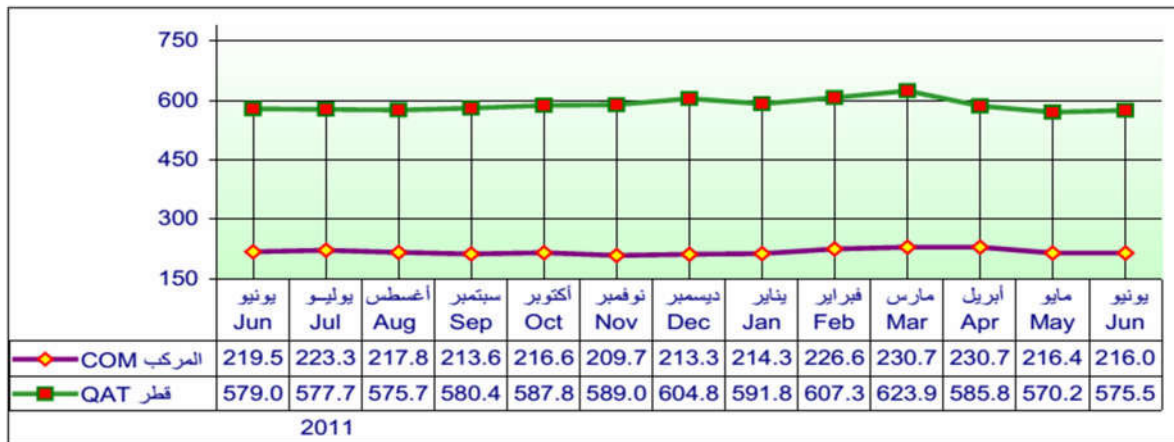
المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2012، ص 14.

كما أن في سنة 2011 شهد المؤشر نوع من عدم الاستقرار ناتج عن التصحيحات العديدة للمؤشرات في البورصات العالمية لمواجهة الأزمة المالية ( والتي تمثل تعديل الأسهم القابلة للتداول ضمن عينة المؤشر على مدار السنة سواء بزيادة رؤوس أموالها بطرق مختلفة، أو بتعديل عضوية مجلس الإدارة أو فك الحظر عن أسهم المؤسسة علما أن هذه التعديلات لا تؤثر على القيمة الافتتاحية للمؤشر إلا أنها تغير من وزن الشركة في المؤشر)، هذا من جهة إلى جانب ظهور بؤابر الأزمة اليونانية والتي تعرف بأزمة الديون السيادية من جهة أخرى والتي أثرت على حجم القروض وعلى عملات العديد من دول اليورو ( كفرنسا وألمانيا)، إلا أنه برغم كل هذه التغيرات فقد أغلق المؤشر في بورصة قطر ب 8779.03 نقطة أي ازداد بنسبة 1.12% فقط مقارنة بما كان عليه سنة 2010.

- وفي سنة 2012 انخفض المؤشر خاصة في الربع الثاني من السنة، حيث تراجع المؤشر بنسبة 8.73% خلال الربع الثاني ليصل إلى 8123 نقطة في نهاية جوان 2012، فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعا عن الربع الأول بنسبة 1.37%، ليسجل المؤشر تراجع على مدار السنة ب 420.09 نقطة ليغلق ب 8358.94 نقطة أي تراجع بما نسبته 4.79% ( كما هو موضح في الشكل التالي).

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

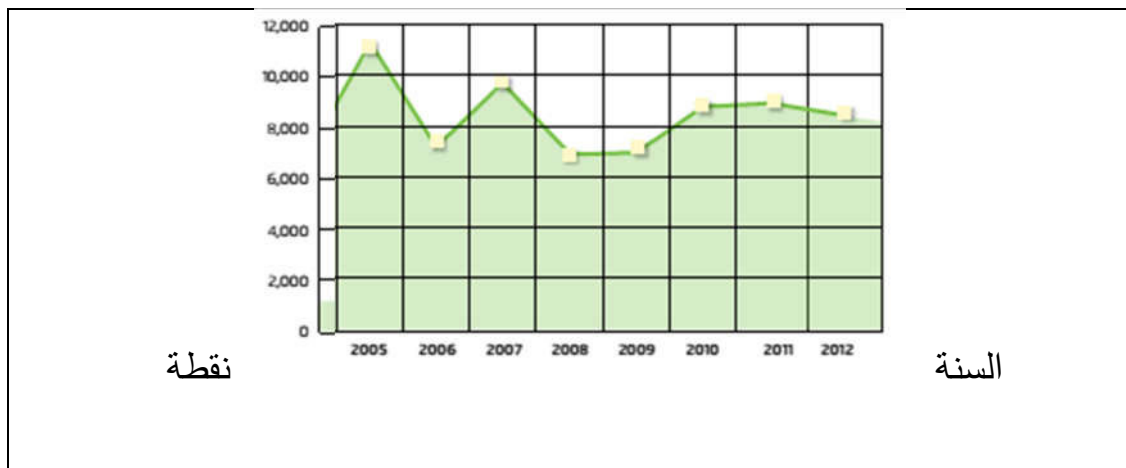
الشكل رقم ( 12): تطور مؤشر بورصة قطر خلال الربع الثاني من سنة 2012



نسبة التغير بين الفترتين ( % )	يونيو 2011 June	يونيو 2012 June	نسبة التغير بين الفترتين ( % )	مارس 2012 Mar	يونيو 2012 June
-0.6	579.0	575.5	-7.8	624.0	575.5

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية المنشرة الفصلية، العدد 69، 2012، ص 77. ولتوضيح درجة الانعكاس أكثر على سوق الدوحة خلال الفترة بين ( 2008-2012)، يمكن متابعة الشكل التالي.

الشكل رقم ( 13): مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة خلال الفترة 2005-2012



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2012، ص 14.

\* مما سبق يمكن استنتاج أن سوق الدوحة للأوراق المالية ( بورصة قطر) تأثر بشكل واضح من تداعيات الأزمة المالية العالمية، فقد وصل تأثير الأزمة ذروته خلال هذه الفترة وخاصة في أواخر سنة 2008 وبداية سنة 2009 ليسجل بعد ذلك استقرار نسبي في أواخر سنة 2010 و في النصف الأول من سنة 2011، إلا أنه عاد إلى التراجع والانخفاض جراء الأزمة المالية العالمية كما هو موضح في المؤشر سنة 2012.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

المطلب الثالث: مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الدوحة للأوراق المالية بعد الأزمة المالية ( 2013 - 2015 )  
- خلال هذه الفترة سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر ارتفاعا ملحوظا نتيجة الخروج التدريجي لتداعيات الأزمة المالية والتقليل من حدتها وآثارها.

- حيث ارتفع المؤشر في بورصة قطر سنة 2013 بنسبة تغير 24.17% عن النسبة التي حققها في سنة 2012، وأغلق عند 10379.59 نقطة، ليواصل ارتفاعه في سنة 2014 ليغلق عند 12285.78 نقطة أي ما نسبته 18.36%، كما أن التغير في النقاط سجل ارتفاعا في 2013 ارتفع بـ 2020.65 نقطة وفي 2014 ارتفع بـ 1906.19، وهذا يوضح أن البورصة حققت مرحلة انتعاش نسبيا خلال فترة ما بعد الأزمة المالية كما يوضحه الجدول التالي.

الجدول رقم (14): مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال 2013 - 2014

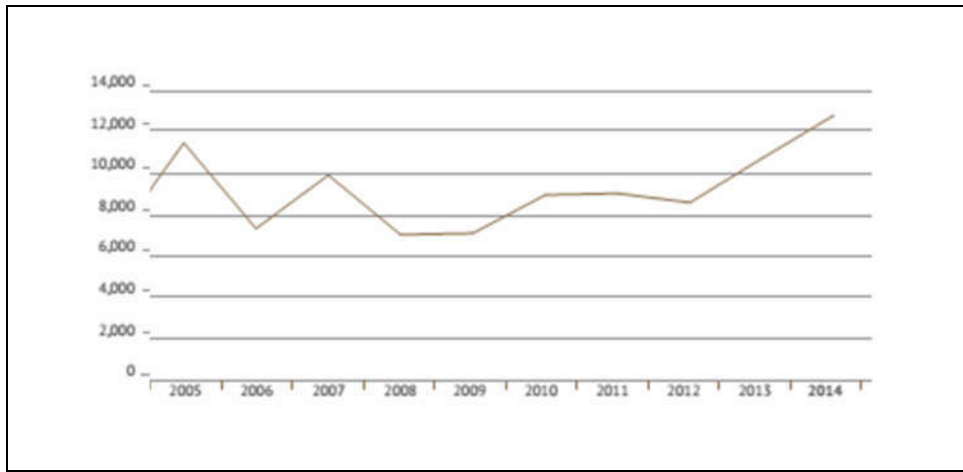
السنة	النقطة	التغير عن السنة الماضية	التغير %
2014	12285.78	1906.19	18.36%
2013	10379.59	2020.65	24.17%

المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2014، ص 21.

- كما يمكن توضيح تراجع تداعيات الأزمة المالية على مؤشر أسعار الأسهم وذلك بارتفاع المؤشر خلال فترة ما بعد الأزمة المالية ليعود الاستقرار تدريجيا في المؤشر بعد سنة 2012 وليفوق بعد ذلك ما كان عليه في سنة 2005، حيث كان المؤشر العام لأسعار الأسهم قد حقق أعلى مستوى له في سنة 2005، ليتراجع بسبب الأزمة المالية بشكل كبير خاصة في سنتي 2008 و 2009، ليشهد تذبذبات حادة في التغير في المؤشر إلى غاية سنة 2012 والتي ارتفع فيها المؤشر بشكل ملحوظ نتيجة تراجع آثار الأزمة المالية والتي قلت حدتها في هذه السنة نتيجة للجهود المبذولة لمواجهتها، ليستمر في الارتفاع إلى غاية سنة 2014، كما هو موضح في الشكل التالي.

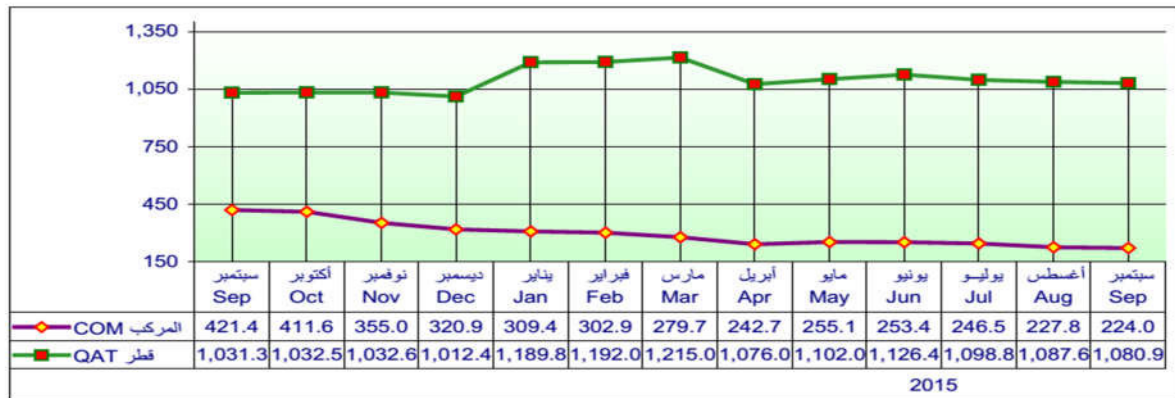
## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الشكل رقم (14) : تطور مؤشر أسعار الأسهم في سوق الدوحة من 2005-2014



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2014، ص 21.

- أما عن مؤشر الأسعار في البورصة القطرية فقد تراجع خاصة في الربع الثالث من سنة 2015 بنسبة 6% أي بأكثر من 730 نقطة وبلغ عند 11465 نقطة نهاية سبتمبر 2015 (كما يبينه الشكل التالي).  
الشكل رقم (15): تطور مؤشر بورصة قطر خلال الربع الثالث من سنة 2015.



نسبة التغير بين الفترتين (%)	سبتمبر 2014 Sep	سبتمبر 2015 Sep	نسبة التغير بين الفترتين (%)	يونيو 2015 June	سبتمبر 2015 Sep
4.8	1031.3	1080.9	-4.0	1126.4	1080.9

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية المنشرة الفصلية، العدد 82، 2015، ص 65.

- كما يبين الجدول التالي التغيرات التي حدثت في المؤشر على مدار سنة 2015.

الجدول رقم (15): مؤشر أسعار الأسهم لبورصة قطر خلال سنة 2015

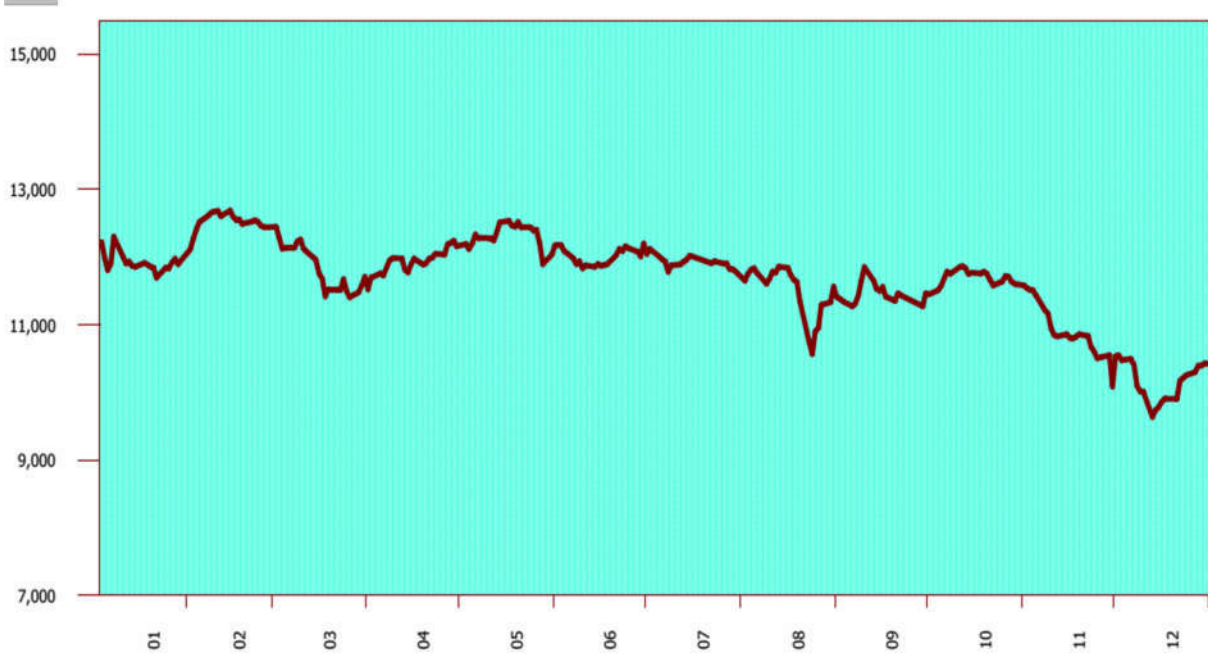
نسبة التغير % Change Prct.	قيمة التغير Change Value	قيمة المؤشر Index Value	المؤشر العام Market Index
-15.11 %	-1856.42	10,429.36	

المصدر: بورصة قطر، نشرة التداول السنوية لسنة 2015، ص 2.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- سجل المؤشر تراجعاً بنسبة 15.11% عن نسبته في 2014 أي بانخفاض 1856.42 نقطة والواضح أنه خلال هذه السنة شهد مرحلة تذبذب بين الارتفاع والانخفاض ففي السداسي الأول حقق ما بين ( 11000 و 13000 نقطة ) ليسجل بعد ذلك انخفاض كبير بين ( 9000 و 11000 نقطة ) ليغلق في نهاية السنة عند 10429.36 نقطة كما يبينه الشكل التالي.

الشكل رقم ( 16 ): مؤشر أسعار الأسهم لبورصة قطر خلال سنة 2015



المصدر: النشرة السنوية لبورصة قطر لسنة 2015، ص 1.

- وكنتيجة لهذا التحليل يمكن القول أن بورصة قطر سجلت أداء متميزاً بالارتفاع في مؤشرات أسعار الأسهم وهذا دليل على تراجع تأثير الأزمة المالية على البورصة خلال هذه الفترة، إلا أن في سنة 2015 سجلت انخفاضاً في تطور المؤشرات وهذا راجع لعوامل داخلية في البورصة.



## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### المبحث الثالث: انعكاسات الأزمة المالية على نشاط التداول في سوق الدوحة ( 2005-2015)

أدت الأزمة المالية العالمية إلى انخفاض أحجام التداول في البورصات العالمية وذلك بتراجع قيمة الأسهم المتداولة وعدد الصفقات والرسمة وهذا مقارنة بما كانت عليه قبل الأزمة المالية، أما عن سوق الدوحة للأوراق المالية فقد تأثر نشاط التداول به بالأزمة المالية بشكل كبير كما سيتم توضيحه فيما يلي.

#### المطلب الأول: نشاط التداول في سوق الدوحة قبل الأزمة ( 2005 - 2007 )

- سجل نشاط التداول ارتفاعا ملحوظا في سوق الأوراق المالية للدوحة وذلك نتيجة زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق حيث شكل عددها 32 شركة في سنة 2005 بقيمة سوقية للأسهم تقدر بـ 317,201.7 مليون ريال وهذا راجع لارتفاع مؤشرات أسعار الأسهم خلال السنة، لكن بالرغم من زيادة عدد الشركات في سنة 2006 بإدراج 4 شركات ليصبح عدد الشركات المقيدة في السوق 36 شركة إلا أن القيمة السوقية للأسهم انخفضت بـ 95,472 مليون ريال لتشكل ما قيمته 221,729.7 مليون ريال قطري وهذا راجع للتدهور الذي شهده السوق والتغيرات فيه، لتعود القيمة السوقية للارتفاع سنة 2007 بقيمة 125,965.4 مليون ريال قطري لتصل إلى 347,695.1 مليون ريال قطري وهي أعلى قيمة شكلتها الرسمة خلال هذه الفترة وهذا راجع لارتفاع أسعار النفط وتأثيره الإيجابي على بورصات دول الخليج عامة وعلى سوق الأوراق المالية للدوحة خاصة، وقد تم ادراج 4 شركات أخرى ليصبح السوق في 2007 بـ 40 شركة مقيدة فيه كما يبينه الجدول التالي.

#### الجدول رقم: ( 16 ) : المؤشرات الرئيسية للشركات المقيدة في سوق الدوحة خلال الفترة 2005-2007

بيانات الفترة	2005	2006	2007
عدد الشركات المقيدة في السوق	32	36	40
عدد شركات الوساطة العاملة في السوق	09	07	07
القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق ( مليون ريال)	317,201.7	221,729.7	347,695.1

المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2007، ص 09.

- بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة في السوق فقد ارتفع خلال هذه الفترة حيث شكل عددها 1033081.146 سهم سنة 2005 بقيمة سوقية فاقت 102 مليار ريال قطري ( 102,842,682,611 ر.ق ) وقد تم ادراج 11 سهم جديد خلال السنة، هذا الرواج استمر سنة 2006 في زيادة عدد الأسهم المتداولة ليصل إلى 1865440,994

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

سهم لكن لم تكن هذه الزيادة في العدد وارتفاع عدد الصفقات المنفذة في السوق متكافئة مع الأسعار إذ انخفضت القيمة السوقية لتصل إلى ما يقارب 75 مليار ريال قطري ( 74,936,767,140 ر.ق) نتيجة انخفاض المعدل اليومي للتداول وتفاوت أداء السوق خلال سنة 2006 ليرتفع الأداء بعد ذلك سنة 2007 بزيادة عدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية لها ليشكل 3411256,739 سهم بقيمة تجاوزت 108 مليار ريال قطري (108,929,466,169 ر.ق) ريال قطري أي زيادة بحوالي 33 مليار قطري (33,992,699,039 ر.ق)، وهذا نتيجة زيادة عدد الصفقات والمعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة الذي تجاوز 302 مليون ريال قطري (302164384 ر.ق) سنة 2006 ليصل إلى ما يقارب 433 مليون ريال قطري (432259786 ر.ق) سنة 2007، كما كان لعدد أيام التداول في السوق دور في نشاط التداول إذ في زيادة عدد الأيام التداول يوافقها زيادة في حجم التداول كما يبينه الجدول التالي.

الجدول رقم: (17): الأسهم المتداولة في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2007

بيانات الفترة	2007	2006	2005
عدد الأسهم المتداولة في السوق	3,411,256,739	1,865,440,994	1,033,081,146
قيمة الأسهم المتداولة في السوق (ر.ق)	108,929,466,179	74,936,767,140	102,842,682,611
عدد الصفقات المنفذة في السوق	1,811,779	1,732,638	1,130,047
عدد أيام التداول في السوق	252	248	255
المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة (ر.ق)	432,259,786	302,164,384	403,304,638
عدد إصدارات الأسهم الجديدة	5	6*	11
قيمة إصدارات الأسهم الجديدة (مليون ريال)	10,711	10,191*	14,700.0

المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2007، ص 09.

- ومن هذا التحليل يتضح أن خلال هذه الفترة لم يشهد سوق الأوراق المالية للدوحة أي أزمة مالية حتى وإن بدأت بوادرها في سنة 2007 تظهر على البورصات الأمريكية بما أنها أزمة نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية فإن سوق الأوراق المالية للدوحة لم يتأثر بها خلال هذه الفترة أما عن التقلبات في القيمة السوقية ونشاط التداول فهو راجع لأوضاع داخلية خاصة بالسوق .

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

المطلب الثاني: نشاط التداول في بورصة قطر أثناء الأزمة ( 2008 - 2012 )

- أدرج سوق الأوراق المالية للدوحة شركات أخرى جديدة خلال هذه الفترة ليصبح عدد الشركات المقيدة فيه ما بين 42 إلى 44 شركة باعتباره من أهم الأسواق المالية العربية ومن بين الأسواق المالية الناشطة والتميزة في دول الخليج، إلا أن رسملة السوق سجلت تراجع في سنة 2008 مقارنة بسنة 2007 وهذا نتيجة الأزمة المالية لتصل الرسملة\* في السوق إلى أن تجاوزت 279 مليون ريال قطري (279,038.20 م.ر.ق)، لتعود إلى الارتفاع بعد ذلك نتيجة الاتفاقية بين سوق الأوراق المالية للدوحة وبورصة نايسي يورونكست التي أسهمت في الاشتراك بنسبة 20% في السوق ليصبح السوق تحت اسم بورصة قطر وهذا ما جعل استقرار في الرسملة داخل بورصة قطر خلال هذه الفترة وهو ما يتبين من خلال تقارب قيمة الرسملة في البورصة خلال السنوات 2010، 2011، 2012 بما يتجاوز 450 مليون ريال قطري عن ما كانت عليه في 2009 بحوالي 320 مليون ريال قطري وهو تطور وارتفاع واضح في الرسملة بعد سنة 2009، هذا مع زيادة عدد شركات الوساطة لتصل في سنة 2012 إلى 11 شركة بعدما كانت تشكل 10 شركات وساطة في سنة 2010 و7 شركات قبل ذلك ( كما هو موضح في الجدول التالي).

الجدول رقم: ( 18 ): المؤشرات الرئيسية للشركات المقيدة في سوق الدوحة للأوراق المالية ( بورصة قطر ) خلال الفترة 2008-2012

بيانات نهاية الفترة	2012	2011	2010	2009	2008
عدد الشركات المدرجة	42	42	43	44	43
عدد شركات الوساطة	11	10	07	07	07
رسملة السوق ( مليون ر. ق )	459,884	457,352	450,203	320,081	279,038.20

المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2012، ص 13.

- كما كان انعكاس الأزمة المالية على مؤشرات التداول في بورصة قطر خلال هذه الفترة بشكل واضح من خلال تتبع نتائج الجدول التالي.

\* الرسملة: تمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالي أو البورصة.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الجدول رقم: (19): مؤشرات التداول في سوق الدوحة للأوراق المالية ( بورصة قطر) خلال الفترة 2008-2012

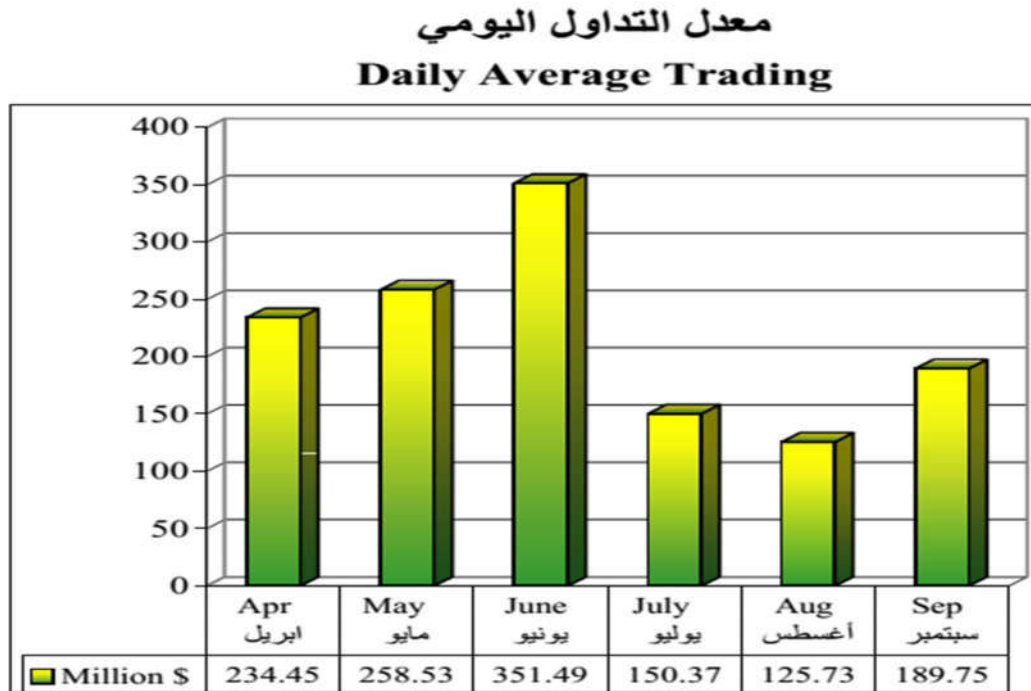
بيانات الفترة	2012	2011	2010	2009	2008
عدد الأسهم المتداولة	2,428,190,041	2,302,769,616	2,094,391,542	3,450,086,784	3,893,519,719
قيمة الأسهم المتداولة (رق.)	70,673,865,500	86,419,417,460	67,185,287,877	92,164,529,102	175,552,351,735
عدد الصفقات	881,638	1,119,099	1,024,141	1,690,085	2,179,861
عدد أيام التداول	252	252	251	253	254
معدل قيمة التداول اليومي (رق.)	280,451,547	331,029,434	267,670,470	364,286,676	691,150,991
عدد إصدارات الأسهم الجديدة	0	0	1	1	1
قيمة إصدارات الأسهم الجديدة (مليون رق.)	0	0	1,000	8,665.3	1,228.7

المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2012، ص 13.

- بدأت تداعيات الأزمة المالية العالمية في الظهور على بورصة قطر سنة 2009، وخاصة في الربع الثالث من نفس السنة وهو ما يؤكد الانعكاس الكبير للأزمة المالية على سوق الدوحة، حيث انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 45% مقارنة مع الربع الثاني لتبلغ 10.08 مليار دولار وانخفض متوسط التداول اليومي من 281.8 مليون دولار إلى 155.1 مليون دولار، كما انخفض معدل دوران الأسهم من 13.5% إلى 9.2% خلال الربع الثالث من سنة 2008، ففي شهر جويلية انخفض معدل التداول اليومي ليصل إلى 150.37 مليون دولار عن ما كان عليه في شهر جوان بـ 351.49 مليون دولار وهذا تراجع كبير جدا ودال على انعكاس الأزمة المالية على التداول، حيث استمر معدل التداول في التراجع بعد ذلك في الثلاثي الثالث من سنة 2008 ليصل إلى أدنى قيمة له في شهر أوت بـ 125.73 مليون دولار، إلا أنه ارتفع بعد ذلك بنسب ضئيلة ليصل في شهر سبتمبر إلى 189.75 مليون دولار ( كما يوضحه الشكل التالي).

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الشكل ( 17): معدل التداول اليومي في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الربع الثالث من سنة 2008

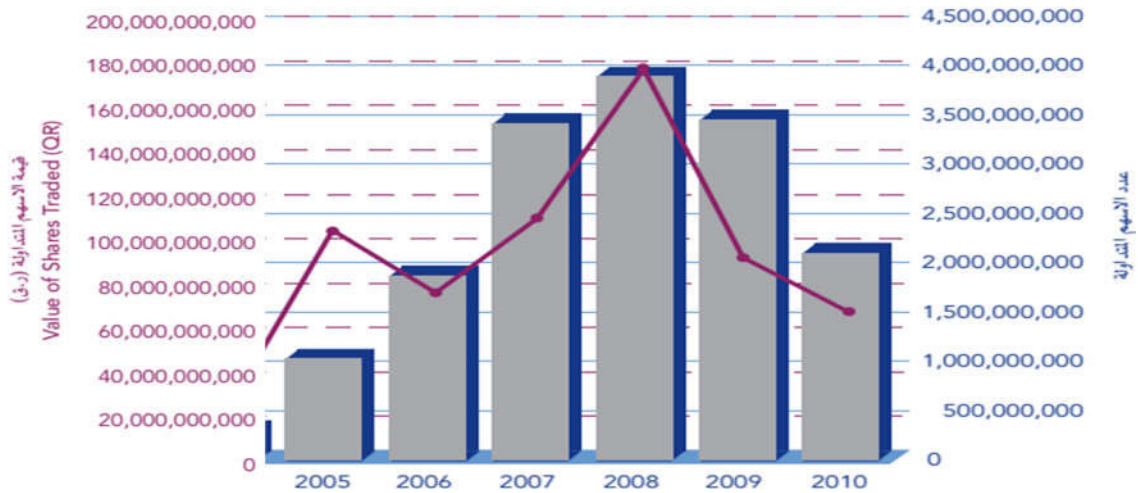


المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية المنشرة الفصلية، العدد 55، 2008، ص 64.

- أما عن الانخفاض خلال سنة 2008 ككل، فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بتجاوزها 175 مليار ريال قطري (175,552,351,735 ر.ق) سنة 2008 لتصل إلى حوالي 92.5 مليار ريال قطري (92164529.102 ر. ق ) ريال قطري سنة 2009 وهذا التراجع قابله انخفاض كبير في عدد الصفقات المبرمة في البورصة ما انعكس على عدد و قيمة الأسهم المتداولة بنسب متفاوتة لا في سنة 2009 فقط بل لسنوات بعدها، إلى جانب انخفاض الاصدارات من الأسهم الجديدة بالرغم من الاستقرار في عدد أيام التداول تقريبا، كما واصلت كل هذه المؤشرات في التراجع سنة 2010 بالانخفاض في عدد وقيمة الأسهم المتداولة وفي عدد الصفقات ومعدلات التداول اليومي وقيمة الاصدارات من الأسهم الجديدة ما يبين الانعكاس السلبي للأزمة المالية على بورصة قطر خاصة في السنتين 2009 و 2010، حيث أنه حقق أداء متميزا في نشاط التداول من حيث قيمة وعدد الأسهم المتداولة سنة 2008 بوصوله إلى أعلى مستوى له، ليتأثر بالأزمة المالية بعد ذلك ويسجل أدنى مستوى له سنة 2010 عند قيمة تجاوزت 67 مليار ريال قطري ويشهد انخفاض أيضا في عدد الأسهم المتداولة الذي تراجع بشكل كبير وواضح ( كما يبينه الشكل التالي).

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الشكل رقم (18): عدد و قيمة الأسهم المتداولة في سوق الدوحة خلال 2005-2010



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2010، ص 28.

- كما سجلت البورصة في سنة 2011 ارتفاع نسبي في التداول نتيجة ادراج البورصة لأداة مالية جديدة غير الأسهم ولأول مرة وهي أدونات الخزينة مما زاد في قيمة التداول، إلى جانب انتهاج البورصة استراتيجية تنموية بعد الشراكة مع بورصة نايس نوكست لتحقيق الأهداف من خلال تمديد التداول ما انعكس ايجابا على السيولة من جهة ومنحت المزيد من فرص التداول للمستثمرين من جهة أخرى، إلا أنه تراجع سنة 2012 وما يلاحظ أن الأزمة المالية خلال هذه الفترة انعكست على قيمة الأسهم المتداولة بشكل كبير ففي سنة 2008 كانت تشكل ما يفوق قيمة 175 مليار ريال قطري ( 175,552,351,735 ر.ق.)، لتصل في سنة 2012 إلى حوالي 70 مليار ريال قطري ( 70,673,865,500 ر.ق) أي تراجع بحوالي 60% وهو ما ساهم في تحويل العديد من المستثمرين لأصولهم والخروج من البورصة ما أدى إلى انخفاض التداول (كما هو موضح في الجدول السابق).

- مما سبق نجد أن نشاط التداول تأثر بشكل كبير بتداعيات الأزمة المالية في بورصة قطر وذلك بالتراجع الكبير في قيمة الأسهم المتداولة خاصة في سنتي 2009 و 2010 إضافة إلى الانخفاض في قيمة التداول اليومي في البورصة والتذبذب في عدد وأيام التداول، ولكن بالرغم من الاستقرار النسبي لعدد الشركات المدرجة في البورصة خلال هذه الفترة إلا أنها سجلت ارتفاع ملحوظ في رسملة السوق في نفس الفترة نتيجة ادراج ونمو كبير في عدد وقيمة أدونات الخزينة التي تم تداولها ابتداء من سنة 2011.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### المطلب الثالث: نشاط التداول في بورصة قطر بعد الأزمة ( 2013 - 2015 )

- سجل نشاط التداول خلال هذه الفترة ارتفاعا ملحوظا مقارنة بما حققه في الفترة السابقة ففي سنة 2013 ارتفعت رسملة السوق لتصل إلى 555,606 مليون ريال قطري مقارنة بـ 459,884 مليون ريال قطري سنة 2012 مع ثبات عدد الشركات المدرجة عند 42 شركة ورغم انخفاض عدد الأسهم المتداولة المتمثلة في 1937534.283 سهم إلا أنها انعكست ايجابا بالارتفاع في قيمتها لتبلغ ما يتجاوز 748 مليار ريال ( 748,886,053,776 ر.ق) وذلك لزيادة عدد الصفقات وقيمة معدل التداول اليومي الذي وصل إلى حوالي 305 مليون ريال قطري ( 304,414,853 ر.ق )، ما يدل على التحسن التدريجي للأوضاع في البورصة وذلك بظهور نتائج مواجهة الأزمة المالية سواء داخليا في البورصة أو خارجيا من خلال الحلول التي قامت بها جميع الدول المتضررة من الأزمة ( كما هو موضح في الجدول التالي).

### الجدول رقم ( 20 ): نشاط التداول السنوي لبورصة قطر سنة 2013

بيانات الفترة	2013	بيانات نهاية الفترة	2013
عدد الأسهم المتداولة	1,937,534,283	عدد الشركات المدرجة	42
قيمة الأسهم المتداولة (ر.ق)	74,886,053,776	عدد شركات الوساطة	11
عدد الصفقات	961,811	رسملة السوق (مليون ر.ق)	555,606
عدد أيام التداول	246	المؤشر العام للأسعار	10,379.59
معدل قيمة التداول اليومي (ر.ق)	304,414,853		
عدد إصدارات الأسهم الجديدة	0		
قيمة إصدارات الأسهم الجديدة (مليون ر.ق.)	0		

المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2013، ص11.

- استمر أداء البورصة في الارتفاع سنة 2014 حيث ارتفعت الرسملة في السوق لتصل إلى ما يفوق 676 مليار ريال قطري ( 676,791,631,974.17 ر.ق ) وهذا راجع لارتفاع أسعار أسهم 31 شركة مقابل انخفاض لأسعار أسهم 12 شركة ما أدى إلى ارتفاعها مع ادراج لشركة واحدة خلال نفس السنة ( كما هو موضح في الجدول التالي).

### الجدول رقم ( 21 ): عدد الشركات والرسملة في بورصة قطر لسنة 2014

عدد الشركات المتداولة	عدد الشركات (المرتفعة)	عدد الشركات (المنخفضة)	عدد الشركات (بدون تغير)
No. of Traded Companies	No. of Advanced Companies	No. of Declined Companies	No. of Unchanged Companies
43	31	12	0
رسملة السوق Market Cap. (QR)		676,791,631,974.17	

المصدر: بورصة قطر، نشرة التداول السنوية لسنة 2014 ، ص02.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

- أما فيما يخص الأداء الربعي للبورصة سنة 2014 فإن البورصة سجلت أداء متميزا خلال الربع الثاني بعدد صفقات 724.036 مقابل ( 439.246 صفقة في الربع الأول، 456454 في الربع الثالث، 438.868 صفقة في الربع الرابع) ما انعكس على قيمة الأسهم المتداولة خاصة في الربع الثاني الذي حققت فيه ما يفوق 69 مليار ريال ( 69,436,215,988 ر.ق ) لقرابة 1.7 مليار سهم (1,693,100,945 سهم) مقارنة بالربع الأول الذي سجل تداول 847,962,124 سهم بقيمة فاقت 39 مليار ريال قطري (39,160,322,807 ر.ق).

- أما خلال الربع الرابع فإن أداء التداول انخفض في عدد الأسهم المتداولة ولكن انعكس ايجابا بالارتفاع في قيمتها مقارنة بما كان عليه في الربع الثالث.

- لتحقق البورصة في سنة 2014 قيمة الأسهم المتداولة تجاوزت 199 مليار ريال قطري ( 199292756.279 ر.ق ) لإجمالي 4.4 مليار سهم (4,439,856,747)، وهذا يميز ارتفاع أداء التداول السنوي مقارنة بالسنوات السابقة أي وجود تحسن كبير في التداول راجع لتقليص آثار وتداعيات الأزمة المالية وزيادة معدلات التداول والنمو الاقتصادي الذي شهدته دول الخليج ( كما هو موضح في الجدول التالي).

الجدول رقم ( 22): نشاط التداول الربعي لبورصة قطر سنة 2014

أداء التداول الربعي في السوق 2014 Quarterly Market Performance - 2014			
الربع Quarter	عدد الأسهم المتداولة Trading Volume (Shares)	قيمة الأسهم المتداولة (رق) Trading Value (QR)	عدد الصفقات المتداولة Number of Transactions
1st Quarter الربع الأول	847,962,124	39,160,322,807	439,246
2nd Quarter الربع الثاني	1,693,100,945	69,436,215,988	724,036
3rd Quarter الربع الثالث	1,018,234,175	44,591,904,861	456,454
4th Quarter الربع الرابع	880,559,503	46,104,312,623	438,868
Grand Total الإجمالي	4,439,856,747	199,292,756,279	2,058,604

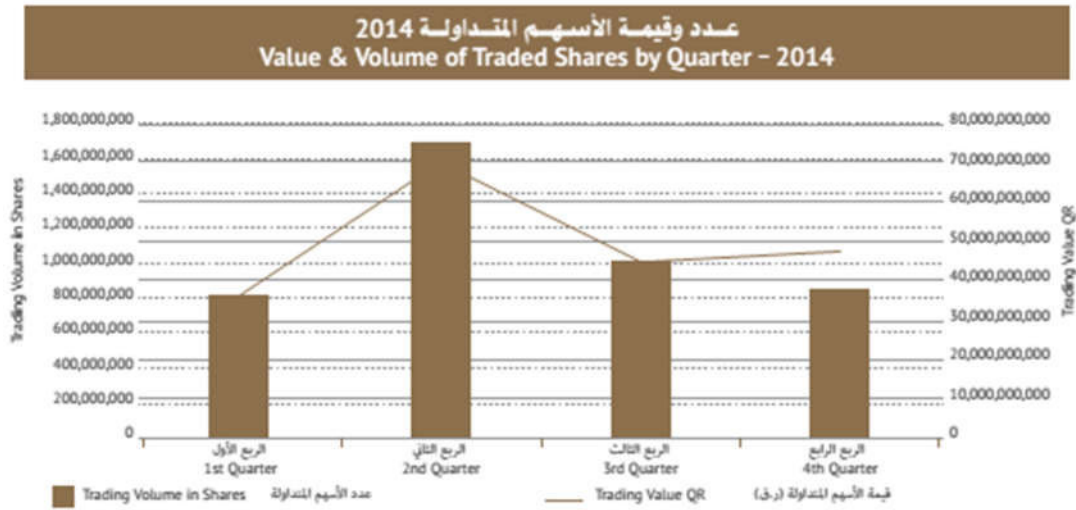
المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2014، ص 25.

- ومما سبق يمكن توضيح أداء التداول في سنة 2014 رغم الانخفاض في قيمة الأسهم خلال الربع الثالث والرابع، عن ما كانت عليه في الربع الثاني كأعلى قيمة خلال سنة 2014، أما عن الربع الأول فقد سجل أقل قيمة في نفس السنة كما هو موضح من خلال الشكل التالي:



## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الشكل رقم ( 19): عدد وقيمة الأسهم المتداولة في بورصة قطر سنة 2014



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2014، ص 25.

- أما بالنسبة لنشاط التداول سنة 2015 فالجدول التالي يوضح ذلك كما يلي:

الجدول رقم (23): عدد الشركات والرسملة في بورصة قطر لسنة 2015

عدد الشركات المتداولة	عدد الشركات المرتفعة	عدد الشركات المنخفضة	عدد الشركات بدون تغيير
45	10	35	0
رسملة السوق			553,176,101,208.49

المصدر: بورصة قطر، نشرة التداول السنوية لسنة 2015، ص 02.

- على عكس أداء التداول خلال السنتين 2013 و 2014 فإنه انخفض سنة 2015 رغم ادراج البورصة لشركتين، حيث تراجعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة ( الرسملة ) بنسبة 18.26% لتتجاوز 553 مليار ريال قطري ( 553,176,101,208.49 ر.ق) أي تراجع بحوالي 123.7 مليار ريال قطري (123,615,530,765.68 ر.ق) مقارنة بسنة 2014 وهذا نتيجة الانخفاض في أسعار أسهم 36 شركة مقابل ارتفاع لأسعار أسهم 10 شركات فقط.

- أما أحجام التداول وعدد الأسهم المتداولة فقد سجلت تراجعا كبيرا خلال سنة 2015 فقد شهد الربع الثالث حسب تقرير صندوق النقد العربي تراجعا وذلك بالمقارنة مع الربع الثاني من نفس السنة وذلك بنسبة 46% ولتبلغ 4.3 مليار دولار، كما تراجع عدد الأسهم المتداولة ليصل إلى 358 مليون سهم مقارنة بـ 758 مليون سهم تم تداولها خلال الربع الثاني، أما عن متوسط التداول اليومي فقد انخفض بنسب كبيرة في الربع الثالث مقارنة بما كان عليه بداية سنة 2015 فمن 138.4 تراجع ليصل إلى 73.2 (كما يوضحه الجدول التالي).

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الجدول رقم (24): أحجام التداول في بورصة قطر خلال الأرباع الثلاثة الأولى من سنة 2015

أحجام التداول	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث
بالريال القطري ( مليون )	30737.7	29296.7	15728.1
بالدولار الأمريكي (مليون)	8441.9	8046.1	4318.5
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	616.3	758.0	358.0
عدد أسام التداول	61	65	59
متوسط التداول اليومي	138.4	123.8	73.2
معدل دوران الأسهم ( % )	4.9	4.6	2.6

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية النشرة الفصلية، (العدد 80، سنة 2015، ص 65)، (العدد 82، سنة 2015، ص 67).

\* ومما سبق يمكن استنتاج أن الأزمة المالية خلال هذه الفترة (2013-2015) لم تؤثر على نشاط التداول وهذا راجع للتدابير المتخذة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية والدول المتقدمة لمواجهة الأزمة المالية العالمية والتي ساهمت في التقليل من حدتها وآثارها بشكل كبير.

- أما عن التدابير والمعالجات التي اتخذتها الجهات الحكومية في دولة قطر سنة 2009 للتخفيف من انعكاسات الأزمة المالية على البورصة وهذا بغرض المحافظة على الأوساط الاستثمارية وتعزيز الثقة بأداء البورصة والاقتصاد بشكل عام فهي كما يلي<sup>1</sup>:

- 1- تنفيذ اتفاق جهاز قطر للاستثمار: حيث قام خلال عام 2009 بتنفيذ تدريجي لاتفاق مبرم مع البنوك الوطنية في الربع الأخير من 2008 والذي يقضي بمساهمة في رؤوس أموال تلك البنوك بنسبة تتراوح ما بين 10% و 20%، حيث قام بشراء 5% من رؤوس أموال تلك البنوك خلال النصف الأول من سنة 2009.
- 2- شراء الحكومة محافظ أسهم لدى البنوك الوطنية: اتخذت حكومة دولة قطر خلال سنة 2009 قرارا يقضي بشراء محافظ أسهم لدى البنوك الوطنية بما تزيد قيمته عن 6 مليار ريال قطري على أن يتم تحديد سعر شراء بما يعادل تكلفة المحفظة يوم 28 فيفري 2009 ناقصا المخصصات التي تم تكوينها كما في نهاية 31 ديسمبر 2008، مع ترك الخيار للبنوك في قبول العرض أو الاحتفاظ بالأسهم إذا رأت أن هذا في مصلحتها.
- 3- شراء محافظ قروض واستثمارات عقارية من البنوك القطرية: تم خلال سنة 2009 الاعلان عن خطط حكومية بشراء محافظ قروض واستثمارات عقارية من البنوك القطرية، وقد تم تحديد سعر البيع بما يعادل صافي القيمة الدفترية لهذه القروض والاستثمارات العقارية، وبسقف إجمالي يبلغ 15 مليار ريال، هذا وقد تظافت التدابير الحكومية مع التحسين الذي أظهرته مؤشرات الاقتصاد القطري لتساهم في رفع وثيرة الأداء، فقد استقر سعر النفط خلال 2009، كما انخفض مؤشر التضخم بنسبة 4.2%، اضافة إلى تحقيق الشركات المدرجة في

<sup>1</sup> بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2009، ص 15.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

البورصة أرباحاً صافية بقيمة 28.5 مليار ريال للسنة المالية في 2008 المرتفعة بنسبة 33.4% عن تلك المحققة في 2007، وهو ما نتج عنه اعلان 34 شركة مدرجة لنسب توزيعات نقدية تتراوح ما بين 5% إلى 83%.

\* إلا أن كل هذه التدابير لم توفق في تحوط بورصة قطر من الأزمة المالية والدليل على هذا التراجع الحاد في نشاط التداول في البورصة سنة 2010، إلى جانب انخفاض مؤشرات الأسعار في سنتي 2009 و 2012 والجدير بالذكر أن هذه التدابير ساهمت في الحفاظ على استقرار نسبي في عدد المستثمرين.

### المبحث الرابع: انعكاسات الأزمة المالية على تعامل المستثمرين ( 2008-2015 )

في ظل تفاقم تداعيات الأزمة المالية خلال هذه الفترة والتي أدت بالعديد من المستثمرين في البورصات العالمية إلى التحول من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي رغبة في تفادي المخاطر التي تواجهها الأسواق المالية، حيث تركت حالة من الذعر والهلع بين أوساط المستثمرين خاصة مع افلاس العديد من الشركات والبنوك الكبرى في العالم.

- شكلت قاعدة المستثمرين في سوق الدوحة للأوراق المالية عند نشأتها حيث لم تكن لتتجاوز عدة آلاف مستثمر، لتصبح أكثر اتساعاً وتشمل معظم مواطني دولة قطر ولتضم فيما بعد مستثمرين أجانب ليصل عدد المستثمرين بها 953606 مستثمر في أواخر سنة 2015 منهم 368.5 ألف امرأة و 578.3 ألف رجل وعدد الشركات بها 6860 شركة<sup>1</sup>.

### المطلب الأول: تحليل نسب تعامل المستثمرين ( 2008-2010 )

تجاوز إجمالي عدد المستثمرين في السوق 800000 مستثمر خلال فترة ما قبل الأزمة المالية، حيث سجل السوق نسب شراء تفوق نسب البيع خلال نفس الفترة إلا أن بعد ظهور بوادر الأزمة المالية انعكس ذلك على تعاملات المستثمرين كما سيتم توضيحه خلال ما يلي.

- أدى تراجع الاستثمارات الأجنبية في سوق الأوراق المالية للدوحة وانخفاض التعاملات لكل من القطريين وغير القطريين عن طريق تسهيل استثماراتهم بزيادة أوامر البيع داخل البورصة، حيث سجل السوق في سنة 2008 نسب بيع ملحوظة في تعاملات الأفراد القطريين تفوق 5% من تعاملاتهم بالشراء ( 55.80% بيع، 50.3% شراء )، على عكس المؤسسات التي فاقت فيها معاملات الشراء حوالي 7% من معاملات البيع، إلا أن تعاملات غير القطريين في السوق سجلت عمليات بيع تفوق عمليات الشراء بنسب ضئيلة لكل من الأفراد والمؤسسات ( كما هو موضح في الجدول التالي).

<sup>1</sup> الموقع الإلكتروني، [lusail.news.qa](http://lusail.news.qa) تاريخ الاطلاع 2016/05/17 على الساعة 17:49.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الجدول رقم (25): نسب تعامل المستثمرين سنة 2008

النسبة إلى القيمة الإجمالية Percentage To Total Value		المساهمين Investors	
تعاملات غير القطريين Non-Qatari's Transactions	تعاملات القطريين Qatari's Transactions	شراء/Buy	أفراد Individuals
13.12%	50.03%	بيع/Sell	
13.51%	55.80%	شراء/Buy	مؤسسات Institutions
16.77%	20.07%	بيع/Sell	
17.21%	13.47%		

المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، نسب تعاملات المستثمرين خلال سنة 2008، ص01.

- والملاحظ أن خروج رؤوس الأموال المستثمرة في البورصات العالمية الكبرى ودخولها في البورصات الأقل تضررا من الأزمة المالية خاصة في الأسواق الناشئة والبورصات العربية أدى هذا إلى استقرار المعاملات نسبيا في سوق الأوراق المالية للدوحة.

- أما في سنة 2009 فقد سجلت معاملات المستثمرين عمليات بيع أقل مقارنة بالنسب المحققة في سنة 2008، فنسبة البيع للأفراد القطريين فاقت بحوالي 03 % نسبة الشراء، أما المؤسسات القطرية فقد تساوت المعاملات تقريبا من الشراء والبيع بنسبة 17.11% و 16.54% على التوالي، كما سجلت نسب غير القطريين بالنسبة للأفراد والمؤسسات معاملات بيع أقل من معاملات الشراء بنسب ضئيلة جدا، ( كما هو موضح في الجدول التالي).

الجدول رقم (26): نسب تعامل المستثمرين سنة 2009

النسبة إلى القيمة الإجمالية Percentage to Total Value		المساهمين Investors	
تعاملات القطريين Qatari Transactions	تعاملات غير القطريين Non-Qatari Transactions	شراء/Buy	أفراد Individuals
46.99%	18.44%	بيع/Sell	
49.47%	18.18%	شراء/Buy	مؤسسات Institutions
17.11%	17.45%	بيع/Sell	
16.54%	15.81%		

المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي 2009، ص45.

- في سنة 2010 ظهر انعكاس الأزمة المالية على المستثمرين في بورصة قطر وذلك في زيادة حجم معاملات البيع خاصة بالنسبة للأفراد، أما بالنسبة للمؤسسات القطرية فقد سجلت نسب متقاربة بين تعاملات الشراء والبيع 20.27% و 20.21% على التوالي، وبخصوص المؤسسات الغير القطرية فقد حققت نسب شراء 24.09% و نسبة بيع 20.79%، ( كما هو موضح في الجدول التالي).

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

الجدول رقم (27): نسب تعامل المستثمرين سنة 2010

النسبة إلى القيمة الاجمالية Percentage To Total Value		المساهمين Investors	
تعاملات غير القطريين Non-Qatari's Transactions	تعاملات القطريين Qatari's Transactions		
15.51%	40.13%	Buy/ شراء	أفراد Individuals
15.44%	43.57%	Sell/بيع	
24.09%	20.27%	Buy/ شراء	مؤسسات Institutions
20.79%	20.21%	Sell/بيع	

المصدر: بورصة قطر، نسب تعاملات المستثمرين خلال سنة 2010، ص01. من الواضح أن انعكاس الأزمة المالية على تعاملات المستثمرين خلال هذه الفترة لم يكن بدرجة كبيرة وهذا راجع لعدم وجود نسب كبيرة من معاملات البيع مقارنة بالشراء للمستثمرين ككل في البورصة، ويمكن ارجاع هذا إلى تحول المستثمرين الأجانب إلى بورصة قطر ما أدى إلى عدم وجود انعكاس سلبي في أواسط المستثمرين خلال هذه الفترة.

المطلب الثاني: تحليل نسب تعامل المستثمرين ( 2011-2013)

- سجلت التعاملات لسنة 2011 بالنسبة للأفراد القطريين في الشراء والبيع حيث تقاربت النسب ( 36.21% و 36.74% على التوالي) كما هو الحال بالنسبة للأفراد غير القطريين، أما بخصوص المؤسسات فقد تفاوتت معاملات الشراء والبيع بنسب ضئيلة وبحوالي 03% تقريبا، وهذا راجع لعوامل تشجيع الاستثمار في البورصة القطرية والمتمثلة في القوانين والقرارات التي أصدرت وصرحت بخصوص التطور الذي حققته البورصة الأمر الذي حافظ على المستثمرين في استقرار معاملاتهم رغم انعكاس الأزمة المالية على الأداء في البورصة ( كما هو موضح في الجدول التالي).

الجدول رقم (28): نسب تعامل المستثمرين سنة 2011

النسبة إلى القيمة الاجمالية Percentage To Total Value		المساهمين Investors	
تعاملات غير القطريين Non-Qatari's Transactions	تعاملات القطريين Qatari's Transactions		
11.75%	36.21%	Buy/ شراء	أفراد Individuals
11.70%	36.74%	Sell/بيع	
21.53%	30.50%	Buy/ شراء	مؤسسات Institutions
24.65%	26.91%	Sell/بيع	

المصدر: بورصة قطر، نسب تعاملات المستثمرين خلال سنة 2011، ص01. أما في سنة 2012 فقد سجلت البورصة تعاملات بيع وشراء بالنسبة للأفراد والمؤسسات بنسب متقاربة جدا، إلا أن تعاملات المؤسسات غير القطريين فقد سجلت معاملات بيع بزيادة حوالي 03% عن معاملات الشراء، فحسب

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

تقرير صندوق النقد العربي بشأن استثمار غير القطريين في البورصة خلال الربع الثاني من العام 2012 فقد شهد استمرار خروج المستثمرين غير القطريين من البورصة القطرية فقد تجاوزت قيمة عمليات البيع الخاصة بالمستثمرين الأجانب (الأفراد والمؤسسات) قيمة عمليات شراءهم بنحو (660.5 مليون ريال)، ( كما هو موضح في الجدول التالي).

### الجدول رقم (29): نسب تعامل المستثمرين سنة 2012

النسبة إلى القيمة الإجمالية Percentage To Total Value		المستثمرين Investors	
تعاملات غير القطريين Non-Qatari Transactions	تعاملات القطريين Qatari Transactions		
12.56%	35.77%	شراء / Buy	أفراد Individuals
12.63%	35.85%	بيع / Sell	
14.20%	37.48%	شراء / Buy	مؤسسات Institutions
17.73%	33.79%	بيع / Sell	

المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي 2012، ص12.

- كما أن خلال سنة 2012 ظهرت عوامل تسعى لتشجيع المستثمرين في بورصة قطر، حيث استمرت البورصة بتنفيذ خطتها الاستراتيجية التي تهدف إلى أحداث تغييرات ضرورية على بنيتها الأساسية لتحقيق الغرض المتمثل في تحويلها من بورصة محلية اقليمية إلى بورصة عالمية تتمتع بكل ما تمتاز به أكبر البورصات في العالم من أنظمة متقدمة وقوانين ولوائح تعزز الشفافية وتوفير الأدوات الاستثمارية الملائمة للمستثمرين في العالم بمختلف فئاتهم، ومن هذا عملت على إعادة بنية التشريعية والحصول على موافقات الجهات التنظيمية لإدخال أدوات استثمارية جديدة إلى السوق مثل الصناديق الاستثمارية المتداولة والصناديق الاستثمارية العقارية، وتطبيق آليات للتداول تسهل عمليات الاستثمار مثل تراخيص للنشاط مزدوج السيولة، واقتراض واقراض الأوراق المالية والتداول بالهامش؛

- لقد شكل المستثمر المحلي محور تركيز بالنسبة لإدارة البورصة بهدف زيادة معرفته بالمنتجات الاستثمارية الجديدة في البورصة وكيفية تداولها، استمرت البورصة بتنظيم حملات وعقد دورات توعية وتنقيف منتظمة بالتعاون مع جهات عديدة، بينما قام خبراء في بورصة قطر بزيارات ميدانية للعديد من المدارس والكليةت قموا خلالها بإلقاء محاضرات لتعزيز الوعي الاستثماري لدى الطلاب وتشجيع على الادخار من خلال شراء أسهم شركات مدرجة في السوق<sup>1</sup>.

- أما في سنة 2013 فقد كان انعكاس الأزمة أكثر على تعاملات المستثمرين بالنسبة للأفراد فارتفعت معاملات البيع عن الشراء ما يبرز انعكاس الأزمة على سلوك الأفراد، على عكس المؤسسات التي حققت نسب شراء أكثر

<sup>1</sup> بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة 2012، ص 08.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

بقليل من نسب البيع في البورصة القطرية وهذا راجع لزيادة أرباح الشركات المدرجة في البورصة ما انعكس ايجابا في زيادة أوامر الشراء عن البيع لدى المؤسسات ( كما هو موضح في الجدول التالي).

الجدول رقم (30): نسب تعامل المستثمرين سنة 2013

النسبة إلى القيمة الاجمالية Percentage To Total Value		المساهمين Investors	
تعاملات غير القطريين Non-Qatari's Transactions	تعاملات القطريين Qatari's Transactions	شراء/Buy	أفراد Individuals
12.95%	38.34%	شراء/Buy	أفراد Individuals
13.72%	42.12%	بيع/Sell	
23.85%	24.87%	شراء/Buy	مؤسسات Institutions
20.56%	23.60%	بيع/Sell	

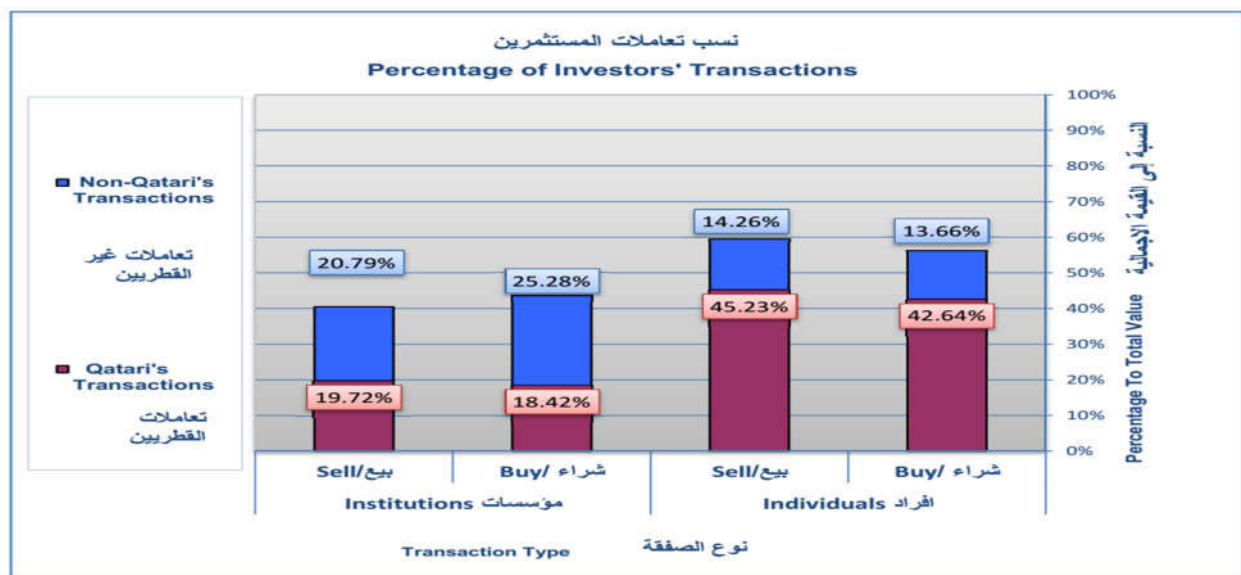
المصدر: بورصة قطر، نسب تعاملات المستثمرين خلال سنة 2013، ص01.

- من هذا التحليل يمكن استنتاج أن الأزمة المالية خلال هذه الفترة انعكست بنسب ضئيلة على تعاملات المستثمرين وذلك في سنة 2012 مقارنة بالسنوات الأخرى خلال نفس الفترة.

المطلب الثالث: تحليل نسب تعامل المستثمرين (2014-2015)

في سنة 2014 سجلت المعاملات من البيع والشراء داخل البورصة بالنسبة للمتعاملين ككل نسب متقاربة، كما هو الحال لدى المؤسسات القطرية بنسبة شراء 18.42% وبيع 19.72%، إلا أن التفاوت سجل لدى تعاملات المؤسسات غير القطرية بنسبة بيع أقل من الشراء بحوالي 5% تقريبا ( كما هو موضح في الشكل التالي).

الشكل رقم (20): نسب تعامل المستثمرين سنة 2014

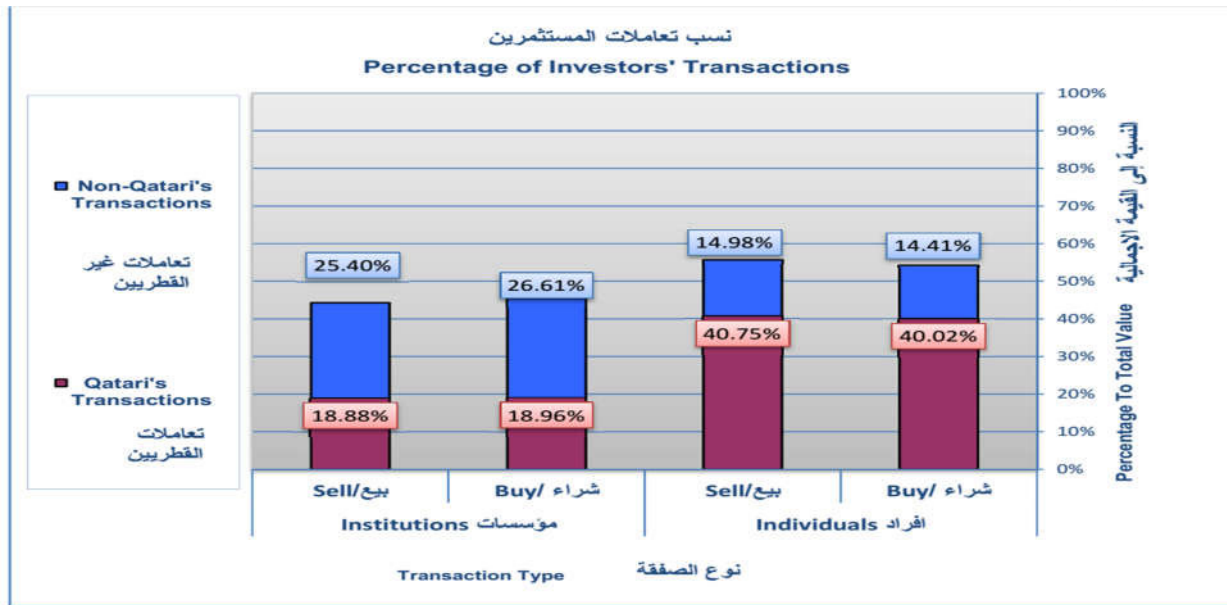


المصدر: بورصة قطر، نسب تعاملات المستثمرين خلال سنة 2014، ص01.

## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

أما في سنة 2015 فقد سجلت بورصة قطر نسب متقاربة جدا بين الأفراد والمؤسسات القطرية وغير القطرية في تعاملات البيع والشراء هذا التناسب في المعاملات يبرز عدم انعكاس الأزمة المالية على سلوك المستثمرين خلال هذه السنة ( كما هو موضح في الشكل التالي).

الشكل رقم (21): نسب تعامل المستثمرين سنة 2015



المصدر: بورصة قطر، نسب تعاملات المستثمرين خلال سنة 2015، ص 01.

\* الواضح مما سبق أن السنة التي أثرت فيها الأزمة المالية على سلوك المستثمرين هي سنة 2008، لأنها زادت فيها أوامر البيع عن أوامر الشراء نسبيا بشكل واضح مما أبرز هلع وتخوف المستثمرين من آثار الأزمة المالية على أصولهم ومستثمراتهم، أما في سنوات ما بعد سنة 2008 فإن الأزمة المالية لم تنعكس بشكل كبير على سلوك المستثمرين نتيجة العوامل التي شجعت الاستثمار في بورصة قطر.



## الفصل الثالث: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق الدوحة للأوراق المالية

### خلاصة الفصل

- من خلال دراسة انعكاسات الأزمة المالية على سوق الدوحة للأوراق المالية تم التوصل إلى النتائج التالية:
- استمر سوق الأوراق المالية للدوحة منذ تأسيسه في التطور ليصبح واحد من أهم أسواق الأوراق المالية في منطقة الخليج حيث حقق العديد من الانجازات، كما ارتفع عدد الشركات به ليشمل أكبر الشركات القطرية التي تشكل جزء مهما من الاقتصاد الوطني.
  - حقق سوق الدوحة للأوراق المالية سنة 2005 أعلى مستوى له في أداء مؤشر أسعار الأسهم، كما سجل نشاط التداول ارتفاعاً متميزاً خلال فترة ما قبل الأزمة المالية، ما يدل على انتعاش السوق قبل الأزمة المالية.
  - تحول سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة عالمية تعمل وفق أحدث النظم بعد اتفاقية الشراكة سنة 2009 مع بورصة ( نايبي يورونكست ) NYSE Euronext لتصبح بعد الشراكة الاستراتيجية بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات.
  - انعكست الأزمة المالية العالمية على سوق الأوراق المالية للدوحة بالانخفاض في مؤشرات أسعار الأسهم القابلة للتداول وقيمتها السوقية خاصة لسنتي 2008 و 2009.
  - سجلت قيمة الرسملة في السوق تذبذباً إلا أنها حققت ارتفاعاً ملحوظاً أثناء الأزمة المالية رغم الثبات النسبي لعدد الشركات المدرجة في السوق الذي سجل زيادة في ادراج الشركات خلال فترة ما قبل الأزمة المالية.
  - انخفض نشاط التداول من خلال تراجع قيمة الأسهم المتداولة ومعدلات التداول وعدد الصفقات نتيجة الأزمة المالية ليسجل فترات تذبذب خلالها، ما يدل على الانعكاس الكبير للأزمة المالية على بورصة قطر، ليعود إلى الارتفاع بعد ذلك جراء مجابهة الأزمة المالية وتراجع تداعياتها على الاقتصاد العالمي ككل.
  - حسب تحليل نسب تعامل المستثمرين في بورصة قطر للفترة ما بعد الأزمة المالية العالمية فقد انخفضت بنسب ضئيلة حيث يمكن ارجاع سبب هذا الانخفاض إلى عوامل نفسية سيطرت على توجهات المستثمرين ولكن سرعان ما استعادت البورصة القطرية عافيتها، وكانت الأقل تراجعاً بين أسواق وبورصات دول مجلس التعاون الخليجي من حيث تعاملات المستثمرين.

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

أدت الأزمات المالية العالمية إلى انهيار الأسواق المالية بدرجات متفاوتة بداية من أزمة الكساد الكبير ووصولاً إلى الأزمة المالية العالمية 2008، والتي ومن الواضح أن انعكاساتها على أسواق رأس المال لديها القدرة على إثارة الاضطرابات في العالم نتيجة الترابط بين هذه الأسواق خاصة بعد عجز الاقتصاد العالمي من مجابقتها والتخفيف من آثارها بشكل فعال وسريع، كما أن انعكاساتها المتسارعة من السوق المالية الأمريكية إلى مختلف الأسواق المالية في العالم جعلت تداعياتها تشمل أسواق رأس المال العربية بما فيها سوق الدوحة للأوراق المالية.

### ■ نتائج اختبار الفرضيات:

**الفرضية الأولى:** توصلنا إلى صحة الفرضية الأولى التي تؤكد أن الأزمات تعد اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في أسواق رأس المال وذلك لما وضحتته الدراسة لأبرز الأزمات المالية. **الفرضية الثانية:** توصلنا إلى صحة الفرضية الثانية التي تؤكد تحقيق نشاط متميزا في سوق الدوحة للأوراق المالية قبل سنوات قليلة من ظهور بوادر الأزمة المالية وهذا ما تم دراسته خلال الفترة ما بين سنة 2005 إلى 2007 والتي وضحت الانتعاش الذي مر به السوق من خلال تطور مؤشرات أسعار الأسهم المتداولة ونمو نشاط التداول إضافة إلى زيادة عدد المستثمرين خلال نفس الفترة وهذا راجع للنمو الاقتصادي المحقق وارتفاع أرباح الشركات المدرجة في السوق.

**الفرضية الثالثة:** توصلنا إلى صحة الفرضية الثالثة التي تثبت تغير أداء سوق الأوراق المالية للدوحة جراء الانعكاسات التي خلفتها الأزمة المالية العالمية، وهذا نتيجة انخفاض مؤشرات الأسعار فيه إلى جانب انخفاض نشاط التداول وزيادة تعاملات بيع المستثمرين للأوراق المالية وبأسعار متدنية.

### ■ نتائج الدراسة:

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

- 1- تميزت الأزمات المالية العالمية في النظام الرأسمالي بالدورية، والدليل على هذا تعاقب الأزمات السابقة بين فترة وأخرى حيث أن كل منها لها ظروف نشأتها وخصائصها ونتائجها.
- 2- كان لتقنية التوريق دور كبير في تفاقم الأزمة المالية العالمية ( أزمة الرهن العقاري).
- 3- يؤدي الترابط بين الأسواق المالية إلى الانتشار السريع للأزمات المالية باعتباره قناة فعالة من قنوات انتقال الأزمات.
- 4- رغم الآثار السلبية للأزمات المالية إلا أنها قد تكشف نقاط الضعف في النظام الاقتصادي، فالأزمة المالية العالمية 2008 ( أزمة الرهن العقاري) أعادت الأهمية مرة أخرى إلى أفكار المدرسة الكينزية وضرورة تعزيز دور الدولة في الحياة الاقتصادية.
- 5- تعد الأزمة المالية العالمية 2008 أو ما تعرف بأزمة الرهن العقاري أخطر الأزمات المالية في تاريخ الرأسمالية.

## الخاتمة العامة

- 6- تشكل الأسواق المالية دورا مهما وكبيراً في أنها وسيلة استقطاب وتفعيل للمدخرات أو الأموال الغير مستثمرة لتكون مهيأة للطلبات الاستثمارية وتحقق من خلالها موازنة بين قوى العرض والطلب على تلك الأموال.
- 7- الصيغة الضعيفة لكفاءة أسواق رأس المال هي أقرب للواقع من الكفاءة المتوسطة والكاملة.
- 8- تنعكس الأزمات المالية على أسواق رأس المال في تخفيض أحجام التداول داخلها إلى جانب الانخفاض والتدهور في المؤشرات المالية، كما تؤدي بانسحاب العديد من المستثمرين من السوق لتفايدي مخاطر الأزمات المالية.
- 9- إن تداعيات الأزمة المالية العالمية امتدت إلى الدول العربية خاصة في أسواقها المالية لكن بدرجات متفاوتة.
- 10- انعكست الأزمة المالية العالمية بآثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، نتيجة لانخفاض مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، إذ كان أداء البورصة أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة، كما انعكست على نشاط التداول من حيث الحجم والقيمة وأدت إلى تراجعها بنسب كبيرة.
- 11- كان انعكاس الأزمة على سوق الدوحة للأوراق المالية أقل تأثيراً من حيث تأثيرها على رسملة السوق ونسب تعاملات المستثمرين.
- 12- تحول تسمية سوق الدوحة للأوراق المالية إلى التسمية ببورصة قطر وذلك في سنة 2009 نتيجة الشراكة بين السوق وبورصة نايس نوكست الأمريكية، لجعل بورصة قطر من البورصات ذات الطراز العالمي في أداء مهامها وتقنياتها ومناقستها للبورصات العالمية المتقدمة.
- 13- ارتفاع أداء بورصة قطر بعد تراجع تداعيات الأزمة المالية العالمية ومجابتها من طرف العديد من دول العالم ما يؤكد انعكاس الأزمة المالية على أدائها.

### ■ الاقتراحات:

- بناء على ما ورد في هذه الدراسة وبصفة خاصة نتائجها، حاولنا تقديم الاقتراحات التي يمكن أن تساعد أسواق رأس المال على مواجهة ما قد تتعرض له من أزمات مالية، وتتمثل هذه الاقتراحات فيما يلي:
- 1- تفادي التذبذبات الكبيرة في معدلات الفائدة، مع ضرورة التحلي عن نموذج التمويل القائم على السياسة النقدية التوسعية، والبحث عن حلول بديلة لها، بحيث تكون السياسة الائتمانية أكثر انتقائية وأكثر حذراً.
  - 2- ضرورة وضع القيود اللازمة على التدفقات الرأسمالية لتتماشى مع آليات السوق، كما يجب تشديد العقوبات للحد من أنشطة المضاربين، لكي لا تبتعد الأسواق المالية العربية عن دور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة.
  - 3- ضرورة تحسين مستوى الشفافية والافصاح عن المعلومات، وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع أدائها من أجل جذب الاستثمارات الأجنبية.

## الخاتمة العامة

- 4- دراسة سلوك المستثمر الأجنبي داخل الأسواق المالية العربية لإيجاد السياسات المناسبة اتجاه هذه السلوكيات والعمل على استقرارها.
- 5- ضرورة اتخاذ التدابير والإجراءات المناسبة للحد من انهيار الأسعار وقت حدوث الأزمات، بإيقاف التداول مثلا لفترة زمنية معينة ليتمكن المتعاملين في البورصة من إعادة تقييم الأوضاع لتصويت قراراتهم الاستثمارية.
- 6- ضرورة تعزيز ثقافة البورصات وتكثيف الندوات والمؤتمرات لتدعيم ثقة المستثمرين بأداء الأسواق المالية وضمان ثقافة استثمارية داعمة للسوق ومانعة لانهياره وقت الأزمات.
- 7- العمل على تطوير القوانين والتنظيمات المنظمة للاستثمار وجعلها تتميز بالوضوح والشفافية، والعمل على تطوير الهيئات الاستثمارية من أجل ضمان تقديم المعلومات الدقيقة حول الفرص الاستثمارية المتاحة.
- 8- ضرورة تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية لتفادي الصدمات الكبيرة للأزمات المالية.

### ■ آفاق الدراسة:

تناولنا دراسة انعكاسات الأزمات المالية العالمية على أسواق رأس المال وهذه الدراسة هي جزء بسيط لموضوع يحمل الكثير من التعقيد، وفي ختام دراستنا نأمل لأن يفتح هذا الموضوع مجالا أوسع لدراسات مستقبلية ومحاور بحوث جديدة يمكن ذكر البعض منها:

- أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات على أداء الأسواق المالية.
- أهمية الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي الاسلامي.
- مستقبل الصناعة المصرفية الاسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية.
- أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على المكونات التنظيمية للسوق المالية كآلية للرفع من كفاءة أدائها.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

### 1. الكتب :

- 1- أبو فارة يوسف، << الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008 >>، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- 2- أحمد أبو موسى رمسية، << الأسواق المالية والنقدية >>، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 3- أحمد الشناوي اسماعيل، مبارك عبد المنعم، << اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
- 4- أحمد الكندري فيصل محمد، << الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على قطاعات الاستثمار - دروس مستفادة >>، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010.
- 5- أحمد فايز عبد الهادي، << الأزمة المالية العالمية وآثارها على الأهداف الإنمائية للألفية >>، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر الجديدة، 2012.
- 6- اسماعيل عبد الفتاح، علي حنفي عبد الغفار، << الأسواق المالية ( أسواق رأس المال - البورصات - البنوك - صناديق الاستثمار ) >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
- 7- آل شبيب دريد كامل، << الأسواق المالية والنقدية >>، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
- 8- بسيسو فؤاد حمدي، << محددات إدارة الأزمات الاقتصادية والمالية والمصرفية (الدليل العلمي التطبيقي لإدارة الأزمات) >> ، اتحاد المصاف العربية، بدون ذكر بلد النشر، 2010.
- 9- بلطاس عبد القادر، << تداعيات الأزمات المالية العالمية أزمة Sub- prime >>، دار الأسطورة للنشر، الجزائر، 2009.
- 10- بن سليمان بن محمد آل سليمان مبارك، << أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة >>، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض السعودية، 2005.
- 11- بن محمد عبد الغني، << الأزمة المالية العالمية 2008 >>، دار البحار، الجزائر، 2009.
- 12- التميمي أرشد فؤاد، << الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات >> ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 13- التوني ناجي، << الأزمات المالية >>، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004.
- 14- جاد الله محمود، << إدارة الأزمات >>، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 15- جبار محفوظ ، << تنظيم وإدارة البورصة >> ، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002.

## قائمة المراجع

- 16- جبار محفوظ، << الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة >>، الجزء 2، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 17- جبار محفوظ، << البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية >>، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الأول، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2002.
- 18- حسن السيبي صلاح الدين، << البورصات والأسواق المالية ( دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية) >>، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014.
- 19- حسن السيبي صلاح الدين، << بورصات الأوراق المالية ( الأهمية- الأهداف- السبل- مقترحات النجاح) >>، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- 20- حسين شحاتة حسين، << أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي >>، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، السعودية، 2008.
- 21- حسين عصام، << أسواق الأوراق المالية ( البورصة) >>، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 22- الحمزة عبد القادر، << أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمار المالية >>، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010.
- 23- حميدة مختار، <<الخصخصة عن طريق الأسواق المالية >>، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2013.
- 24- حنفي عبد الغفار، << بورصة الأوراق المالية ( أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات) >>، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003.
- 25- الحنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، << الأسواق والمؤسسات المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
- 26- الخضيرى محسن أحمد، << الإعصار التمويلي- نظرة متكاملة إلى الأزمة التمويلية من حيث المظاهر والأسباب والعلاج >>، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009.
- 27- دحام الهام وحيد، << فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي >>، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2013.
- 28- دويدار هاني، << مؤتمر الأزمة العالمية >>، منشورات الحلبي الحقوقية، بدون ذكر بلد نشر، 2012.
- 29- رمضان زياد، شموط مروان، << الأسواق المالية >>، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، القاهرة، الطبعة 4، 2015.



## قائمة المراجع

- 30- الرملاوى محمد سعيد محمد، >> الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية<<، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 31- زاقود عبد السلام جمعة، >>إدارة الأزمات الدولية في ظل النظام العالمي الجديد<<، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 32- زويل محمود أمين، >> بورصة الأوراق المالية ( موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها )<<، دار الوفاء لندنيا الطباعة والنشر، الاسكندرية، 2000.
- 33- سفر أحمد، >> المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية<<، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006، ص 82.
- 34- السيد علي عبد المنعم ، الدين العيسى نزار سعد ، >> النقود والمصارف والأسواق المالية <<، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 35- الشحات أحمد يوسف، >>الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع اشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا<<، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة، 2001.
- 36- شنجار العيساوي عبد الكريم، عبد المهدي رحيم العويدي، >> السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية<<، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- 37- شهاب مجدي محمود، >> اقتصاديات النقود والمال - النظرية والمؤسسات النقدية- <<، دار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2000.
- 38- صافي وليد ، البكري أنس ، >> الأسواق المالية والدولية <<، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 39- صالح سلام عماد، >> ادارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة <<، شركة أبوظبي للطباعة والنشر، 2002.
- 40- صالح قادر أحمد حسن، >> ظاهرة العولمة الاقتصادية وتأثيرها على أسواق المال العالمية<<، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، إربد الأردن، 2013.
- 41- الصرفي محمد، >> البورصات<<، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 42- صلاح عطية أحمد، >> مشاكل المراجعة في الأسواق المال <<، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003/2002.
- 43- عبابنة عمر يوسف عبد الله، >> الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي <<، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 44- عبد الحميد عبد المطلب، >> الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية أزمة الرهن العقاري الأمريكية<<، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.

## قائمة المراجع

- 45- عبد العال حماد طارق، << دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
- 46- عبد العظيم حمدي، << إقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم >>، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2012.
- 47- عبد القادر السيد متولي، << الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير >>، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010.
- 48- العريان محمد، << عندما تتصادم الأسواق ( استراتيجيات استثمارية في عصر التقلبات الاقتصادية العالمية ) >>، دار الكتاب العربي، بيروت لبنان، 2008.
- 49- العزيز نشأت عبد، << الأزمة المالية العالمية - من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد الوهمي - >>، مكتبة الآداب، القاهرة، 2010.
- 50- عطون مروان، << الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) >>، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
- 51- عطية محمد عبد الحميد، << الأزمة المالية العالمية وآثارها على أسواق المال >>، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010.
- 52- عيسى شطناوي زكريا سلامة، << الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي >>، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 53- الغزوي محمد عبد الوهاب، عبد السلام محمد خميس، << الأزمات المالية قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة >>، دار إثراء، الأردن، 2010.
- 54- فريد مصطفى نهال، عبد الفتاح إسماعيل السيدة، << الأسواق والمؤسسات المالية >>، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007.
- 55- قاسم محارب عبد العزيز، << الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج >>، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2011.
- 56- قنطجى سامر مظهر، << ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية >>، دار النهضة، سوريا، 2008.
- 57- كاظم الدعيمي عباس، << السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية >>، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 58- كافي مصطفى يوسف، << الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وحوكمة الشركات >>، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2013.

## قائمة المراجع

- 59- الكفري مصطفى عبد الله، << الأزمة المالية العالمية والتحديات الاقتصادية الراهنة في الدول العربية >>، مجد للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2012.
- 60- مجيد ضياء، << البورصات - أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات >>، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008.
- 61- مجيطنه مسعود، << دروس في المالية الدولية >>، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، 2013.
- 62- محمد الداغر محمود، << الأسواق المالية ( مؤسسات، أوراق، بورصات ) >>، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 63- محمود عبد الرزاق محمود حامد، << اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2013.
- 64- مسعداوي يوسف، << دراسات في المالية الدولية >>، دار الراهة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 65- مسعود سميح، << الأزمة المالية العالمية ( نهاية البيروالية المتوحشة ) >>، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 66- مطاوع سعد عبد الحميد، << الأسواق المالية المعاصرة >>، مكتبة أم القرى للنشر والتوزيع، المنصورة، 2001.
- 67- معروف هوشيار، << الاستثمارات والأسواق المالية >>، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- 68- الموسوي ضياء مجيد، << الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008 >>، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 69- الموسوي ضياء مجيد، << الاقتصاد العالمي بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008-2009 >>، مؤسسة كنوز الحكمة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
- 70- النجار إبراهيم عبد العزيز، << الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي >>، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 71- النجار إبراهيم عبد العزيز، << الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، الطبعة 2، 2003.
- 72- النجار فريد راغب، << أسواق المال والمؤسسات المالية محاور التمويل الاستراتيجي >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
- 73- هارون محمد صبري ، << أحكام الأسواق المالية >>، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 2، 2009.

## قائمة المراجع

74- وهيب الراوي خالد، << الأسواق المالية والنقدية >>، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة 2، 2000.

75- يونس محمود، مبارك عبد النعيم، << النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية >>، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002-2003.

### II. المجلات والدوريات:

76- بو حسون ياسر، أحمد زهرة شادي، << الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني السورية، دراسة تحليلية استشرافية >>، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (27)، العدد الأول، سوريا، 2005.

77- جديدين لحسن وآخرون، << كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية- عمان- تونس والمغرب >>، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، العدد الثاني، 2012.

78- رايح فضيل، << الأزمة المالية العالمية الأسباب، الانعكاسات والحلول >>، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010.

79- رحمانى موسى، بن ابراهيم الغالى، << البنوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات الواقعية في مواجهة الأزمة المالية الحديثة >>، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010.

80- شندي أديب قاسم، << الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية >>، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة واسط، بغداد، العراق، 2013.

81- شنوف شعيب، << الأزمة المالية العالمية من منظور محاسبي >>، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010.

82- عبده سلامة عمر، جبار محفوظ، << أسواق رأس المال الدولية: الهياكل والأدوات >>، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثالث، جوان 2008.

83- علوي فاطمة الزهراء ، حاج موسى نسيمية، << أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية خلال الفترة 2007-2008 >>، مجلة الباحث، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، العدد الثامن، 2010.

84- مرغاد لخضر، عيساوي سهام، << استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية >>، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الخامس عشر، جوان 2014.

## قائمة المراجع

85- مفتاح صالح ، معارفي فريدة، << متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها>>، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 07، 2009-2010.

86- مفتاح صالح، << الأزمة المالية العالمية>>، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، ديسمبر 2010.

87- مهدي صالح خضير، حسين الجواري مناضل عباس، << واقع الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي>> ، مجلة جامعة بابل للعلوم الانسانية، العراق، المجلد 17، العدد 01، 2009.

### III. الملتقيات والمؤتمرات:

88- أبو فارة يوسف، مداخلة بعنوان: << قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008>>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر 2009.

89- أحمد زيدان محمد، مداخلة بعنوان: << فصول الأزمة المالية العالمية ( أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية )>>، مؤتمر حول الأزمة المالية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، 13-14 مارس 2009.

90- الأسرج حسين عبد المطلب، مداخلة بعنوان: << الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات موجهتها من الدول العربية>>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009 .

91- الأعرج طارق محمد خليل، << مقرر الأسواق المالية ( الفصل الدراسي الاول )>>، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، كلية الادارة والاقتصاد، الدنمارك، بدون سنة نشر.

92- بباس منيرة، مداخلة بعنوان: << الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية>>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

93- بن رجم محمد خميسي، مداخلة بعنوان: << المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها>>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.

94- بن سعيد محمد، بن سعيد لخضر، مداخلة بعنوان: << الأسواق المالية للدول النامية في ظل الحركة الثلاثية الدولية للعولمة المالية>>، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد

## قائمة المراجع

- الاقتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 13-14 مارس 2012.
- 95- بن شيخة صحراوي، اليابس الجيلالي، مداخلة بعنوان: << تأثير الأزمة المالية العالمية على الصعيد الاقتصادي و الاجتماعي في الجزائر >>، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة منتوري، قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر، 2009.
- 96- بن علي بلعزوز، عبو هودة، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها >>، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والادارة، كلية الآداب والعلوم الانسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الاسلامية، يومي 06-07 أبريل 2009.
- 97- بن ناصر عيسى، مداخلة بعنوان: << انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية >>، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 98- بن يوب فاطمة، جبار محفوظ، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية الأسباب والتداعيات >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر 2009.
- 99- بنامون حمادو، مداخلة بعنوان: << أزمة الرهن العقاري أسبابها وتداعياتها >>، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والادارة، كلية الآداب والعلوم الانسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الاسلامية، يومي 06-07 أبريل 2009.
- 100- بورغدة حسين، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية الأسباب- الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها >>، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 101- بوشنافة الصادق، موزاوي عائشة، مداخلة بعنوان: << مكانة الأسواق المالية في ظل الاقتصاد الافتراضي - عرض تجارب لأسواق مالية اسلامية - >>، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 13-14 مارس 2012.
- 102- ثجيل المعموري علي محمد، فارس جميل حسين الصوفي، مداخلة بعنوان: << مدى تأثير معايير القيمة العادلة على تداعيات الأزمة المالية العالمية >>، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية

## قائمة المراجع

- العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، قسم المحاسبة، كلية العلوم الادارية والمالية، جامعة الاسراء، عمان، يومي 28- 29 أفريل 2009.
- 103- جحنيط مريم الشريف، مداخلة بعنوان: <<علاقة الالتزام بمعايير الحوكمة بالأزمة المالية العالمية>>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 104- حامدي محمد، مداخلة بعنوان: <<التأسيس النظري للأزمة المالية العالمية>>، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 105- حبشي فتيحة، مداخلة بعنوان: <<تحليل أسباب الأزمة المالية العالمية وسبل معالجتها>>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 14- 15 ديسمبر 2009.
- 106- حسين الجوارى مناضل عباس، الراجحي محسن عبد الله، مداخلة بعنوان: <<الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي>>، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول (التحديات والأفاق المستقبلية)، كلية العلوم الادارية والمالية، جامعة الاسراء الخاصة، عمان، يومي 28- 29 أفريل 2009.
- 107- حميدات وليد، عثمانة عبد الباسط، مداخلة بعنوان: <<الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الأردن والمنطقة العربية>>، المؤتمر الثاني للعلوم المالية والمحاسبية حول: مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة إربد الأردن، 28- 29 أفريل 2010.
- 108- خضيرات عمر ياسين، مداخلة بعنوان: <<الأزمات المالية العالمية (الآثار والمسببات)>>، المؤتمر الثاني للعلوم المالية والمحاسبية حول: مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة إربد الأردن، 28- 29 أفريل 2010.
- 109- الخطيب حازم، الطالب غسان، مداخلة بعنوان: <<أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق عمان المالي>>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 14- 15 ديسمبر 2009.
- 110- رددوري لحسن، خاطر طارق، مداخلة بعنوان: <<دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المالي>>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية

## قائمة المراجع

- والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 111- سحنون محمود، محسن سميرة، مداخلة بعنوان: << مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات >>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 112- سماعلي فوزي، مداخلة بعنوان: << أزمة القروض العقارية في الولايات المتحدة تتحول إلى أزمة مالية عالمية ( دور المبتكرات المالية في تفشي الأزمة وأهمية الأخذ بمقررات لجنة بازل) >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية ( تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاد الأوروبي والغربي)، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، يومي 10-11 أكتوبر 2009.
- 113- صالح محمد، بوخمخ عبد الفتاح، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية وآثارها الفعلية والمتوقعة على ظاهرة البطالة في البلدان العربية >>، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، جامعة منتوري، قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر، 2009.
- 114- الطاهر هارون، العقون نادية، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها >>، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والادارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، يومي 06-07 أبريل 2009.
- 115- عبد السلام بندي عبد السلام، برودي نعيمة، مداخلة بعنوان: << تسونامي الرهن العقاري أزمة مالية عالمية إلى أين وإلى متى >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية ( تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاد الأوروبي والغربي)، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، يومي 10-11 أكتوبر 2009.
- 116- العقون نادية، كردودي صبرينة، مداخلة بعنوان: << النظام المصرفي الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية >>، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية ( النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً )، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
- 117- علقمة مليكة، كتاف شافية، مداخلة بعنوان: << التمويل المهيكل وأدواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة >>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.



## قائمة المراجع

- 118- عيجولي خالد، مداخلة بعنوان: << فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة >>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 119- قاسي ياسين، زاوي عمر حمزة، مداخلة بعنوان: << دور البنوك الإسلامية في مواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية 2008 >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة، يومي 14-15 نوفمبر 2009.
- 120- كورتل فريد، رزيق كمال، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية >>، المؤتمر العلمي الثالث حول: الأزمة المالية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول (التحديات والآفاق المستقبلية)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن، يومي 28-29، أبريل 2009.
- 121- كورتل فريد، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية >>، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس لبنان، يومي 13-14 مارس 2009.
- 122- كورتل فريد، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية: التنبؤ بالأزمة، فرص الاستثمار المتاحة في ظلها والحلول الممكنة لمواجهتها >>، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 123- لافي مرزوك عاطف، مداخلة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية ونمط التنمية العربية بدائل لمشهد ما بعد الطوفان >>، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، يومي 14-15 ديسمبر 2009.
- 124- المطارنة بشار، الصافي وليد، مداخلة بعنوان: << الاقتصاد الإسلامي في مواجهة الأزمة العالمية بين النظرية والتطبيق >>، المؤتمر العلمي الثالث حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول (التحديات والآفاق المستقبلية)، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة، عمان، يومي 28-29 أبريل 2009.
- 125- المناصير علي فلاح، كساسبة وصفي عبد الكريم، مقالة بعنوان: << الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج >>، جامعة الزرقاء الخاصة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، عمان، 2009.

## قائمة المراجع

126- يحيوش حسين، لطرش سميرة، مداخلة بعنوان: >> مقارنة نظرية لطبيعة الأزمات في النظام الرأسمالي<<، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة، يومي 14- 15 نوفمبر 2009.

### IV. المذكرات والرسائل:

127- آيت بشير عمار، >> الأزمات المالية وإصلاح النظام النقدي الدولي ( مع دراسة الأزميتين المكسيكية والآسيوية )<<، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ( غير منشورة )، فرع النقود والمالية، قسم علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001/2000.

128- بادن عبد القادر، >> دور حوكمة النظام المصرفي في الحد من الأزمات المالية والمصرفية بالإشارة إلى حالة الجزائر<<، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة )، تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2007- 2008.

129- برودي نعيمة، >> التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية واتجاهات السوق<<، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: نقود، مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلسان، 2012- 2013.

130- بلجبلية سمية، >> أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996- 2006<<، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة )، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري قسنطينة، 2009- 2010.

131- بلورغي نادية، >> تداعيات أزمة منطقة اليورو على الشراكة الأوروبيةمتوسطة دراسة حالة الجزائر<<، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013- 2014.

132- بن الضيف محمد عدنان ، >> الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر اسلامية<<، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007- 2008.

## قائمة المراجع

- 133- بن حاسين بن اممر، << فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية - >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
- 134- بن دحان الياس الأزهر، << دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي ( دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي ) >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013.
- 135- بن عزوز عبد الرحمان، << دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة )، فرع: ادارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.
- 136- بن علي عبد الغاني، << أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، فرع: تحليل اقتصادي، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة دالي ابراهيم، الجزائر، 2009/2010.
- 137- بن عيسى عبد القادر، << أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في احداث الأزمة المالية العالمية ( دراسة حالة الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 ) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة )، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
- 138- بن لخضر مسعودة، << عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009 - 2014 >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- 139- بن مالك عمار، << المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء - دراسة حالة شركة إسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006 - 2010 >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة )، تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.
- 140- بهوري نبيل، << واقع أسواق الأوراق المالية العربية في ظل العولمة المالية ومتطلبات تفعيلها >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: الاقتصاد والمالية الدولية، جامعة يحي فارس المدية، 2010-2011.

## قائمة المراجع

- 141- بوبريمة احسان، << دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية ( دراسة حالة الاستثمارات المحفظية في الأردن 1996 - 2005)>>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، 2006-2007.
- 142- بوخلوف خليدة، <<عوائق تطور السوق المالية في الجزائر - دراسة حالة بورصة الجزائر ->>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2008/2009.
- 143- بوزيدي جمال، << دور سعر الفائدة في احداث الأزمات المالية >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، 2011/2012.
- 144- بوضياف عبير، << سوق الأوراق المالية في الجزائر >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS ( غير منشورة )، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
- 145- بوعالمي ياسين، <<الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها " دراسة بعض التجارب المغربية >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، الفرع: التحليل والاستشراف الاقتصادي، جامعة قسنطينة، 2009-2010.
- 146- بوعبد الله علي، << أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014.
- 147- بوكساني رشيد، << معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 148- جابو سليم، << تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ( دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001 - 2010 )>>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة)، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
- 149- حاج موسى نسيمة، << الأزمات المالية الدولية وأثارها على الاسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008 >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل

## قائمة المراجع

- شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: اقتصاديات مالية وبنوك، جامعة  
أحمد بوقرة بومرداس، 2008-2009.
- 150- حسين محمد الأسرج حسين عبد المطلب، << دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في  
مصر >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد (غير منشورة)، كلية التجارة قسم  
الاقتصاد، جامعة الزقازيق فرع بنها، مصر، مارس 2002.
- 151- حوحو فطوم، << سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية - دراسة حالة السوق المالي السعودي -  
>> ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص:  
اقتصاديات النقود-البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- 152- خزان عبد الحفيظ، << تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي ( دراسة  
سوق عمان للأوراق المالية من 2002 - 2013 ) >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة  
الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة  
محمد خيضر بسكرة، 2013-2014.
- 153- خضير عقبة، << أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة  
سوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية 2008-2013 >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير  
في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد  
خيضر بسكرة، 2014-2015.
- 154- دبار حمزة، << انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي - دراسة  
تحليلية وفق نموذج سووت- >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير  
منشورة )، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد  
خيضر بسكرة، 2012/2013.
- 155- زيد حياة، << دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من  
أسواق المال العربية ( الأردن، السعودية وفلسطين ) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل  
شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: الأسواق المالية والبورصات،  
جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015.
- 156- زيطاي سامية، << ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق  
المالية العربية >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، فرع:  
القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004.

## قائمة المراجع

- 157- ساعد ابتسام، << تقييم كفاءة النظام المالي الجزائري ودوره في تمويل الاقتصاد >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، فرع: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008-2009.
- 158- سرارمة مريم، << دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 - دراسة تحليلية - >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة ) ، تخصص: مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.
- 159- سلطان مونية، << كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني " دراسة حالة بورصة ماليزيا" >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: اقتصاديات النقود و البنوك والأسواق المالية ( غير منشورة )، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- 160- شرابي عماد الدين، << اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني ( دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في cac 40) >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة)، تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.
- 161- شريط صلاح الدين، << دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع امكانية تطبيقها على الجزائر >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- 162- صافي وليد أحمد، << سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية حالة تطبيقية سوق عمان المالي >>، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر، 1996-1997.
- 163- طالبى صلاح الدين، << تحليل الأزمات الاقتصادية العالمية ( الأزمة الحالية وتداعياتها - حالة الجزائر - ) >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2009/2010.
- 164- طبنى مريم، << واقع ومستقبل التجارة الخارجية للاتحاد الأوروبي في ظل الأزمات المالية 2002-2012 >> ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة بسكرة 2013/2014.
- 165- عطية حليلة، << دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: ( 2008-2013 ) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم

## قائمة المراجع

- الاقتصادية (غير منشورة )، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014.
- 166- العقون نادية، << العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج >> دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013/2012.
- 167- عوادي منير، << دور سوق الأوراق المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الفترة: ( 2010 - 2013 ) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014 - 2015.
- 168- عيجولي خالد، << وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية- دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير ( غير منشورة )، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006.
- 169- عيساوي سهام، << دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: اقتصاديات النقود و البنوك والأسواق المالية ( غير منشورة )، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014 - 2015.
- 170- كتاف شافية، << دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013 - 2014.
- 171- كرامة مروة، << انعكاسات الأزمة المالية العالمية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 200-2010 دراسة حالة الجزائر >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011 - 2012.
- 172- لطرش سميرة، << كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، جامعة منتوري قسنطينة، 2009 - 2010.

## قائمة المراجع

- 173- لعبادي نسيمة، << فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد مع دراسة حالة الجزائر >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2003-2004.
- 174- لعجالي زكية، << الاستثمار في الأسواق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2009-2010.
- 175- المانسبع رابح أمين، << الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة)، فرع نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2010/2011.
- 176- مباركي سامي، << فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمار دراسة مقارنة - الجزائر، المغرب وتونس >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، فرع اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2003-2004.
- 177- محسن سميرة، << المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية - دراسة حالة البنك BNP PARIBAS >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ( غير منشورة )، تخصص: بنوك وتأمينات، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006.
- 178- مشري فريد، << علاقة البنوك الاسلامية بالسوق المالي الاسلامي >>، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007-2008.
- 179- معمر شكري سعاد، << التقارير المالية للمراجع وآثارها على اتخاذ القرارات في ظل الأزمات المالية العالمية حالة تقرير المراجع حول سونلغاز >>، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير ( غير منشورة )، تخصص: مالية مؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2014-2015.
- 180- نصار محمد، << آليات تنشيط سوق الأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية ( دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة ) >>، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل ( غير منشورة )، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، غزة، 2006.

### V. التقارير والنشرات:

- 181- بورصة قطر، التقرير السنوي لسنة ( 2009-2010-2012-2013-2014).
- 182- سوق الدوحة للأوراق المالية " بورصة قطر"، نسب تعاملات المستثمرين لسنة ( 2008-2010-2011-2013-2014-2015).
- 183- سوق الدوحة للأوراق المالية "بورصة قطر"، نشرة التداول السنوية لسنة (2006-2014-2015).



## قائمة المراجع

- 184- سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة ( 2005-2006-2007-2008 ).  
185- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية المنشرة الفصلية، لسنة ( 2008-2012-2015 ).  
186- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية المنشرة الفصلية، العدد 49، 2007.

### VI. القوانين والقرارات:

- 187- القرار الوزاري رقم 08 لسنة 1997، << إصدار اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية >>، ( المواد: 1-2-5-8 ).  
188- القرار الوزاري رقم 10 لسنة 1999، << إصدار اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية >>، ( المواد: 6-7-31-32-48-52-76-77-78 ).  
189- القانون رقم 26 لسنة 2002، << تعديل بعض أحكام القانون رقم 14 لسنة 1995 بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية >>، المادة 02.  
190- القرار الوزاري رقم 11 لسنة 1999، << إصدار الهيكل التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية >>، ( المواد: 3-36-39 ).  
191- القانون رقم 14 لسنة 1995، << إنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية >>، (المواد: 01-04-05-08-11-12-16-17).  
192- القانون رقم 33 لسنة 2005، المتعلق << بشأن هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية >>، ( المواد: 02-03).  
193- القانون رقم 08 لسنة 2012، << بشأن هيئة قطر للأسواق المالية >>، ( المواد: 04-05-34).  
194- قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم 05 لسنة 2009، << إصدار نظام خدمات الأوراق المالية >>، المادة 05.

### VII. مواقع الانترنت:

- 195- الموقع الإلكتروني [www.almeezan.qa](http://www.almeezan.qa)  
196- الموقع الإلكتروني [www.qaradaghi.com](http://www.qaradaghi.com)  
197- الموقع الإلكتروني [www.sjc.gov.qa](http://www.sjc.gov.qa)  
198- الموقع الإلكتروني [www.mofa.gov.qa](http://www.mofa.gov.qa)  
199- الموقع الإلكتروني [www.qe.com.qa](http://www.qe.com.qa)  
200- الموقع الإلكتروني [lusail news.qa](http://lusail news.qa)

## قائمة المراجع

---

201- الموقع الإلكتروني [www.mubasher.info](http://www.mubasher.info)

202- الموقع الإلكتروني [www.souqaldoha.com](http://www.souqaldoha.com)

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

### \* **LES OUVRAGE**

203- Martaux Dider Martaux، << **les Marché de capitaux**>>، armand colin editeur، Paris، 2012.

204- Mouhoub salah ،<< **la crise financière mondiale**>>، la face cachée، ENAG Edition،Alger، 2010.