وزراة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة الدكتور يحي فارس المدية
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية

(دراسة حالة أزمة الرهن العقاري 2008)

مشروع مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد و مالية دولية

من إعداد الطالب:

بن طيب شينون

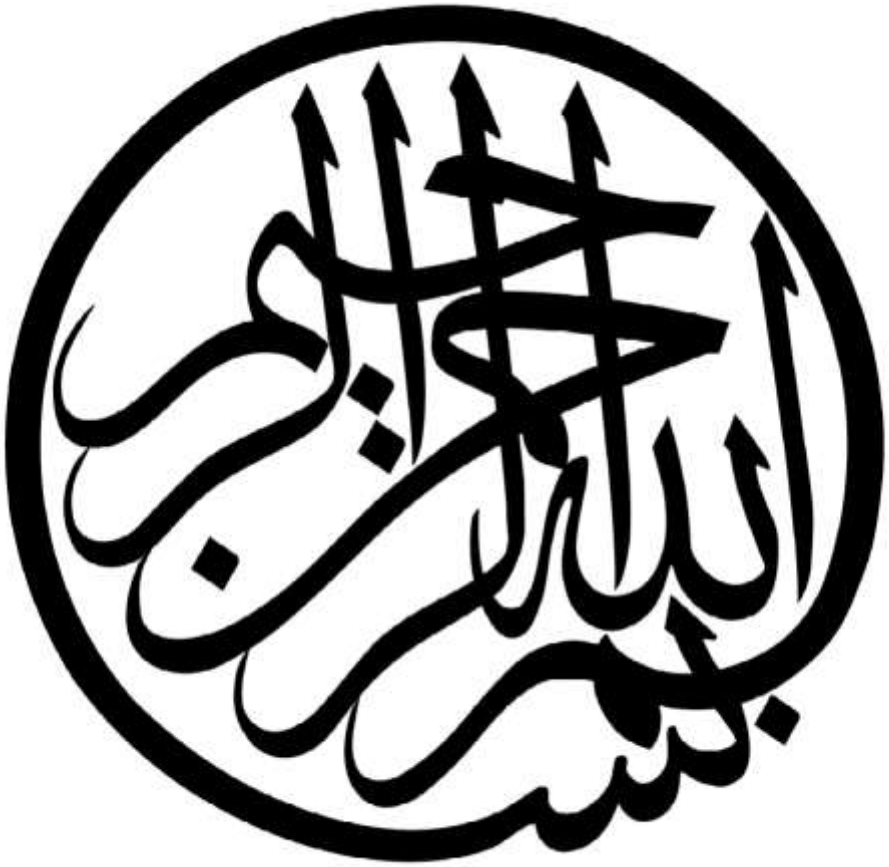
تحت إشراف الأستاذ:

أ.د.الصادق بوشنافة

لجنة المناقشة

أ . د/ محمد بويهي	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر	رئيسا
أ . د / الصادق بوشنافة	أستاذ التعليم العالي	جامعة المدية	مقررا
د / يوسف حميدي	أستاذ محاضر أ	جامعة المدية	عضوا
د / علي سماي	أستاذ محاضر أ	جامعة المدية	عضوا

الموسم الجامعي:
2015 -2014


بسم الله الرحمن الرحيم

تشكرات

قال تعالى: "..وقليل من عبادي الشّكور.."

قال صلّى الله عليه و سلّم :" من صنع إليكم معروفا فكافئوه، فإن لم تجدوا ما تكافئونه به فادعوا له حتى تروا أنكم قد كافأتموه"

بدءًا نحمد الله العلي القدير حمداً كثيرًا يليق بجلال وجهه و عظمة سلطانه لا تضاهى آلاءه و نعمه المصبغة و إن اجتهدنا لذلك، له الفضل والحمد والشكر سبحانه وتعالي

و نصلّي و نسلّم و نبارك على شفيعنا و نبيّنا محمد صلّى الله عليه و سلّم و بعد :

أتقدم بجزيل الشكر و التقدير و الاحترام إلى الأستاذ الدكتور المشرف:

الصادق بوشنافة

الذي قبل الإشراف على المذكرة فكان نعم المشرف في توجيهاته القيمة.

حفظه الله

كما أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة الموقرة وأتشرف بالتقيد بنصائحهم وتوجيهاتهم والى جميع أساتذة الجامعة .

وأخيرا أتقدم بالشكر إلى كل الأصدقاء والأصحاب الذين ساعدوني في انجاز المذكرة

جزآهم الله عنّا كل خير.

..و الله وليّ التوفيق

بن طيب شينون.

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى الوالدة حفظها الله و الوالد غفر الله له و إلى كل أفراد الأسرة كبيرا و صغيرا كل باسمه.

فهرس المحتويات

المحتوى	الصفحة
التشكرات	
الإهداء	
مقدمة عامة	أ
الفصل الأول: الإطار النظري للأزمات المالية العالمية	**01**
مقدمة الفصل	**02**
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأزمة المالية	**03**
المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية و مراحلها	**03**
المطلب الثاني : أنواع وخصائص الأزمات المالية	**06**
المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية وآثارها	**10**
المبحث الثاني:نماذج للأزمات المالية الحديثة	**19**
المطلب الأول : أزمة وول ستريت 1929م	**19**
المطلب الثاني: أزمة وول ستريت 1987	**22**
المطلب الثالث: أزمة المكسيك1994م	**26**
المطلب الرابع: الأزمة الآسيوية 1997	**29**
خاتمة الفصل	**33**
الفصل الثاني: واقع الأسواق المالية العربية	**34**
مقدمة الفصل	**35**
المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية	**36**
المطلب الأول: وظائف و تقسيمات الأسواق المالية	**36**
المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية	**40**
المطلب الثالث: قياس درجة تطور أسواق رأس المال	**42**
المطلب الرابع: أدوات التحليل في الأسواق المالية	**46**
المبحث الثاني: ماهية الأسواق المالية العربية	**48**
المطلب الأول:نشأة الأسواق المالية العربية	**48**

المطلب الثاني:سمات الأسواق المالية العربية..... **63**
المطلب الثالث :حجم ونشاط الأسواق المالية العربية..... **65**
المبحث الثالث : التطوير والربط بين البورصات العربية..... **68**
المطلب الأول:معوقات التطوير والربط بين بورصات الأوراق المالية العربية..... **68**
المطلب الثاني:إمكانيات الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية ومتطلبات ذلك..... **71**
خلاصة الفصل..... **74**
الفصل الثالث: أثر أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية العربية..... **75**
مقدمة الفصل..... **76**
المبحث الأول: أزمة الرهن العقاري..... **77**
المطلب الأول: ماهية الأزمة الاقتصادية المالية العالمية وأهم أسبابها..... **77**
المطلب الثاني: آثار الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية..... **86**
المطلب الثالث: آثار أزمة القروض الرهنية على الاقتصاديات العربية..... 93
المطلب الرابع: الحلول المقترحة لمعالجة الأزمة..... 96
المبحث الثاني : أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية..... **105**
المطلب الأول :أزمة 1987 وتأثيرها على أواق المال العربية **105**
المطلب الثاني: تحليل الأسواق المالية العربية خلال الفترة(2007-2008)..... **108**
المبحث الثالث: معامل الارتباط كدليل لانتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى البورصات العربية... **116**
المطلب الأول: دراسة معامل الارتباط..... **116**
المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها..... **119**
خاتمة الفصل..... **131**
خاتمة عامة..... **132**

المراجع
الملاحق

فهرس الجداول

عنوان الجدول	الصفحة
الجدول(1-1): المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات	09
الجدول (2-1): نسب التغيرات في قيم المؤشرات ل 22 دولة – أكتوبر 1987-	23
الجدول (3-1) : خسائر الثروات على اثر انهيار أسعار البورصات أكتوبر 1987.	25
الجدول(1-3): يبين مدى انخفاض المؤشر العام في أهم البورصات العالمية	91
الجدول رقم(2-3):أسعار الدولار الأمريكي اتجاه العملات الرئيسية خلال الفتـرة 2001-2007	93
الجدول(3-3): بعض الإجراءات المعلن عنها من طرف الدول الصناعية لدعم الاقتصاد الحقيقي خلال سنة 2008	102
الجدول(4-3): ملخص عدد الشركات المنخفضة و المرتفعة خلال سنة 2008	114
الجدول(5-3): نسبة تغير مؤشر AMF و SP500	117
الجدول(6-3): مصفوفة معاملات الارتباط خلال فترة ما قبل الأزمة (2003-2007)	118
الجدول(7-3): مصفوفة معاملات الارتباط خلال فترة الأزمة (2008)	119
الجدول(8-3) : مصفوفة معاملات الارتباط خلال الفترة 2009-2010	122
الجدول(9-3): معامل الارتباط بين المتغيرات الداخلية و المتغير الخارجي	126
لجدول(10-3): مصفوفة معاملات ارتباط مؤشرات بورصات الخليج خلال فترة الاستقرار	127
الجدول(11-3): مصفوفة معاملات ارتباط مؤشرات بورصات الخليج خلال فترة الأزمة	127
الجدول(12-3):مصفوفة معاملات ارتباط مؤشرات بورصات الخليج خلال الفترة 2009-2010	127

فهرس الأشكال

عنوان الشكل	الصفحة
شكل (1-1): أنواع الأزمات المالية	10
الشكل (2-1): دورة حياة الأزمة	12
الشكل (3-1): أسباب الأزمة المكسيكية	28
الشكل(1-3): تطور معدل الفائدة خلال الفترة (2001-2008)	99
الشكل(2-3): نسبة تطور مؤشرات البورصات العربية و بعض مؤشرات البورصات المتقدمة خلال فترة الدراسة	108
الشكل (3-3): الهروب نحو النوعية	111
الشكل(4-3): تطور نسبة تغير المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لكل شهر خلال سنة2008.	113
الشكل(5-3): تطور مؤشرات البورصات العربية خلال الفترة (2003-2008)	120
الشكل(6-3): تطور مؤشرات البورصات المتقدمة خلال الفترة (2003-2008)	120
الشكل(7-3): تطور مؤشر صندوق النقد العربي لسنة 2009	123
الشكل(8-3): تطور مؤشر صندوق النقد العربي لسنة 2010	124
الشكل(9-3): تطور مؤشرات البورصات العربية خلال الفترة (2009-2010)	125
الشكل(6-3): تطور مؤشرات البورصات المتقدمة خلال الفترة (2009-2010)	125

مقدمة عامة

مقدمة عامة

تعتبر الأسواق المالية في العصر الحديث محور اهتمام الاقتصاديين وشغلهم الشاغل وهنالك أسباب لهذا التوجه ظهرت في معظمها خلال العقود الماضية، وأهمها قلة الموارد المالية في الكثير من دول العالم، وارتفاع مديونية هذه الدول إلي مستويات فاقت كل التقديرات وبالتالي اتجاه الأنظار إلي القطاع الخاص وما يمكن أن تقدمه الأسواق المالية في خضم هذه التغيرات الاقتصادية الدولية حيث شهد العالم على المستوى الاقتصادي في الفترة الأخيرة أزمة مالية خطيرة سميت بأزمة (الرهن العقاري) كانت قد عصفت باقتصاديات وأدت إلى إفلاس عدة مستثمرين (شركات، بنوك ...).

ورغم أن ظاهرة الأزمات الاقتصادية قديمة فلقد شهد القرن العشرين عددا من الأزمات المالية التي شملت بتأثيراتها عددا كبيرا من الأسواق المالية في دول عدة ، بداية بأزمة الكساد العظيم التي حدثت في عام 1929 ومرورا ليوم الإثنين الأسود 19 أكتوبر 1987 الذي اعتبره المحللون أقرب ما يكون إلي انهيار بورصة نيويورك بل يمكن القول إنه في ذلك اليوم أصيبت الأسواق المالية العالمية في نيويورك وفرانك فورت وباريس ولندن بانهيار أقل ما يوصف به أنه تاريخي ، نظرا لهبوط مؤشرات البورصات بنسب كبيرة من قيمتها، ثم عادت الكرة وفي الذكرى العاشرة للاثنين الأسود وفي أكتوبر 1997 دخلت النمور الأسيوية في أعنف أزمة مالية مرت بها منذ بدأت مسيرتها نحو النجاح الاقتصادي مع مطلع الستينات وكان قد سبقتها عدد من الدول دخلت تحت إطار الأزمة مثل المكسيك والأرجنتين (1994 – 1995) وجنوب إفريقيا 1996، ثم عادت الأزمة لتؤثر على بعض الدول نتيجة أحداث 11 سبتمبر 2001 بأمريكا.

مما لاشك فيه أن الأسواق المالية أصبحت جزءا لا يتجزأ من اقتصاد معظم الدول باختلاف مستوى تطورها ، لذالك يمكن أن نسلم بأن السوق المالية تؤثر على الاقتصاد وتتأثر به فهي توفر للاقتصاد الأموال الضرورية للاستثمار وتقوم بتعبئة المدخرات وتعمل على التخصيص الفعال للموارد ومتابعة أداء الشركات، وتتأثر بالاقتصاد حيث أن أدائها مرتبط بالمحيط الاقتصادي المتواجدة فيه.

الإشكالية:

في هذا الإطار وللإحاطة بموضوعنا الذي هو الأزمات المالية الدولية ومدى تأثيرها على الأسواق المالية العربية نحاول تبسيط المقصود بالموضوع من خلال الإشكال التالي :

مع هذه الأزمات والانهيارات الاقتصادية كبر الخوف وانتشر الفزع وكثرت التساؤلات عن الأسباب والتأثيرات وعما يمكن أن يحمله الغد من مشكلات أو بالأحرى انهيارات جديدة خاصة في الأسواق المالية العربية ، نظرا لاتساع الموضوع حاولنا التركيز على أزمة الرهن العقاري من خلال الإشكالية التالية: **ما أهم الأزمات المالية التي مر بها العالم ؟، وما مدى تأثير أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية العربية ؟.**

على أساس الإشكالية هناك جملة من الأسئلة الفرعية تطرح نفسها والتي سنحاول الإجابة عليها من خلال الدراسة وهي:

- ماهي اهم الأزمات المالية التي مرت بها معظم الدول من خلال المسح التاريخي لها والنظر في أسبابها ومظاهرها؟ والمراحل التي مرت بها ؟
- ما هو واقع الأسواق المالية العربية؟
-كيف تأثرت أسواق المال العربية في ظل الأزمة الأخيرة (أزمة الرهن العقاري) ؟

إن دراستنا تتمثل في البحث في هذه التساؤلات وللإجابة عليها طرحنا الفرضيات التالية :

الفرضيات :

-إن الأزمة المالية هي نتيجة تفاعل عدة عوامل منها المتعلقة بطبيعة النظام الرأسمالي ومنها ما هو ظرفي(مثلا ضعف الرقابة والشفافية).

- تتصف الأسواق المالية العربية بصغر حجمها و قلة تداول رؤوس الأموال فيها.
- تعتبر الأسواق المالية العربية امتدادا للأسواق المالية الدولية.
- لأزمة الرهن العقاري تأثيرات معنوية على البورصات العربية أكثر منها حقيقية.

أسباب اختيار الموضوع :

لقد جاءت أسباب اختيار هذا الموضوع على النحو التالي:

– في الحقيقة جاء سبب اختيارنا للكتابة في هذا الموضوع نتيجة اطلاعنا على حقائق جديرة بالدراسة بصفتنا طلبة اقتصاد، وذلك بنوع جديد لتحليل الفكر الاقتصادي في مجالات عدة منها مجال مالية ونقود وبنوك والذي يشكل تخصصنا الدراسي.

– يمكن الاستفادة من هذا الموضوع للراغبين في التطلع على مدى تأثير الأزمات المالية على الأسواق المالية العربية.

– إن الأزمة المالية أثبتت منذ بداية انتشارها أنها أزمة عارمة لم يعرف النظام الرأسمالي مثلها منذ نشأته، تؤثر بصورة كبيرة ومباشرة على كل تكوينات الاقتصاد الحقيقي، وشملت تداعياتها حتى المجالات الاجتماعية والسياسية، لذلك فهذه الأزمة جديرة بالاهتمام والتحليل.

–رغم محدوديتها ، فإن أسواق الأوراق المالية العربية تعتبر شديدة الحساسية تجاه أي تغيرات تحدث في الأسواق المالية العالمية، وخاصة الأمريكية والأوروبية، وعليه، سيتم تحليل طبيعة مثل هذه الأسواق ومعوقاتها، ومدى تأثرها بتداعيات الأزمة المالية العالمية.

أهمية الموضوع :

يعود الاهتمام بهذه المسألة إلي عدد من الأسباب الجوهرية أهمها:

– لقد أصبحت الأزمات المالية تشكل خطر كبير على اقتصاديات دول العالم لذالك وجب علينا كطلبة النظر في الأزمات السابقة ومحاولة دراسة وتفسير الأزمات المالية المعاصرة.

– ومما زاد من أهمية الموضوع التطورات المتسارعة في الأسواق المالية العربية وخاصة الخليجية منها وعلاقتها الوطيدة بسرعة انتقال الأزمات المالية بين الدول، كما أن غالبية الدول العربية تبنت خلال السنوات الأخيرة برامج الإصلاح الاقتصادي .

المنهج المتبع:

لقد اعتمدنا في دراسة موضوعنا على المنهج التاريخي في سرد الوقائع التاريخية، والمنهج الوصفي التحليلي الإحصائي في تحليل الفرضيات للإجابة على التساؤلات وإشكالية البحث.

دراسات سابقة:

نذكر منها :

1-أوكيل نسيمة، **الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا** ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر 2008. تناولت في هذه الدراسة كيفية إيجاد مؤشرات و دلائل تنبؤنا بقرب حدوث أزمة مالية و كيف يتم الاستفادة من الأزمة المالية الآسيوية للتقليل من الآثار السلبية .

2- بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها** ، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006. تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى أهم المعوقات التي تعترض تطور الأسواق المالية العربية.

3-العقون عبدالسلام، **الأزمة المالية العالمية 2008 و آليات إدارتها** ، رسالة ماجستير في علوم التسيير بجامعة المدية 2009. تناول الباحث حقيقة الأزمة في سنة 2008 وأنجع الآليات الكفيلة بالإدارة الفعلية لها.

في دراستنا هذه نحاول معرفة مدى ارتباط الأسواق المالية العربية بالأسواق المالية العالمية أي المتقدمة وتأثير الأزمة الأخيرة على هذه الأسواق (العربية والعالمية).

هيكل البحث:

بناءا على ماسبق قسمنا عملنا هذا على أسس مبسطة جدا تتسم بالموضوعية إلي ثلاثة فصول:

- تناول **الفصل الأول** الجوانب النظرية للأزمات الاقتصادية أي الخلفية النظرية للبحث وذالك بالتطرق إلى المفاهيم المتعلقة بدراسة الأزمات الاقتصادية من خلال تعريف الأزمة وأنواعها، وقنوات انتشارها والمؤشرات الاقتصادية اللازمة لدراستها ، ومن ثمّ التطرق إلى نماذج من الأزمات الحديثة أسبابها ونتائجها.

- في **الفصل الثاني** قمنا بدراسة واقع الأسواق المالية و ذلك بإعطاء تعريف للأسواق المالية بصفة عامة ثم دراسة واقع الأسواق المالية العربية و مدى تطورها و سبل الربط بينها.

- في **الفصل الثالث** تطرقنا إلى أزمة الرهن العقاري ومدى تأثيرها على أسواق المال العالمية و كذا الاقتصاديات العربية وصولا الى تأثيرها على أسواق المال العربية.

الفصل الأول

الإطار النظري للأزمات المالية العالمية

مقدمة الفصل

لا تعتبر الأزمات المالية ظاهرة حديثة بأي حال ، بل أنها تخضع في كثير من الأحيان لنفس القوى التي طالما مارست تأثيرها في مختلف الأزمات، غير أنه يبدو بالفعل أن الابتكارات المالية وزيادة التكامل بين الأسواق المالية العالمية خلال العقدين الماضيين من القرن السابق قد أضافا بعض العوامل والمخاوف الجديدة لدرجة أنه على الرغم من وجود بعض الاختلافات في أوجه الشبه بين تلك الأزمات ، إلا أن تلك التي وقعت في السنوات الأخيرة قد اختلفت عما سبقتها في الوقوع في نواح هامة ، و أخلت بالدعائم الاقتصادية لدول العالم، نظرا لحدتها و الآثار التي خلفتها لتشمل كل من الدول النامية و الدول المتقدمة نتيجة للانفتاح الاقتصادي و المالي، مما دفع بحكومات هاته الأخيرة و المنظمات المالية الدولية و الإقليمية البحث عن سبل معالجة هذه الأزمات و العمل من أجل تجنب الوقوع مثيلاتها في المستقبل.

ويمكن لنا القول إن انتشار الأزمات وأثارها المعدية قد بدا أكثر وضوحا وأبعد أثرا عن ذى قبل، لذالك قسمنا هذا الفصل إلي:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأزمة المالية

المبحث الثاني:نماذج للأزمات المالية الحديثة

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأزمة المالية

يشهد العالم تغيرات كثيرة في جميع النواحي، ولعل ما نحن الصدد التكلم عنه ما يحدث في الأسواق المالية نتيجة ما يسمى بالأزمة المالية العالمية، حيث لم تصبح محل اهتمام الأكاديميين والمتخصصين فقط، بل أيضا كافة أفراد المجتمع بدءا من رجال السياسة وصانعي القرارات على مستوى الدولة إلى رجال الأعمال وصولا إلى الرجل العادي البسيط.

فلقد كانت لهذه الأزمات وقعا كبيرا على الاقتصاديات الدولية وأثرا رهيبا على مستوى الأسواق العالمية، والأنظمة المصرفية، وكأنما وباء يعم الأمة فيأتي على الأخضر واليابس.

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية و مراحلها

إن صياغة تعريف دقيق للأزمة المالية ليس بالأمر الهين وبالرغم من أن العديد من المؤلفين قد حاولوا وصف النتائج الوخيمة لمثل هذه الأزمات لكن نجد أن القليل منهم قد حاول إعطاء تعريف دقيق، محدد ومضبوط لهذه الظاهرة وتبيان طبيعتها.

أولا:ماهية الأزمات المالية

استنادا لكتاب (V.pareto) "cours d'économie politiques" عرف الأزمة المالية أنها عبارة عن نموذج أو تغير كبير تعرف كل أو بعض قيم المتغيرات المالية التالية:عرض السندات والأسهم وأسعارها، الطلب على القروض،حجم الودائع البنكية وسعر الصرف اختلال كبير واضطراب عميق ومفاجئ[1].

ومن ثم فمصطلح الأزمة المالية يقترن بتغير (انخفاض) معتبر لقيم هذه المتغيرات المذكورة سابقا، إن هذه الأزمة (والتي تعني الانخفاض السريع والشديد للكميات والأسعار التي تقيس النشاط البنكي والمالي) تتميز بظهور الميل نحو التهرب،والتخلي عن الأصول المملوكة آنفا وذلك في محاولة لتغير طبيعتها وتحويلها.

1 _ ايت بشير عمار، **الأزمات المالية وإصلاح النظام النقدي الدولي**، رسالة ماجستير،كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2000-2001، ص 1.

في الحقيقة فإن مثل هذا التصرف يعكس رغبة المستثمرين في الحصول على أصول جديدة يعتبرون أنها تحتوي على ميزتين غير موجودتين في الأصول القديمة، التي في حوزتهم من قبل:

* **القبول والقدرة على التفاوض** : أي إمكانية استبدالها بسرعة وبدون أي قيد أو أجل.

* **السيولة** : أو بمعنى آخر القدرة على استبدالها دون تكبيد خسارة في رأس المال،وانطلاقا من هذه الفكرة يقترح E.BARTHOLON تعريف ثاني للأزمة المالية والتي يعتبر أنها عبارة عن"ارتفاع شديد وسريع في الطلب على النقود لأغراض احتياطية"

من خلال ما سبق يمكن القول أن "الأزمة المالية هي اضطراب يصيب النظام المالي ويتميز بانخفاض أسعار الأصول المالية،القروض،الودائع البنكية، وسعر الصرف"،ويقترن كل هذا بإفلاس الوسطاء الماليين والمدينين،وميل المستثمرون للبحث على السيولة أكثر فأكثر، وذلك من خلال التهرب والتخلي عن الأصول الموجودة آنفا لديهم واستبدالها بأصول أخرى،إن هذه الأزمة تنتشر عبر النظام المالي وتؤدي إلى تثبيط قدرة هذا النظام على تخصيص رؤوس الأموال بشكل فعال في الاقتصاد،هذا وقد تأخذ الأزمة المالية بعدا دوليا إذا تعدى الاضطراب الحدود الوطنية.

ثانيا: مراحل الأزمة المالية

حاول (M.Bordo) أن يعد تسعة مراحل تصف تسلسل وقوع الأزمة المالية وهي على التوالي:

المرحلة الأولى: ظهور تغير في التوقعات بشكل عام، والذي عادة ما يصطحب بظهور مخاوف حول الوضع الاقتصادي ففي القديم كان هذا التغير قد ينجر من أحداث واقعية أو فعلية (كالحرب أو قلة المحصول أو الغلة ....إلخ) أو ظواهر نقدية (كارتفاع أسعار الفائدة ..إلخ).

المرحلة الثانية: ظهور المخاوف حول ملاءة بعض الهيئات المالية، وقد تكون حالة عدم القدرة على الدفع هذه،ناتجة عن سوء التسيير، أخطاء في التنبؤ، مخاطرة مبالغ فيها أو نقص في السيولة الموجودة في جل النظام بشكل عام.

المرحلة الثالثة : ظهور الميل لتحويل الأصول الحقيقية والأصول المالية غير السائدة لجعلها على شكل نقود (تحويل طبيعة الأصول التي سبقت الإشارة إليه)، الأمر الذي ينجر عنه انخفاض في أسعار الأصول وارتفاع في أسعار الفائدة (أزمة سيولة).

المرحلة الرابعة : تصبح بعض البنوك التجارية والهيئات الأخرى، والتي كانت قادرة على الدفع في حالة عدم الملاءة ويعزى هذا إلى انخفاض قيمة حوافظها المالية، الراجع بدوره إلى ارتفاع مبيعات الأصول، وتعتبر هذه النقطة غاية في الأهمية حيث يعتبر عجز البنوك والوسطاء الماليين الآخرين مرحلة أساسية في الأزمة وانتشارها.

المرحلة الخامسة : يتولد عن حالة عدم الملاءة في النقطة السابقة ظهور إقبال كبير وسريع أو اندفاع المودعين نحو البنوك كذلك فالإقبال الكبير والسريع للمودعين نحو بنوك معينة قد يؤدي إلى ظهور هلع بنكي فالمودعون بشكل عام يتخوفون من تكبد خسائر معتبرة في ودائعهم البنكية لاسيما في حالة إفلاس البنوك فمن ثم فهم يحاولون تحويل ودائعهم إلى نقود قانونية.

المرحلة السادسة : يؤدي السحب البنكي إلى ارتفاع الطلب على النقود، فنسبة الودائع على النقدية الموجودة لدى الجمهور تقل، كما نجد أن البنوك تخفض من نسبة الودائع إلى الاحتياطات وذلك بتخفيض حجم القروض التي تقدمها قصد تحسين مستوى سيولتها ومن جهة أخرى فإفلاس البنوك يؤدي في حد ذاته إلى التقليل من الودائع.

المرحلة السابعة : ويعرف النشاط الاقتصادي الحقيقي (الإنتاج) انخفاضا، نفس الشيء يقال عن الاستثمار والمستوى العام للأسعار وذلك من جراء انخفاض عرض النقود.

المرحلة الثامنة : انخفاض مستوى الأرباح وقيم صافي الأصول والذي يتزامن مع ارتفاع عدد حالات الإفلاس.

المرحلة التاسعة: ظهور أزمة مديونية ناتجة عن انخفاض أسعار الأصول أثناء عمليات التصفية من جهة، وانخفاض المستوى العام للأسعار من جهة أخرى.

أما الأسباب والعوامل الهيكلية التي تسهم في الأزمات المالية فتشمل:[1]

[1] - عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي،**العولمة المالية وإمكانات التحكم (عدوى الأزمات المالية)**، دار الفكر الجامعي،2003، ص 83 .

1- مشاكل ديون القطاع الخاص وضعف جودة القروض.
2- ارتفاع الالتزامات الخارجية في الدول المقترضة.
3- ضعف الأداء الاقتصادي ومشاكل ميزان المدفوعات.
4- المضاربة على العملات.
5- التغيرات التكنولوجية في أسواق رأس المال.
6- نقص الثقة في قدرة الحكومة على حل مشاكلها بنجاح.

المطلب الثاني : أنواع وخصائص الأزمات المالية

نتناول في هذا المطلب أنواع الأزمات والمؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات

أولا: أنواع الأزمات

بالرجوع إلى الأزمات المالية التي حدثت في كثير من الدول نجدها لا تخرج عن الأنواع الآتية.[1]

1- أزمة النقد الأجنبي

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة، عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطاته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.

و يميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات" الطابع القديم " أو "الحركة البطيئة" و بين الأزمات ذات "الطابع الجديد"، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق و الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة.

[1]- مجلة التمويل و التنمية ديسمبر 2002 ،ص.60

أما في الحالة الثانية فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات لجزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاما أو خاصا) يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحررا وتكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف.

2- الأزمة المصرفية

تحدث الأزمات المصرفية عندما يكون اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك، أو إخفاق البنوك إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، و تميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتا أطول من أزمات العملة، و لها آثار أقسى على النشاط الاقتصادي، وقد كانت الأزمات نادرة نسبيا في الخمسينات والستينات بسبب القيود على رأس المال و التحويل، و لكنها أصبحت أكثر شيوعا منذ السبعينات، و تحدث بالترادف مع أزمة العملة.

ففي تجربة عينة من ستة بلدان في أمريكا اللاتينية (الأرجنتين، كولومبيا وجمهورية الدومنيكان، إكوادور، المكسيك، الاروغواي)، عانت من أزمات على مدى السنوات العشر الماضية ، توضح مدى ضخامة تأثير ذلك وطابعه المفاجئ، ففي خلال عام واحد من أزماتها الخاصة زادت نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في المتوسط ب40%، وتمثل التكاليف المالية الأولية لتسوية الأزمات المصرفية نحو 20% من تلك الزيادة.

وهكذا فإن الأزمة المصرفية تستطيع في فترة قصيرة جدا أن تبطل قدرا كبيرا من المكاسب التي تحققت بفضل الإدارة الاقتصادية الكلية الرشيدة (خاصة المالية) على مدى سنوات كثيرة، كما حدث على سبيل المثال في جمهورية الدومنيكان.[1]

3- أزمة الديون

تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث و من ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، و يحاولون تصفية القروض القائمة.

[1]–مجلة التمويل والتنمية،العدد سبتمبر 2004 ،مقالة ل:ج، اجيستن وآخرون، ص 1.

و قد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، و إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

إن هذه الأنواع من الأزمات وان اختلفت طبيعتها فهي تشترك في نفس الخصائص التالية:

-التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها و قوى المصالح المؤيدة لها أو المعارضة لها.

- المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد.

- إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة أو متصارعة.

- إنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عالي وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها.

-بما أن الأزمة تمثل تهديدا لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فان مجابهتها تعد واجبا مصيريا.

-إن مواجهتها تستوجب خروجا عن الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية.

- إن مواجهة الأزمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.

ثانيا: المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات:

يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية التعرض لأزمات وصدمات في نوعين كما يبينهم الجدول التالي:

الجدول(1-1): المؤشرات الاقتصادية للتعرض للأزمات

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية البنيوية
ارتفاع معدل التضخم	نظام جمود معدلات التبادل
نمو سريع في التدفق النقدي	إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات
انخفاض حقيقي لنمو الصادرات	قطاع التصدير أكثر تركيزا
النمو السريع في الاعتمادات المحلية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	ارتفاع معدل التغير في الديون الخارجية
ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض	ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل
ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	تحرير سوق المال الحديث
نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية	إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها
ارتفاع معدل الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة	أسواق المال مضمونة بأصول مالية أو عقارية
انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي	سيطرت بعض المؤسسات على سوق الأسهم

المصدر:عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم – عدوى الأزمات المالية – دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص 39.

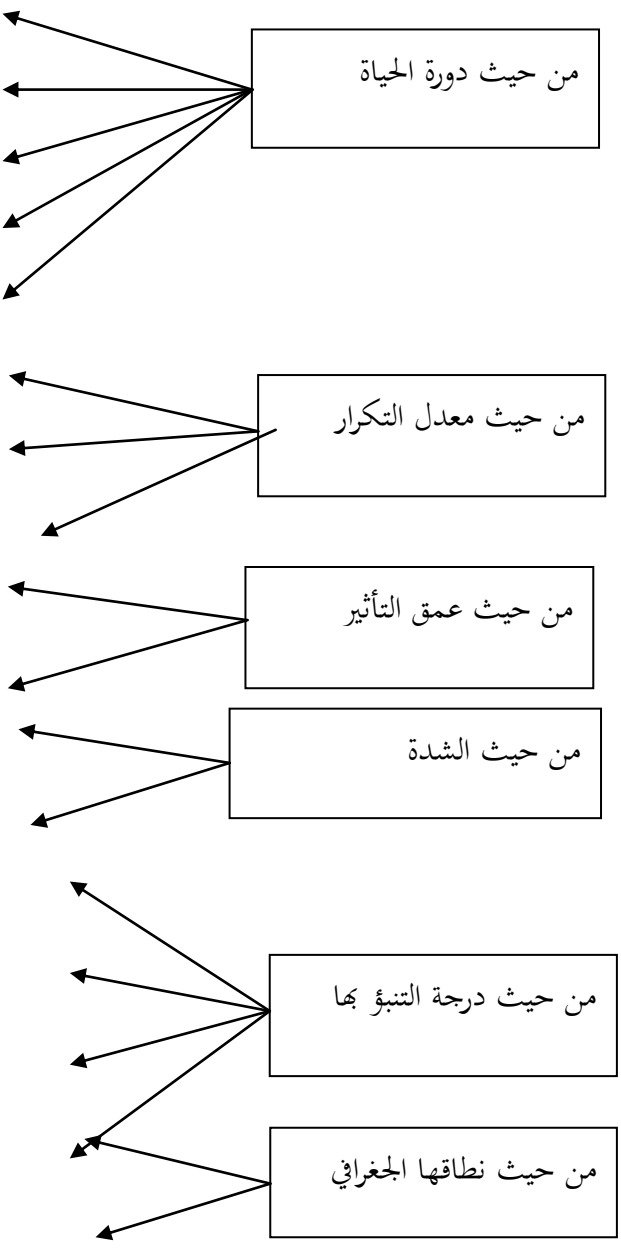
المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية وآثارها

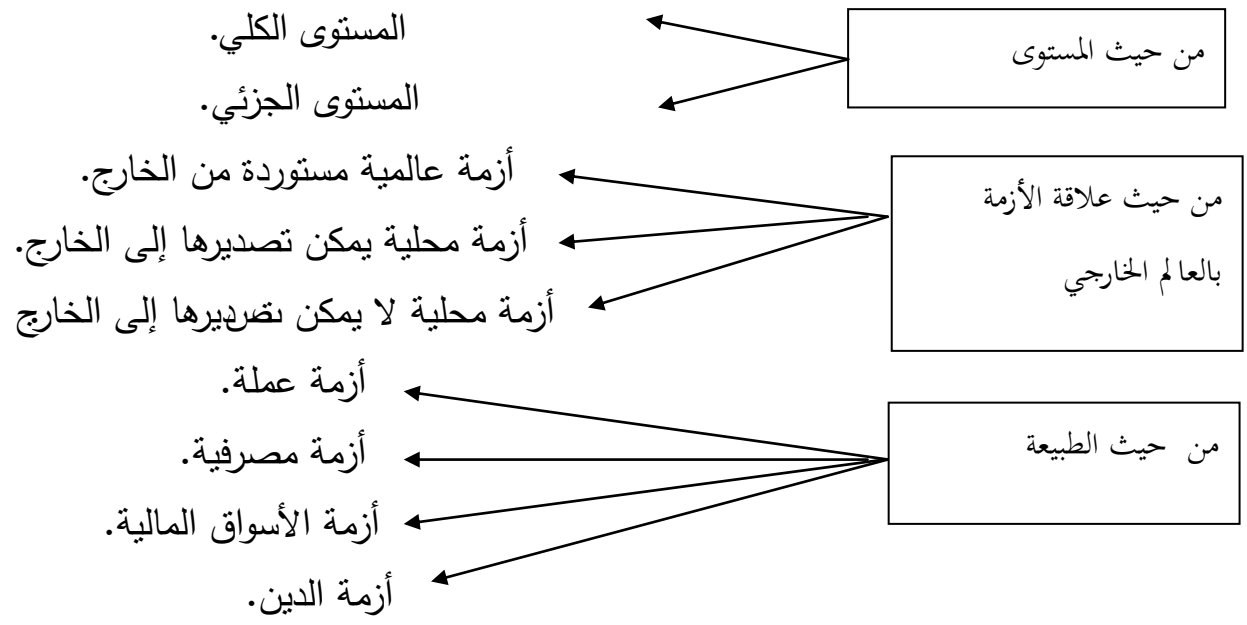
إن معرفة نوع ومدى تطور الأزمات المالية يعطي أهمية قصوى في متابعتها وإمكانية إدارتها، خاصة بالنسبة لمتخذي القرارات.

ولكن لمعرفة مدى حِدّة الأزمة يجب معرفة نوع الأزمة ومن أجل ذلك لدينا مختلف التصنيفات والمعايير التي أساسها تصنف هذه الأزمة والتي يمكن إيجازها في الشكل التالي:

أولا: تصنيفات الأزمة المالية

شكل (1-1): أنواع الأزمات المالية.





المصدر: تم إعداد هذا الشكل بالاستناد إلى: عقون عبد السلام ، الأزمة المالية العالمية 2008، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، جامعة المدية، 2009. ص 7.

ويمكن إيجاز أهم المفاهيم الخاصة بالتصنيفات المذكورة مسبقا فيما يلي:

أولا: حسب دورة حياة الأزمة، وتنقسم حسب هذا المعيار إلى خمسة أنواع هي:

- **مرحلة الميلاد:** تبدأ الأزمة الوحيدة في الظهور الأول مرة في شكل مبهم وينذر بخطر غريب غير محدد المعالم أو المدى أو الحجم الذي سيصل إليه ويرجع هذا إلى اتساع نطاق المجهول في الأزمة وغياب الكثير من المعلومات حول مسبباتها.[1]
- **مرحلة النمو والاتساع:** يتعظم فيها الإحساس بالأزمة ولا يستطيع متخذ القرار إنكارها نظرا لوجود ضغط مباشر، فضلا عن دخول أطراف جدد إلى مجال الإحساس بالأزمة وهنا على متخذ القرار التدخل لإفقادها روافدها، المحفزة والمقوية لها.

- **مجال الإحساس بالأزمة،** وهنا على متخذ القرار التدخل لإفقادها روافدها المحفزة والمقوية لها.[1]

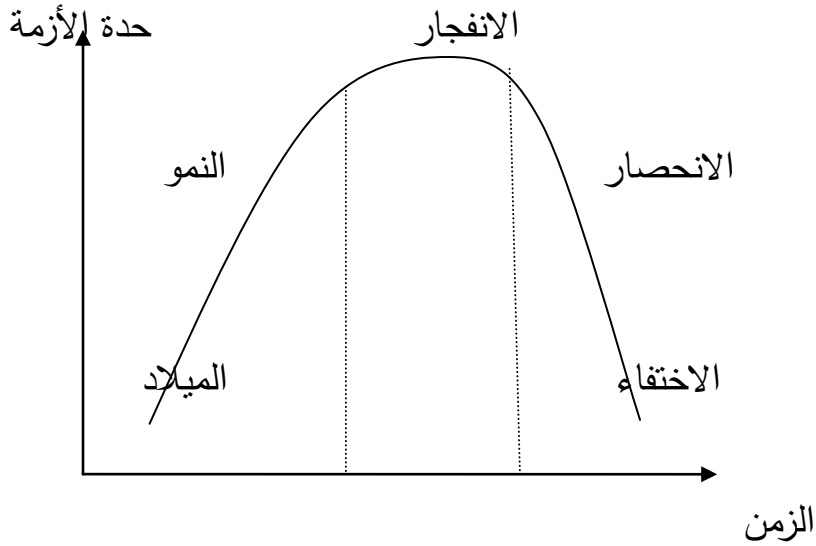
[1]– محسن أحمد الخضيري، إدارة الأزمات، ط1، مرجع سابق ص 144-148.

[1] - البحيري صورية بنت مسلم، إدارة الأزمات في المدارس المتوسطة، مجلة العلوم التربوية والدراسات الإسلامية، 2006، عدد 18، متاح على الرابط : .www.drsmy.com/adara تاريخ الإطلاع: 2014/08/21، ص 8-9.

- **مرحلة النضج** : تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما يخفف متخذ القرار في التعامل مع العوامل التي حركت الأزمة والمتغيرات المسببة لها، وفي هذه المرحلة تصل إلى أقصى قوتها وعنفها، يصعب حصولها.
- **مرحلة الانحصار** : وتصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تتفتت بعد تحقيها هدف التصادم العنيف، وعندما يتم مجابهتها، بعد انفجارها. للتخفيف من أضرارها والتقليص من شدة آثارها، مع الإشارة إلى أن بعض الأزمات تتجدد عندما تفشل المجابهة في تحقيق أهدافها.
- **مرحلة الاختفاء:** تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تفقد بشكل كامل قوة الدفع المولدة لها، أو لعناصرها. ومن ثم تتلاشى مظاهرها وينتهي الاهتمام بها وينتهي الحديث عنها إلا باعتبارها حدث تاريخي انحصر وانتهي.

ويمكن إيجاز دورة حياة الأزمة في الشكل التالي:

الشكل (2-1): دورة حياة الأزمة.



المصدر: محسن أحمد الخضيري، إدارة الأزمات،مجموعة النيل العربية ، ط1، القاهرة، مصر ، 2002، ص 142.

ثانيا: من حيث معدل التكرار، وتنقسم حسب هذا المعيار إلى نوعين:

- أزمات دورية متكررة: تتسم بالتكرار والدورية وهي تحدث في دوارة اقتصادية يسهل التنبؤ بها، ومن أمثلتها الأزمات المالية التي فتكت بالأسواق المالية الناشئة والأزمات المرتبطة بالدورة الشرائية.

- أزمات غ دورية: هذه الأزمات عشوائية الحدث لا ترتبط في حدوثها بأسباب دورية متكررة، ومن ثم لا يسهل التنبؤ بها، وهي تحدث نتيجة عوامل متعددة، وإن كانت تحدث فجأة ودون إسباق إنذار.[1]

ثالثا: من حيث عمق التأثير، وتنقسم حسب هذا المعيار إلى نوعين:

- أزمات سطحية: أزمات لأشكال خطورة شديد، تكون خفيفة التأثير ولا تستغرق وقتا طويلا وتنتمي بمجرد التعامل مع أسبابها، قد تمس قطاع معين، ونطاق جغرافي محدود.
- أزمات عميقة: تكون تأثيراتها شديدة، وتتميز باتساع مجالها من قطاع لآخر وانتشار عدواها من دولة لأخرى مثل أزمة1987[2]

رابعا: من حيث درجة التنبؤ بها، وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:

- **أزمات مفاجئة:** وهي التي تحدث فجأة دون سابق إنذار، وهي الأكثر خطورة وأشدها، حيث أن الخسائر المترتبة عليها تكون أكثر جسامة وخاصة في ظل عدم توفر الوقت الكافي لجميع المعلومات لوضع خطة المعالجة الأزمة.
- **الأزمات المتراكمة:** وهي تلك التي يكون بالإمكان ترفع حدوثها، حيث أن عملية تشكلها وتفاعل أسبابها قد تأخذ وقتا طويلا قبل انفجارها. تسبقها مجموعة إشارات تنذير بوقوعها، وتعد مقدمة لأزمة فعلية محتملة.
- **الأزمة الزاحفة:** تلك الأزمات التي تستمر لعدة شهور أو سنوات أهمها ما يعرف بالأزمات المصداقية سواء الناتجة عن الإشاعات أو سبب تقصير. وخطأ ما من المنظمة، فهي تنمو ببطء.
- الأزمة الضمنية: زهي أخطر الأنواع وأشدها تدميرا للكيان الإداري فهي أزمة غامضة، غريبة في أسبابها وعناصرها وأطرافها، وعوامل تفاقمها، فهي خفية لكن ملموسة النتائج والآثار بشكل كبير.

خامسا: من حيث الشدة، ويتم تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:

---

1 محسن أحمد الخضيري، مرجع سابق، ص ص149-156.

2- عقون عبد السلام، مرجع سابق، ص 10.

- أزمات عنيفة: أزمات بالغة الشدة والعنف، تهز الكيان، وتجتاح كل شيء، لا سبيل للتصدي لها، مثلا أزمات الإضراب العام عن العمل.
- أزمات هادئة خفيفة: تبدو عنيفة بعض الشيء بالنسبة للقائمين بها، إلى أن تأثيرها يكون خفيفا ويسهل معالجته بمجرد معرفة أسبابها، ومن ثم التعامل معها.[1]

سادسا: من حيث نطاقها الجغرافي، وتصنف حسب هذا المعيار إلى:

- أزمات محلية: تقع ضمن نطاق جغرافي محدود، قد يكون ضمن مجال دولة واحدة مثل أزمات الأسواق الناشئة في كل من الأرجنتين والمكسيك.
- أزمات دولية: تمس إقليم كامل بحيث تبدأ بالعدوى والانتشار من دولة إلى دول أخرى مثل أزمة جنوب شرق آسيا أو عالمية مثل أزمة 2008.[2]

سابعا: من حيث المستوى، وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:

- **أزمات على المستوى الكلي** : يصب هذا النوع من الأزمات الدول ككل ويتأثر المجتمع ككل لكونه متصل بأدائه، وهي أزمات شاملة سواء من حيث الأسباب أو النتائج ومن أهم هذه المجالات: البنيان الاقتصادي للدولة، الأداء الاقتصادي للدولة.
- **أزمات على المستوى الجزئي:** يحدث على مستوى مشروعات أو وحدات إنتاجية وبالتالي، تأثيرها على تمدد على خارج نطاق هذه الوحدات، وإذا لم تعالج فستحول إلى أزمة كلية على مستوى الدولة.

ثامنا: من حيث علاقة الأزمة بالعالم الخارجي.

بوجود عالم يصعب فيه عزل لدول عن بعضها البعض بفعل تيار العولمة ولا وجود لفواصل تمنع من مرور تأثيرات الأزمة و بالتالي يمكن تقسيم الأزمات من هذا المنظار إلى:

[1] - محسن أحمد الخضيري، مرجع سابق، ص 156.

[2] - عقون عبد السلام، مرجع سابق، ص 9.

- **أزمات مستوردة من الخارج:** إن ما ينتج عن الكيانات الكبرى و علاقات التبعية يجعل على الدول النامية عبئ تنقل الأزمات إليها و تحمل ما افرزنه هذه الأزمات و التي تكون اشد وطأة أكثر من الدول الكبرى.
- **أزمات محلية يمكن تصديرها إلى الخارج:** كلما كانت الدول النامية متكتلة كلما استطاعت أن تعالج أزماتها و مشاكلها بنقلها إلى الخارج و تحميل الكبرى عبئ هذه الأزمات.
- **أزمات محلية لا يمكن تصديرها إلى الخارج:** لا يتعدى حدود الدولة ، كثيرا ما تقتصر على جزء معين من الدولة، و منها المعالجة محلية.

تاسعا: من حيث الطبيعة، و تنقسم حسب هذا المعيار إلى:

- **الأزمة المصرفية:** تحدث عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة أو مفاجئة في طلب سحب الودائع فيما يقوم البنك باستثمار جميع ودائعه و يقوم بالاحتفاظ بنسبة بسيطة لمواجهة عملية سحب الودائع، فلن يستطيع الاستجابة لهذه الحالة من السحب و هنا تقع أزمة السيولة.[1]

و إذا ما حدثت هذه المشكلة و امتدت إلى بنوك أخرى فتسمى هنا بأزمة مصرفية.

تسمى الأزمة المصرفي أيضا بأزمة الذعر المالي. و تحدث في حالة ما إذا أخفقت البنوك في القيام بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل أو إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي مثلا وتميل إلى الاستمرار لوقت أطول.[2]

- **أزمة سعر الصرف:** يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تحصل إحدى هجمات المضاربة على عملة ما ، ما يؤدي إلى انخفاض قيمتها والى الهبوط الحاد بنسبة 25%. فترغم البنك المركزي على التدخل للدفاع عن العملة ببيع جزء من احتياطاته أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.[3] و تسمى هذه الأزمة بأزمة ميزان المدفوعات.

---

1 – عبد الله شحاتة، **الأزمة المالية**، مقال متاح على الرابط:

www.pidegget.org./arabic/azma.doc تاريخ التحميل:2014/07/15، ص5.

[2] - اوكيل نسيمة،**الأزمات المالية و امكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها** ،أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2008، ص ص 4-5.

[3] - كريستان ملدر، **تحديد مكان التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات**، مجلة التمويل و التنمية، تصدر عن صندوق النقد الدولي، العدد4،ديسمبر2002،ص6.

و يمكن أن نلتمس هذه الأزمة من خلال اتجاه الأفراد نحو تحويل موجود اتهم المالية و النقدية بالعملة الوطنية إلى عملة أجنبية. و لها مثال عن ذلك أزمة جنوب شرق أسيا 1997. و على الرغم من أن قرار تعويم أو سعر صرف العملة الوطنية يبدو تطوعيا إلا انه ضروري تتخذه السلطات النقدية في حالة وجود قصور في تدفقات راس المال الأجنبي، آو تزايد في التدفقات الخارجية.[1]

- **أزمة الأسواق المالية:** تحدث نتيجة ما يعرف بالفقاعات، حيث سرعان ما تنفجر فتؤدي إلى تدهور مؤشرات الأسواق المالية، و يصاب أصحاب الأوراق المالية بالذعر فيقومون ببيع آو لراقهم المالية حتى بأدنى الأسعار و هذا ما يحدث تدهورا في أسعار الأسهم و السندات. و أثار سلبية على قطاع الإنتاج ما ينجم عنها سلبيت و ما يجعلنا أمام أزمة الأسواق المالية عند انهيار مؤشرات البورصة بأكثر من 20% لمدة ثلاثين يوما متتاليين على ما كانت عليه المؤشرات قبلا.
- **أزمة الدين:** هي أزمات تعني أن بلد أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على السداد سواء خدمة الديون الخارجية أو الديون نفسها.

و هناك مجموعة من العوامل الداخلية أو الخارجية أدت إلى تفاقم مثل هذه الأزمات مثل العجز في الميزانية العامة أو ميزانية الدولة بالإضافة إلى عجز ميزان المدفوعات هذا بالإضافة أيضا إلى تدهور شروط التبادل التجاري.[2]

تحدث أزمة الديون نتيجة أما توقف المقترض عن السداد أو اعتقاد المقرضين أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث و بالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة و يحاولون تصفية القروض القائمة. بالإضافة إلى الإفراط في الطلب الكلي.[3]

و تجدر الإشارة في الأخير أن هذه الأزمات المالية تتسم بدرجة كبيرة من الترابط بينها أو التتابع و قد تتزامن.[1]

---

[1] - محمد حمزان، **مفهوم الأزمة المالية و أنواعها**، مقال منشور على الرابط: www.syriaeconomic.com تاريخ التحميل 2014/08/13، ص 1.

[2] – العباس بلقاسم، **الأزمات المالية و النماذج المفسرة لها**،المعهد العربي للتخطيط، الكويت، متاح على الرابط http://www.arabapi.org/course32.htm.9 تاريخ التحميل 2014/8/4، ص

[3] –كريستان ملدر ، **مرجع سابق**،ص08.

ثانيا: آثار الأزمة المالية.

يترتب على دخول الاقتصاديات في حلقة الأزمات أثار سلبية تؤثر على الفرد والاقتصاد عامة ، و يمكن تلخيص أهم الانعكاسات التي تحدثها الأزمات في شتى المجالات:

- حدوث انكماش اقتصادي حاد في الدول التي تعرضت للازمات.
- تناقص التدفقات الرأسمالية إلى هذه البلدان.
- إفلاس المؤسسات المالية و المخاطر الناجمة عن ذلك.
- زيادة عدوى انتقال هذه الأزمة إلى بلدان أخرى.
- ضياع مدخرات المودعين و ثرواتهم.
- ضعف الثقة في النظام المصرفي باعتباره وسيطا بين المدخرين و المستثمرين.
- توقف الكثير من المشاريع التي تعتمد في تمويلها على المؤسسات المالية المتعثرة، كما أن الكثير من الشركات لن تجد التسهيلات الائتمانية المطلوبة للحصول على متطلباتها التمويلية، فيرتفع معدل إفلاس الشركات، مم يؤدي إلى ارتفاع البطالة.
- تباطؤ معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي و انخفاض قيمة الأصول الرأسمالية ، مم يدخل النظام الاقتصادي في معضلة خصوصا عندما تستخدم هذه الأصول كضمان للقروض المصرفية.

- عدم ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد الوطني ، و إذا كانت لديهم استثمارات مباشرة أو غير مباشرة في محافظ الأوراق المالية فأنهم يسرعون إلى سحبها مما يشكل ضغط على أرصدة العملات الأجنبية و بالتالي يؤدي إلى تدهور أو انهيار قيمة العملة الوطنية.[1]

---

[1]–عاطف وليم اندراوس، **السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر،دون سنة نشر، ص181.

[1]– عقون عبد السلام ، مرجع سابق، ص 12. أنظر كذلك مجيب محمد محسن، تطوير مؤشرات للتنبؤ بالأزمات المالية، متاح على الرابط: cbl.gov.ly/pdf : //http تاريخ التحميل 2014/8/28، ص 5.

المبحث الثاني:نماذج للأزمات المالية الحديثة

لقد شهد العالم موجات متتالية من الأزمات المالية التي شملت بتأثيراتها عددا من الأسواق المالية في مختلف دول العالم و أدت في غالب الأحيان إلى إحداث ثغرات ضخمة في الاقتصاديات الدولية، و تعتبر أزمة الزبانق أول أزمة مالية عرفها التاريخ سنة 1934م، لتتوالى بعدها الأزمات في شكل دوري، لم يسلم منها أي من الاقتصاديات سواءا المتقدة مثل أزمة الكساد العظيم سنة 1929م، أو المتخلفة مثل أزمة المكسيك.

المطلب الأول : أزمة وول ستريت 1929م.

بعد الأزمة التي اجتاحت الدول خلال الحرب العالمية الأولى شهدت فترة ما بعد الحرب نوعا من الاستقلال النسبي.بفضل الإصلاحات و التعديلات التي أدخلت على الأنظمة النقدية التي كانت سائدة قبل الحرب، لكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى.[1] وظهرت الاختلال في شتى المجالات نتيجة انفجار أزمة 1929م.

أولا: تقديم أزمة 1929م

إن الاستقرار الذي سبق الأزمة أدى إلى استفادة المواطنين من زيادات سواء في الدخول أو المستوى المعيشي و الاقتصادي عن طريق سياسات إقراض سهلة، هذا الرخاء أدى بالمواطن الأمريكي إلى التوسع في الاقتراض من اجل شراء مختلف المواد الاستهلاكية أو الأصول المالية ، و نتيجة الأوضاع المذكورة انصبت المضاربة على أسواق الأوراق المالية، هذا ما أدى إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية سنة 1924م، و دام هذا الازدهار لمدة خمس سنوات إلى أن وصلت أعلى مستوياتها في 24 أكتوبر وارتفع مؤشر "داوجونز" ارتفاعا شديدا لم يسبق له مثيل. بحيث انتقل المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة بنسبة ارتفاع مقدارها 273% و من ثم بدأت مرحلة الانحسار.[2]

بنفس اليوم (الثلاثاء الأسود)، انهارت سوق الأوراق المالية في وول ستريت ونيويورك بحيث بيعت في هذا اليوم كميات كبيرة من الأوراق المالية الذي أدى إلى انهيار أسعارها إلى الحضيض.[3] ما أدى إلى فقدان و خسارة المستثمرين في عمليات السوق حوالي 200 مليار دولار، و إفلاس حوالي 3500 مصرف في يوم واحد، و قد بلغت أسعار الأوراق المالية أقصاها في سبتمبر 1929 ب 216 دولار، ثم بدا الانخفاض إلى أن وصل سنة 1932 إلى 34 دولار، و كانت أزمة 1929 شاملة مست كل العالم وجميع المجالات الاقتصادية و كانت الأكثر عنفا.

ثانيا: أسباب أزمة 1929

---

[1] – مروا ن عطون، **الأسواق النقدية و المالية – البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و القرض**، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون ، الجزائر، 2000، ص100.

[2]– بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها**، رسالة دكتوراهغير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005–2006، ص 179.

[3]–رمزي زكي، **انفجار العجز، الموازنة العامة للدولة في ظل المنهج الانكماشي و المنهج التنموي**، دار المدى للثقافة و النشر، دمشق، ط1، 2000، ص35.

هناك عدة أسباب تضافرت و أدت إلى حدوث أزمة 1929، و ساعدت بعد ذلك في تفاقمها، و من بين أهم الأسباب ما يلي:

1- البيع على المكشوف حيث يقوم المضاربون ببيع أسهم لا يملكونها بأسعار محددة مسبقا ثم يعاودون شراءها بعد انخفاض أسعارها، ليسلموها للمشتري بعد جني الأرباح، فقد أدى انتشار هذا النوع من البيوع و بشكل فوضوي إلى حدوث الأزمة و تعميقها.[1]

2- البيع الظاهري هو نوع من التعامل أو الخداع، و يتمثل في اتفاق بين مجموعة من المتعاملين لبيع و شراء ورقة مالية معينة بينهم، و هذا لإغواء المتعاملين الآخرين بان هناك أرباح تجنى من وراء هذه العملية.

3- الشراء بغرض الاحتكار هو شراء بعض المضاربين لكافة الأوراق المالية الموجودة في السوق، بغرض الاحتكار و السيطرة على البورصة، و بيعها بأسعار مرتفعة من جهة أخرى.

4- الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم حيث ارتفعت بشكل كبير و غير طبيعي و يعود ذلك للأسباب التالية:

* التصريحات المتفائلة من أصحاب الشركات بشان الأسعار.
* وفرة المدخرات و سهولة الاقتراض لشراء الأسهم.
* التأخر في رفع معدلات الخصم من طرف البنوك الأمريكية.[2]

ثالثا: آثار أزمة 1929

باعتبار الأزمة أزمة كساد عظيم، فانه من الطبيعي أن تنجر عليها آثار بحجمها و في جميع المجلات، فقد أدت إلى إفلاس الكثير من الشركات و البنوك، و تفشي

[1] - بن ثابت علال، **الأسواق المالية بين مظاهر التجديد و الأزمات**، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003، ص ص 86-87.

[2] - عقون عبد السلام ، مرجع سابق ، ص15.

البطالة و انخفاض الطلب على السلع و الخدمات، و تدني الأسعار ، كما أن حجم الاستثمار قد تقلص بشكل كبير.[1]

و نتيجة لإحجام المقرضين عن منح الائتمان، لكونهم لم يتمكنوا من تحصيل حقوقهم من المدينين الذين عجزوا عن الوفاء بالتزاماتهم، و من ثم واجهت البنوك صعوبات أو بالأحرى أزمة سيولة نتيجة عجزها عن مجابهة سحب الزبائن لودائعهم مما نجم عنه إغلاق العديد من البنوك، و نوجز أهم آثار الأزمة فيما يلي:

* تسببت في زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بكامله، و كان لها صفة دورية لارتباطها بأزمات الدورية الاقتصادية.

* استمرت هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا، أربع سنوات.

* عمق وحدة هذه الأزمة بشكل استثنائي، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا انخفضت الودائع لدى البنوك بمقدار 33%، كما أفلس من بداية 1929 إلى منتصف 1933 أكثر من 10000 بنك أي حوالي 40% من البنوك الأمريكية. و كان ظهور هذه الأزمة في الأسواق المالية من خلال انهيار أسعار الأوراق بنسبة 90% في الولايات الأمريكية و 66% في ألمانيا.

* الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة، نتيجة انخفاض الطلب على رؤوس الأموال و نقص العرض .

* رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، و في نفس الوقت التدهور الكبير للقدرة الشرائية في معظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العمة و موازين المدفوعات و انخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية.

* نتج عن أزمة الائتمان الدولي الطويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية منها ألمانيا و النمسا.[2]

---

[1] – احمين شفير، ترجمة محمد لخضر بن حسين، **الأزمات الاقتصادية، فعلها ووظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة و النامية الجزائر**، المعهد الوطني للثقافة العمالية و بحوث العمل، 1995، ص73.

[2] - مروان عطون ، مرجع سابق ، ص ص 101-103.

و بتاريخ 1933/3/6 تم غلق كافة البنوك بأمر من الرئيس الأمريكي آنذاك "روزفلت" و بعد أسبوع تم السماح للبنوك التي تتمتع بمستوى عالي من السيولة بمزاولة نشاطها.

المطلب الثاني: أزمة وول ستريت 1987

في بداية الثمانينات عرف سعر صرف الدولار تحسنا ملحوظا اتجاه العملات الأخرى، مما اضطر كل من الدول الأوروبية و اليابان إلى رفع أسعار فائدتها للتخفيف من الضغوطات على عملاتها، و في عام 1985 قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتخفيض أسعار الفائدة بهدف دفع سعر صرف الدولار إلى الانخفاض و بصفة عامة شهدت الفترة ما بين 1976 و 1986 تحسنا ملحوظا في الأسواق المالية. لكن هذا الوضع لم يستمر كثيرا مع انفجار أزمة 1987.[1]

أولا: تقديم الأزمة 1987: حدثت يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987، حيث بدأت هذه الأزمة يوم الأربعاء 14 أكتوبر بتسجيل انخفاض في أسعار الأوراق المالية بكل من فرنسا، نيوزلندا، اسبانيا، ثم انتقل الانخفاض إلى الأسواق الأمريكية . غير أن الانخفاض الحقيقي هو ذلك الذي حدث في اللحظات الأولى للافتتاح يوم الاثنين الأسود و ذلك بحدوث الخلل في ميزان العرض و الطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط وإنما حتى في سوق العقود المستقبلية و قد نشا هذا الخلل جراء سيل من أوامر البيع التي لم يسبق لها مثيل مما أدى إلى انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية.

فقد مؤشر داوجونز 508 نقطة، في ذلك اليوم أي ما نسبته 21.6% من مستواه وهبطت أسعار أسهم نيويورك بنسبة 26% و لقد بلغت الخسائر 800 مليار دولار توزعت بنسب 22%و 17% ، 15%و 12% على التوالي و على المراكز المالية التالية: لندن وطوكيو و فرانكفورت و امستردام.[2]

الجدول (2-1): نسب التغيرات في قيم المؤشرات ل 22 دولة – أكتوبر 1987-

البيان	بالعملة المحلية	بالدولار

[1]- مروان عطون، نفس المرجع ، ص ص 169-190.

[2]- عقون عبد السلام ، مرجع سابق ، ص ص 16-17.

استراليا	41.8-	44.9-
النمسا	11.4-	5.8-
بلجيكا	23.2-	18.9-
كندا	22.5-	22.9-
الدنمارك	12.5-	7.3-
فرنسا	22.9-	19.5-
المانيا	22.3-	17.1-
هونغ كونغ	45.8-	45.8-
ايرالندا	29.6-	25.4-
ايطاليا	16.3-	12.9-
اليابان	12.8-	7.7-
ماليزيا	39.8-	49.3-
المكسيك	35.00-	37.6-
هولندا	23.3-	18.1-
نيوزيلاندا	29.3-	36.00-

المصدر: هندي منير إبراهيم ، الأوراق المالية و أسواق راس المال، نشاة المعارف للتوزيع، الإسكندرية،2006، ص590.

من خلال الجدول السابق نلاحظ ما يلي:[1]

* خلال سنة 1987 كانت الاتجاهات مختلفة لكن مع حدوث الأزمة و خلال شهر اكتوبر فقد كانت الأسعار ذات اتجاه تنازلي.

* بمقياس الدولار، كان أداء سوق اليابان خلال 1987 متميزا، إذ سجل فيه المؤشر ارتفاعا بلغ 41.4% أما سوق نيوزلندا فقد سجل انخفاضا قدره 23.7%

* بالنسبة للمكسيك المؤشر المحسوب على أساس الدولار تحسن قليلا 15.5% مقارنة بالمؤشر المحسوب بالقيمة المحلية.

ثانيا: أسباب الأزمة :إن أزمة 1987 قد ساهمت فيها العديد من الأسباب مثلها مثل باقي الأزمات والتي ساعدت أيضا في زيادة حدتها وعمقها. و من أهمها:

1- أسباب تتعلق بكفاءة السوق

* الانهيار نتيجة انعكاس لردود الأفعال المبالغ فيها حيث تتابعت موجات المضاربة للشراء اللاعقلاني في أوساط المتعاملين في البورصة و انتقال المدخرين من الاستثمارات الحقيقية إلى الاستثمارات المالية.

[1]- هندي منير ابراهيم ، مرجع سابق، ص 590.

* الانهيار عبارة عن تصحيح الأوضاع السابقة، أي ارتفاع أسعار الأسهم إلى قيم تفوق بكثير قيمتها لتعود إلى المستويات التي ينبغي أن تكون عليها.

* انتشار المعلومات التي تدل على أزمة توشك على الوقوع بسبب استمرار العجز في ميزان المدفوعات الأمريكية.[1]

2- أسباب أخرى بالإضافة إلى الأسباب المذكورة هناك أسباب أخرى تمثلت فيما يلي:

- ارتفاع أسعار الأوراق المالية بمعدلات كبيرة منذ 1982 بسبب إقبال المستثمرين على شراء الأوراق المالية، كما انتقل المدخرين من الاستثمارات الحقيقية إلى الاستثمارات المالية بغرض المضاربة و تحقيق الأرباح.ففي بورصة نيويورك نمت الأسعار خلال الفترة 1982-1987 بحوالي 250% و في بورصة طوكيو بحوالي 287% و في بورصة لندن ب 253%.
- لجوء البنك الفدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة على سندات الخزينة من 8.25 %إلى 9.75% من اجل تمويل عجز موازنة الدولة مما أدى إلى انفجار حرب أسعار الفائدة دوليا حيث أقدمت كل من اليابان و الدول الأوروبية على رفع أسعار الفائدة على الودائع و السندات لمنع هجرة رؤوس الأموال.[2]
- اعتماد الأسواق المالية الدولية على التكنولوجيا مثل أجهزة الكمبيوتر و برمجتها على البيع و الشراء و التغيرات التي تحدث. و التي من المفروض أنها تعتمد على جهاز إنذار العجز في الميزان التجاري الأمريكي فانه نتيجة هبوط سعر صرف الدولار ما بين 26 % 42% الذي كان من الفروض أن يخفف من عجز الميزان التجاري ويعزز من منافسة السلع اليابانية فقد حدث العكس حيث بلغ العجز حتى عام 1987 حوالي 114 مليار دولار.تدهور سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية بنسب

[1]- عقون عبد السلام ، مرجع سابق، ص 19.

[2]- الداوي الشيخ، **الأزمة المالية انعكاساتها و حلولها**، مداخلة مقدمة ضمن مؤتمر "الأزمة المالية العالمي و كيفية علاجها من منظور النظام لاقتصادي الغربي و الإسلامي ، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، بتاريخ 14مارس2009 تاريخ التحميل: 2014/7/13 ، متاح على الرابط :، صhttp://www.jinan.edu.lb/conf/money/3/pdf6

متفاوتة ، حيث بلغ الانخفاض مقابل الين الياباني 42%، و مقابل المارك الألماني 32%، و لقد كان احد أسباب رفع سعر الفائدة على الدولار.[1]

ثالثا: نتائج الأزم ة: بعدما درسنا سابقا قيمة الانخفاض الذي حدث في مختلف المؤشرات، و أن الانخفاض الذي وصلت إلي هذه الأزمة كانت أكثر حدة من أزمة 1929.سنوضح في الجدول التالي أهم الخسائر التي تعرضت إليها اكبر الدول نتيجة انهيار مؤشرات الأسواق المالية.

الجدول (4-1) : خسائر الثروات على اثر انهيار أسعار البورصات أكتوبر 1987(مليار دولار).

الدول	خسائر الثروات	رأس المال السوقي	الدولة	خسائر الثروات	رأس المال السوقي
الولايات الأمريكية	690	3170.9	**هونغ كونغ**	41.8	96.7
اليابان	348.5	2764.1	**سويسرا**	37.7	163.4
بريطانيا	2.7	815.9	**هولندا**	24.7	100.1
استراليا	83.8	208.3	**اسبانيا**	25.5	84.4
كندا	60.1	266	**ايطاليا**	19.2	127.1
فرنسا	49.4	196.7	**المكسيك**	11.7	30.1

المصدر: تم إعداد هذا الجدول بالاستناد إلى: عقون عبد السلام، مرجع سابق، ص21.

و بالرغم من العالم استعاد عافيته ، بحيث لم يتسبب هذا الانهيار في الحد من استهلاك العائلات على النحو الذي يتقلص معه حجم الاستثمار لقلة الادخار مما كان يمكن أن يساعد على انتشار البطالة و الكساد، و قد تمكنت البورصات بعد ذلك من استعادة أنفاسها، من خلال العودة إلى مستويات الأسعار التي كانت قبل الانهيار.[2]

المطلب الثالث: أزمة المكسيك1994م

بداية مع عام 1988 اتبعت المكسيك برنامجا من اجل تحقيق الاستقرار. متضمنا سياسة مالية و نقدية انكماشية، بالإضافة إلى القيام بعدة إصلاحات اقتصادية و تحرير

1- عقون عبد السلام، مرجع سابق، ص 20.

2- عقون عبد السلام، مرجع سابق ، ص 21.

المبادلات التجارية لسوقها المالي. و رفع القيود على الاستثمارات الأجنبية و قامت أيضا بربط سعر صرف البيزو بالدولار، و انخفض معدل التضخم على نحو كبير و كذلك جذبت المكسيك كميات كبيرة من احتياطي الصرف الأجنبي لزيادة الاستثمارات الأجنبية تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل[1]، حيث بلغ التدفق على المكسيك سنة 1994م حوالي 104 مليار دولار، و مع ازدهار الاقتصاد ما بين 1988 و 1993، فقد كان بتغير نظام سعر صرف تدريجيا إلى نظام تميز بالتحرك البيزو في نطاق محدد من 1% إلى 9%من 1991 إلى 1993.[2]

لكن لانخفاض القيمة الاسمية للعملة لم يكن كافيا لمنع ارتفاع قيمة البيزو العقيقية التي ارتفعت ب 35% من 1990 إلى 1993. نتيجة التحسن الاقتصادي. و في التدفقات الرأسمالية.

أولا: انفجار الأزمة

رغم التحسن الاقتصادي و تضاعف احتياطي الصرف في المكسيك من 6.3 مليار دولار نهاية 1989 إلى 25.1 مليار دولار نهاية 1993. إلا انه في نفس الوقت ارتفع العجز في ميزان المدفوعات الذي كان مصدره العجز في الميزان الجاري من حوالي 3.2% سنة 1990 إلى 6.6% سنة 1193. و بعد الارتفاع في احتياطي الصرف لجأت السلطات النقدية إلى سياسة تعقيم التدفقات الرأسمالية إلى المكسيك، و ذلك بإصدار أذونات خزينة القصيرة المدى بعملة البيزو.

و استمرت التدفقات الرأسمالية خاصة بعد أن وافق الكونغرس الأمريكي 1993م على اتفاقية التجارة الحرة و انضمام المكسيك إليها.[3]

بالإضافة إلى ذلك فان الاختلاف في أسعار الفائدة المطبقة في المكسيك على الأسعار المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية، أدى إلى توجه رجال الإعمال إلى الاستثمار في المكسيك لكنها 75% منها استثمارات مالية (وهمية) و 25% حقيقية

[1] – محمد صالح القريشي، **المالية الدولية**، دار الوراق للنشر و التوزيع، ط1، عمان ، الاردن، 2007،ص ص238-239.

[2] – عقون عبد السلام، مرجع سابق، ص22.

[3] – بوكساني رشيد، مرجع سابق ، ص ص 163-164.

ونتيجة توجه الأموال إلى الأسواق المالية المكسيكية أدى هذا إلى زيادة المضاربة فيها مما أدى إلى مضاعفة لأسعار الأسهم أربع مرات خلال ثلاث سنوات.[1]

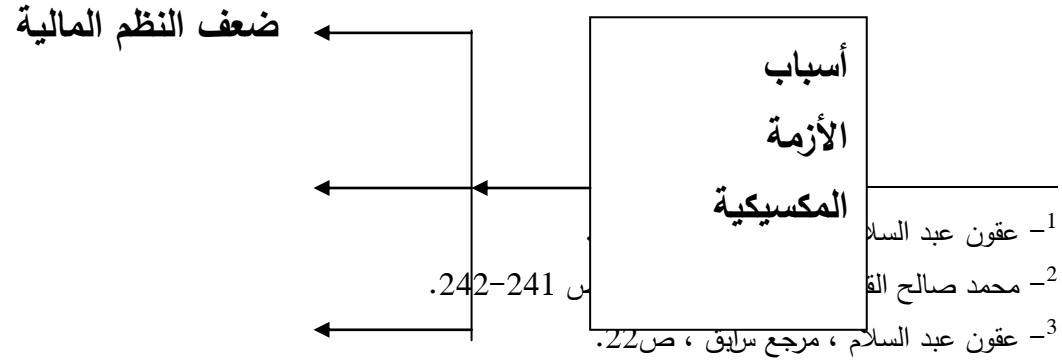
لكن و مع ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية و الذي تزامن مع الانتخابات العامة في المكسيك سنة 1994م. و التي نتج عنها اضطرابات حادة انخفضت رؤوس الأموال المتدفقة إلى المكسيك مما أدى إلى تدني معدلات النمو وارتفاع مخاطر تخفيض العملة، وسع البنك المركزي في منح الائتمان المحلي، بالمقابل ومن اجل دعم البيزو و قامت الحكومة المكسيكية بإنفاق 50 بليون دولار من احتياطات الصرف الأجنبي و مع نهاية عام 1994م كانت الدولة قد أنفقت كتما احتياطاتها من الصرف الأجنبيو لذلك قامت بتخفيض البيزو مقابل الدولار الأمريكي.و في ذلك الوقت كانت الإدارة الأمريكية قد خصصت قروضا مباشرة للحكومة المكسيكية من قبل الخزانة الأمريكية. [2]

والتي قدمت لها قرض بقيمة 20 مليار دولار وصندوق النقد الدولي الذي قدم لها قرض ب 17.7 مليار دولار ، بعد أن وجدت نفسها المكسيك غير قادرة على تسديد ديونها قصيرة المدى المقدرة ب 28 مليار دولار، مع العلم أن البيزو كان قد فقد 40% من قيمته و انخفض الإنتاج إلى أدنى المستويات وانخفض أيضا الناتج المحلي ب 62%.[3]

ثانيا: أسباب الأزمة المكسيكية.

لعل من تهم الأسباب الرئيسية التي أدت إلى ظهور الأزمة 1994م هي تلك الموضحة في الشكل التالي:

الشكل (3-1): أسباب الأزمة المكسيكية.



[1]- عقون عبد السلا
[2]- محمد صالح الق ص 241-242.
[3]- عقون عبد السلام ، مرجع سابق ، ص22.

ترتيبات سعر الصرف

الإصلاحات النقدية و المالية

المصدر: عقون عبد السلام، مرجع سابق ، ص24.

سيتم توضيح هذه الأسباب كالتالي:[1]

1- ضعف النظم المالية

أدى التوقف المفاجئ في تدفق رؤوس الأموال إلى أزمة عميقة في النظم المالية الداخلية، الأمر الذي أدى إلى زعزعت الاستقرار في القطاعات الإنتاجية بالإضافة إلى النمو السريع في الإئتمان المصرفي المقدم بالقطاع الخاص والاحتفاظ بالارتباط بالعملة الأخرى وأسعار الفائدة المرتفعة.

2- ترتيبات سعر الصرف أدى ارتفاع قيمة الصرف الحقيقي والدين الخارجي القصير الأجل المتزايد وحجم العجز في الميزان الجاري إلى ممارسة ضغوط قوية على سوق النقد الأجنبي وأدت المضاربة على البيزو المكسيكي إلى التخلي عن الارتباط بعملة أجنبية وإتباع سياسة التعويم.

3- الإصلاحات النقدية المالية ارتفاع معدلات التضخم في الوقت الذي كانت فيه العملة المكسيكية مرتبطة بالدولار وتضررت القدرة التنافسية للصناعات المكسيكية ومنه وصل عجز الميزان الجاري إلى مستويات غير مستقرة مما أدى إلى تدفق الأموال إلى الخارج وانخفاض الاحتياطات الدولية.

ثالثا: تأثيرات أزمة البيزو المكسيكي على أسواق المال- الأرجنتين-

كان للتخفيض الحاد في قيمة العملة المكسيكية 1994 نتائج مدمرة ذات تأثير كبير على النظام المالي الأرجنتيني.

فأوجه التشابه بين الاقتصاديين جعلت المستثمرين يخشون من الأحداث التي وقعت في المكسيك قد تنتقل إلى الأرجنتين، و كانت النتيجة ظهور أزمة ثقة في أسواقها المالية

[1]- غلير أورتيز مارتينز، **ماهية الدروس المستفادة أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا**، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35 العدد 6 جوان 1998، ص ص 7-8.

أدت إلى تدهور حاد في الاحتياطات الأرجنتينية و كذا التخلص بشكل كبير من الأسهم و السندات، و انسحاب كبير للعملة الأرجنتينية و الودائع المصرفية من الدولار الأمريكي. و من اجل استعادة الثقة و التقليل من الضغط على البيزو في المضاربات المالية، التزم البنك المركزي بتنفيذ خطة التحويل و مع ذلك فان التعامل بالدولار واصل استمراره كما زادت توقعات المستثمرين بالنسبة إلى خفض قيمة العملة.

و لقد ضربت الأزمة المالية بالنظام المصرفي في الأرجنتين ضربة قوية، في الفترة 20 ديسمبر 1995 فقد النظام المصرفي كل و ودائعه الإجمالية المقدرة ب 7.5 بليون دولار من العملة المحلية و الأجنبية. قد خفض بمقدار 17% في الفترة ديسمبر 1994 بمستوى قدره 45.3 بليون دولار.

و نتيجة للازمة أعيد بناء و هيكلة النظام المصرفي في الأرجنتين و تم دعم و تعزيز هذا النظام.، و مع هذا فان الأزمة تسببت في فقدان 8 بليون دولار من الودائع. و هذا الرقم تم تغطيته بمبلغ 4 بليون دولار، و تدهور نظام السيولة المصرفية بقدر 2 بليون دولار وانكماش في القروض قدره 1 بليون دولار، و 1 بليو ن دولار كانكماش في القروض الأجنبية.[1]

المطلب الرابع: الأزمة الآسيوية 1997.

عرفت دول جنوب شرق أسيا أزمة مالية عميقة، لم يكن من المتوقع حدوثها، منذ يوم الاثنين 2 أكتوبر 1997الذي سمي بالاثنين الأسود أو المجنون.

أولا: تقديم الأزمة

بدأت الأزمة من تايلاند في 2 أكتوبر 1997 حيث أعلنت بعد فشلها في الحفاظ على قيمة عمليتها عن تعويمها ، وانخفضت قيمة البات بنسبة 20% بعد فك ارتباطها

1 عبد الحكيم الشرقاوي، مرجع سابق، ص ص 51-52.

بالعملة الأمريكية بسبب تراجع مستوى الاحتياطات النقدية التايلاندية من العملات الأجنبية من 22 بليون دولار عام 1996 إلى 6.6 بليون دولار عام 1997 كما ساهم في تعويم عملة البات ارتفاع حجم الديون الخارجية التايلاندية إلى 89 بليون دولار ومن ناحية أخرى انخفضت أسعار الأسهم في بورصاتها في 29 أكتوبر 1997 بنسبة 51.2%. ونظرا للروابط القوية بين اقتصاديات دول شرق آسيا إلى باقي دول المنطقة مثلا انخفاض مؤشر هونغ سونغ بحوالي 112 نقطة، وانخفضت مؤشرات باقي بورصات المنطقة فمثلا مع نهاية 1997 انخفض الوون الكوري بحوالي 50% مقابل الدولار ، وفي ماليزيا تدخل البنك المركزي ورصد أكثر من 20 بليون دولار لدعم الرينجيت، وانخفض مؤشر بورصتها بحوالي 41.5 %. وفي سانغافورا انخفضت عملتها ب 25% بـ24.7 % أما اندونيسيا فقد فقد الروبية أكثر من 27 % من قيمته ومؤشر بورصتها 46.3% وتعرض سوق هونغ كونغ إلى انخفاض حاد في مؤشره بنسبة 6% من قيمته أما الفيليبين تراجع سعر البيزو في الفلبين بـ 71.5% ومؤشر الأسهم بـ 46% من قيمته.[1]

وقد امتد نطاق الأزمة في آسيا ليصل إلى أجهزتها المصرفية حيث كانت الوجه الآخر لانهيار أسعار الصرف وأسعار الأسهم هو تصاعد حجم الديون المعدومة لدى الجهاز ولم يتوقف الأمر هنا بل امتد إلى القطاع الحقيقي وبشكل عميق الذي عرف تراجعا في الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي ومن ثم أرباح الشركات وقيم أسهمها الأمر الذي انعكس سلبا على أسعار أوراقها المالية.

ومع وجود ارتباط بين هذه الأسواق ومختلف الأسواق العالمية انتقلت هذه الآثار إلى دول خارج شرق آسيا فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية انخفض مؤشر داوجونز بنسبة 7.2% وخلال 1998م انتقل على دول أوروبا.

ثانيا:أسباب الأزمة الآسيوية وخصائصها

لقد تميزت الأزمة الآسيوية بخصائص مقارنة بأزمات أخرى ونجد من بينها:

- حدثت في أسرع دول العالم نموا.

1 عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية بين ضروريات تحول الاقتصادي والتحرير المالي**، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، 2006، ص ص 265-267.

- حدثت بشكل مفاجئ وعنيف وحاد بدون أي تدرج.
- عدم قدرة احد على التنبؤ بحدوث الأزمة.

بالإضافة على أحداث انفجار الأزمة الآسيوية هناك عوامل ساهمت مباشرة في اندلاع هذه الأزمة هي:

1-اختلال في توازن الحساب الجاري لموازين مدفوعات دول شرق آسيا مثلا ماليزيا وصل العجز إلى 4.6% كوريا 4.75% وهذا راجع إلى:

- تراجع معدل نمو الصادرات واستمرار الحاجة إلى الواردات بأغراض النمو المحلي بسبب الركود الذي أصاب السوق العالمية بالإضافة إلى تراجع القدرة التنافسية بصادرات دول شرق آسيا.
- تزايد العجز في حساب خدمات نتيجة انخفاض الصادرات.

2- الاقتراض من الخارج لأجل التمويل عجز الحساب الجاري لموازين مدفوعات هذه الدول.

3- تزايد تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل دول شرق آسيا للبحث عن فرص استثمار.

4- ضعف وهشاشة النظم المالية في معظم دول شرق آسيا فمعظمها غير قادرة على التحكم النقدي سواء التوسع المالي أو أسواق العملات.

5- عوامل تتعلق بالجهاز المصرفي لارتفاع مديونيات البنوك المحلية بالعمولات الأجنبية.

6- عوامل تتعلق بالهياكل التمويلية للوحدات المقترضة، بارتفاع نسب الرفع المالي (الديون/الحقوق الملكية) فجعلها تتأثر بسرعة.

7- زيادة عمليات المضاربة على العمولات المحلية.

ثالثا: آثار الأزمة الآسيوية[1]

تمثلت أهم الآثار التي خلفتها الأزمة الآسيوية فيما يلي:

- مجموع الخسائر التي تكبدتها أسواق المال لخمس الدول الآسيوية (اندونيسيا، ماليزيا، كوريا، الفلبين، تايلاند) ما لا يقل عن 600 مليار دولار أي ثلثي الناتج المحلي

[1] - عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وسوق الأوراق المالية**، الاسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة، 2005 ، ص ص 182-183

الإجمالي، و انخفض معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي لاندونيسيا من 7.8% إلى 4%.

- تخوف المستثمرين من تدهور اقتصاديات هذه الدول جعلهم يتسارعون لبيع أسهمهم وهو ما زاد من تدهور قيمة الأسهم.
- هجرة رؤوس الأموال إلى الخارج وخاصة الولايات الأمريكية باعتبارها واحة أمان أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة فيها.
- إفلاس وانهيار العديد من البنوك والشركات مما أدى إلى ارتفاع نسبة البطالة والتضخم.
- تراجع حاد لأسعار الصرف عملات الدول الآسيوية اتجاه العملات الرئيسية خاصة الدولار ما يعني زيادة القدرة التنافسية للصادرات الآسيوية في السوق العالمي.[1]

وكنتيجة للأزمة الآسيوية أدركت المؤسسات المالية معالجة الأزمة لتضييق نطاق آثارها المحتملة، حيث قام صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بالتنسيق مع بعض الدول المتقدمة لمساعدة الدول النامية بعد فرض مشروطيته التي تضمنت جملة من التغيرات الهيكلية.

خاتمة الفصل

لقد رافقت الأزمات المالية الاقتصاد الرأسمالي منذ الثورة الصناعية ، ولكنها تتباين في حدتها ومداها بين أزمة وأخرى، بحسب الظروف المؤسسية والهيكلية التي واجهت هذه الدول، ومع ذلك فقد دفعت الكثير من علماء الاقتصاد الرأسمالي إلى دراسة هذه الأزمات ومعرفة أسبابها والحلول اللازمة للخروج منها وتجاوزها، إذ تعرضت مختلف اقتصاديات الدول المتقدمة والناشئة حتى الدول النامية إلى أزمات مالية عديدة، اختلفت في الأسباب

[1] -نفس المرجع السابق، ص 183.

والحلول حسب الأنظمة النقدية والمالية المتبعة في تلك الدول، كنظم الصرف غير الملائمة للأوضاع الاقتصادية وسياسات الإنفاق الحكومي.

ولقد بينت مختلف الأزمات المالية التي مست اقتصاديات هذه الدول، أن أزمة سعر الصرف أكثر تكرارا من الأزمات الأخرى، حيث تتضمن انخفاضا حادا في القيمة الاسمية للعملة الوطنية، وهبوطا في الاحتياطات الدولية، واحتمال تخلي البلد عن نظم الصرف غير الملائمة لأوضاعه الاقتصادية والمالية، أما الأزمة المصرفية فتشير إلى حدوث تسرب كبير للودائع عبر الجهاز المصرفي، وينبع ذلك أساسا من الانخفاض المتواصل في نوعية موجودات البنوك، وارتفاع حجم الديون المتعثرة، والتقلب في أسعار الأصول وفشل المنشآت الصناعية والتجارية في تسديد ديونها للقطاع المصرفي.

ولقد تسارعت الأزمات المالية الحالية أكثر من السابق في ظل عولمة الأسواق الماليۃ وحدوث تدفق مفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية من بلدان الأزمة، إضافة إلى عوامل الاختلال على صعيد الاقتصاد الكلي والجزئي والتشوهات في القطاع المالي وضعفه وعدم ملائمة نظام الصرف الأجنبي.

الفصل الثاني

واقع الأسواق المالية العربية

مقدمة الفصل

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا في موضوع إنشاء الأسواق المالية وتطوريها في البلدان العربية وجاء هذا الاهتمام انطلاقا من إيمان راسخ لدى رجال المال والسياسة أن مثل هذه الأسواق سوف تساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي باعتبارها أحد أهم القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية.

غير أن تنمية البورصات العربية وإيجاد وسائل الربط فيما بينها تحتل أهمية كبيرة في تسيير حركة انتقال رؤوس الأموال العربية واستثمارها داخل الوطن العربي إلا أن حدود الأزمات التي حدثت في القرن الماضي التي أصابت الأسواق المالية وانتشرت بسرعة لتطال عدة بلدان في العالم، وصولا إلى أزمة الرهون العقارية، التي مازلت تتفاقم وتلقي بظلالها على الاقتصاد الأمريكي والعالمي وكذلك الاقتصاديات العربية ولما تشكله من مخاطر لذالك قسمنا هذا الفصل إلي:

المبحث الأول بعنوان ماهية الأسواق المالية و يتناول وظائف و تقسيمات و الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

أما المبحث الثاني يتناول نشأة أسواق المال العربية وسيمات وحجم تداولها.

والمبحث الثالث فيتناول التطوير والربط بين البورصات العربية ومعوقات ذلك.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

أدت العولمة الاقتصادية إلى تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصادياتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، مما جعل الأسواق المالية تتصدر اهتمام الساسة والاقتصاديين، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال ما توفره من تعبئة للمدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد. فأنشئت أسواق رأس المال في العديد من الدول، كما تم دعم وتطوير الأسواق القائمة لمواكبة التغيرات التي مست المالية الدولية.

المطلب الأول: وظائف و تقسيمات الأسواق المالية

لعبت الأسواق المالية دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، كونها إحدى أدوات السياسة المالية المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية.

أولا: وظائف وأهداف الأسواق المالية

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية أي توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين وبتكلفة ملائمة، فالأسواق المالية تعتبر محركا للنمو الاقتصادي من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى استثمارات ومن ثم العمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي ، ولتحقيق الأهداف المشار إليها يقوم السوق بأداء وظيفتين رئيسيتين هما:[1]

1 تعبئة مدخرات المستثمرين

2 التخصيص الأمثل للموارد

وتعمل الأسواق المالية في أدائها للوظيفة الأولى على توفير عائدات مغرية للمستثمرين من خلال طرح معدلات فائدة مشجعة أو تقديم ضمانات حول أسهم الشركات، بالإضافة إلى تحقيق الشفافية في التعاملات من خلال إلزام الشركات المدرجة في البورصة على توفير تقارير دورية حول أنشطتها مع الحرص على محاربة تسريب

[1] –أشرف شمس الدين، **أسس الاستثمار في الأسهم و أساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية**، الإمارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005، ص 13.

المعلومات المضللة التي من شأنها أن تؤثر في قرارات المستثمر ، أما فيما يتعلق بالتخصيص الأمثل للموارد فإن الأسواق المالية التي تتسم بالكفاءة تسعى جاهدة إلى توجيه مدخرات المستثمرين إلى المشاريع المنتجة بما يكفل لها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي.

وما من شك في أن النمو الاقتصادي على المدى الطويل يعتمد بشكل كبير على تطور النظام المالي ككل سواء تعلق الأمر بالقطاع المصرفي أو أسواق رأس المال لما يوفرانه من تمويل ضروري لقطاعات الاقتصاد المختلفة، وإذا كانت البنوك قد شكلت –ولا زالت– أساس التمويل في العديد من اقتصاديات العالم، فإن أسواق رأس المال أصبحت تضطلع بنفس المهمة بل فاقت قدراتها التمويلية في العديد من الدول ما تقدمه البنوك من أموال، إلا أنه يبقى من الضروري أن يحدث تكامل بين القطاع المصرفي وأسواق رأس المال لأن توسيع القطاع المالي ليشمل بالإضافة للبنوك أسواق رأس المال يفيد في تحقيق كفاءة أكبر للاستثمار .[1] ومن البديهي بسبب الوظيفتين التي يقوم بها السوق المالي أن يكون له تأثير مباشر على النمو الاقتصادي.

ثانيا: تقسيمات الأسواق المالية

تضم الأسواق المالية Financial Market كلاً من سوق النقد Money Market وسوق رأس المال Capital Market. يتم في سوق النقد تداول الأموال في شكلها النقدي، ويتسم هذا السوق بقصر آجال تعاملاتها (أي لمدة تقل عن سنة مالية)، حيث يقوم أصحاب الفوائض المالية من مستثمرين بإيداع أموالهم لدى البنوك مقابل تلقي عائد في صورة فائدة دورية، فيما يتولى البنك إقراض تلك الإيداعات لأصحاب العجز المالي من شركات ومشروعات التي لها رغبة في التمويل قصير الأجل.

و يقلص قصر آجال التعاملات في سوق النقد من درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر كون الأموال المودعة لدى البنوك هي إيداعات تحت الطلب مما يسمح بإمكانية استرداد تلك الأموال من البنوك متى رغب المستثمر في ذلك .[2] كما أن الأوراق المالية في

---

[1] – علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران، **التطور و الهيكل المالي و النمو الاقتصادي حالة مصر، 1974–2002**، أوراق صندوق النقد العربي العدد التاسع، أبو ظبي أبريل 2004، ص 02.

[2] – أشرف شمس الدين، مرجع سابق، ص 12.

سوق النقد تتميز بقدر كبير من الضمان كونها صادرة عن مصارف يفترض أنها ذات قدرة ائتمانية عالية.

أما سوق رأس المال فهو سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، وعلى عكس المستثمر في سوق النقد فإنه في سوق رأس المال يكون على استعداد للاستثمار في آجال طويلة مما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة. وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولي وسوق ثانوي فالسوق الأولي (سوق الإصدار) تعتبر أساس هذا النوع من التمويل حيث تلجأ الشركات والحكومات إلى طرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في هذا السوق للحصول على التمويل طويل الأجل مقابل الالتزام بسداد عائد لملاك تلك الإصدارات، ويختلف العائد بحسب طبيعة الإصدار ففي حالة الأسهم تلتزم الشركات بسداد توزيعات على الأرباح في حالة إقرار الشركة لتلك التوزيعات، أما في حالة السندات فتلتزم جهة الإصدار بسداد عائد دوري عادة ما يكون ثابتًا في صورة فوائد فضلاً عن سداد أصل السند تاريخ استحقاقه. وتسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها. وتتسم السوق الأولي بكونها أقل نشاطًا من السوق الثانوي كون عملية إصدار الأسهم تكون عادة مرة واحدة طيلة مدة حياة الشركات، وفي حالات استثنائية عند إقرار زيادة رأس مال تلك الشركة، أما إصدارات السندات فهو مرتبط بالمشاريع التي تُقدم عليها جهة الإصدار والتي لا تكون بشكل دائم. ويضطلع بمهمة إيصال الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى السوق الثانوي بنوك الاستثمار التي تأخذ على عاتقها مهمة بيع تلك الإصدارات إلى المدخرين فضلاً عن إعطاء البدائل المتاحة لجهة الإصدار حول طرق التمويل الأنجع من خلال المفاضلة بين إصدار الأسهم أو إصدار السندات أو الاكتفاء بإيداعات لدى البنوك.

أما النوع الثاني من أسواق رأس المال فهو السوق الثانوي أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذا السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولي، والمقصود بالسيولة في هذا السوق هو إمكانية تغيير موقع المستثمر من مشتري إلى بائع أو العكس بحسب السعر السوقي المجزي لهذا المستثمر

حيث يكفي هذا الأخير تمرير أمر يحدد فيه طبيعة العملية (البيع أو الشراء) إلى السمسار. ومن الضروري أن تكون الأسواق الثانوية ذات كفاءة عالية حتى تضمن استمرار السوق الأولي، فمن غير المعقول أن يتم إصدار أوراق مالية دون وجود ضمانات حول إمكانية تداولها في السوق الثانوي. [1] كما أن الأسواق الثانوية تقدم مؤشرًا فعالاً حول سعر الإصدارات الجديدة المحتملة في السوق الأولي، فضلاً عن إعطاء قيم مقاربة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصخصتها من خلال الإطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي التي تنتمي إلى نفس قطاع الشركة المراد خصخصتها.

وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة ، بالنسبة للأسواق المنظمة أي البورصات يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها. ومن بين تلك الشروط حد أدنى من رأس مال الشركة، أن تكون النتائج المالية التي تسبق طلب قبول الإدراج إيجابية، إلى جانب الالتزام بالشفافية في الإفصاح من خلال نشر تقارير دورية دقيقة حول نشاط الشركة حتى تعطي صورة واضحة للمستثمر حول فرص امتلاك أوراق تلك الشركات. وتجعل هذه الشروط من البورصة مرآة عاكسة لأداء الاقتصاد ككل بما أن الشركات المدرجة في البورصة يُفترض أن تمثل مختلف قطاعات الاقتصاد المعني. أما الشركات الأقل حجمًا فيتم تداول إصداراتها في الأسواق الثانوية غير المنظمة وهو القسم الثاني من هذه الأسواق التي تكون أقل تشددا من حيث شروط الإدراج، كما أن تكاليف التعاملات فيها تكون منخفضة مقارنة بالأولى بسبب اعتماد هذا النوع من الأسواق على وسائل الاتصال المتطورة مما يخفض من تكاليف السمسرة.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

إن طبيعة العلاقة بين المستثمر والبنك من جهة، وبين الأخير والمقترض من جهة أخرى هي علاقة مقرض ومقترض في سوق النقد مما يجعل من الأدوات المالية المستخدمة في هذا السوق أدوات مديونية تكون منعدمة المخاطر بالنسبة للمودع، ومن

[1] – Ross levine, Sara Zevos, "Stock Market Development and Long Run Growth", **World Bank**, Working Paper, N°1582, Washington, D.C, 1996, p.7

بين تلك الأدوات يمكن ذكر الكمبيالات، أذون الدفع، شهادات الإيداع البنكية وأذون الخزانة.

أما الأدوات المالية المستخدمة في أسواق رأس المال فيمكن تقسيمها إلى أوراق ملكية وأوراق مديونية. فبالنسبة لأوراق الملكية فتعني منح جزء من رأس مال الشركة للمساهمين مقابل دفع أموال تستخدم في نشاطات الشركة المختلفة، وقد يتم إصدار أوراق الملكية عند تأسيس الشركة، أو عند رفع رأس مالها، أو عن طريق سوق الأوراق المالية مباشرة (العروض العامة للبيع).[1]

وتعتبر الأسهم العادية Common Stock الورقة المالية الرئيسية المتداولة ضمن فئة أوراق الملكية. ويمنح امتلاك السهم العادي لصاحبه بعض الحقوق على الشركة صاحبة الإصدار تتمثل في حق التصويت في الجمعية العامة للشركة بحسب عدد الأسهم المملوكة، وهو ما يسمح بالتعبير عن رؤية مالك الأسهم في تسيير الشركة. وفضلاً عن حق التصويت، يستفيد مالك الأسهم من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها على المساهمين بحسب حصصهم من الأسهم ، ومقابل هذه المزايا لملاك الأسهم العادية فإن درجة مخاطر هذه الأوراق عالية بما أن عائدها غير ثابت وإنما مرتبط بنشاط الشركة في حد ذاتها.

وبالإضافة إلى الأسهم العادية هناك نوع آخر من الأسهم يمكن إدراجه ضمن أوراق الملكية يعرف بالأسهم الممتازة Preferred Stocks، وما يميز هذا النوع من الأسهم عن الأسهم العادية هو أنها ذات امتياز يتمثل في الحق في تحصيل جزء ثابت من الأرباح الموزعة مع عدم الاستفادة من حق التصويت.

أما أوراق الدين فتمثل مصدرًا آخر للتمويل، وأحد أبرز الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي سواء تعلق الأمر بالأسواق المنظمة (البورصة) أو الأسواق غير المنظمة، وتشكل السندات الورقة المالية الرئيسية المنضوية تحت هذه الفئة، وتتميز أوراق

[1] – Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, **La bourse des valeurs** Alger: Edition BOUCHENE. 1993 pp. 19-20.

الدين بثبات العائد المترتب عن الاستثمار فيها، مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية. وبالرغم من وجود سندات ذات معدلات فائدة متحركة، إلا أن حساب هذه المعدلات يتم على أساس معدل الفائدة وقت الإصدار مما يجعلها تتدرج ضمن فئة الأوراق ذات العوائد الثابتة ، وتضطلع بهمة إصدار السندات هيئات ذات هياكل قانونية متنوعة من بينها:[1]

- الحكومات من خلال إصدارات الخزينة العامة.
- الجماعات المحلية، المؤسسات العمومية، والهيئات شبه العمومية.
- المؤسسات الخاصة.

ويضمن صاحب السند حصوله على فوائد منتظمة مع تحصيل أصل الدين عند انتهاء آجال الاستحقاق، وبعكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسات التوزيع المقررة من قبل مجلس إدارة الشركة، فإن عوائد السند يتم تحديدها سلفًا في شروط الإصدار مما يجعلها ذات عوائد ثابتة.

وتعتبر أوراق الملكية وأوراق المديونية أداتين من أدوات توظيف رؤوس الأموال بالنسبة للمستثمر، وقد ظهر في سبعينيات القرن العشرين فئة أخرى من الأوراق المالية هدفها الرئيسي التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار تعرف بالمشتقات المالية تكون بمثابة عقود بين المشتري والبائع وتعمل بيوت المقاصة Clearing House على ضمان تنفيذ تلك العقود. ويجري تداول المشتقات المالية في أسواق متخصصة تعرف بأسواق المشتقات المالية Derivate Market، وترتبط الورقة المالية في هذا النوع من الأوراق بأصل مادي (سلع، مواد أولية...) أو بأصل مالي (أسهم، سندات...) أو بأصل صوري (مؤشرات البورصة، مؤشرات الأسعار...) بحيث يتغير سعر الورقة بتغير سعر الأصل.

وتنقسم المشتقات المالية إلى عقود إلزامية تلزم طرفي العقد تنفيذ الصفقة تاريخ الاستحقاق بالسعر المتفق تاريخ إبرام العقد مهما بلغت الأسعار السوقية الجارية، ومن أنواعها العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المقايضات Swaps، أو عقود اختيارية وتضم عقود اختيار البيع أو الشراء Call And Put Option.

---

[1] – Bertrand JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, **Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques**. Paris : Dunod. 1997 pp. 14-15.

مما سبق يمكن القول بأن الأسواق المالية توفر أدوات مالية متنوعة بالنسبة للمستثمر المالي، وحتى يحقق هذا المستثمر ما يطمح إليه من أرباح والتقليل من المخاطر فإن الإستراتيجية الأنسب إليه هو تنويع محفظته المالية بشكل تغطي فيه أرباح بعض الأوراق المالية الخسائر المحتملة للأوراق الأخرى.

المطلب الثالث: قياس درجة تطور أسواق رأس المال

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليون ونمت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم Market Capitalization وعدد الشركات المدرجة في البورصة) وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية). ومن شأن هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها. [1] ونظرًا لأهمية نشاط السوق الثانوي لضمان استمرارية السوق الأولي، فإن متابعة تطور هذه المؤشرات يساعد في تقويم الاختلالات التي قد يتضمنها السوق الثانوي. وفيما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات:

1- مؤشرات الحجم

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة. بالنسبة لحجم السوق قياساً بمعدل رسملة البورصة فإنه يتم حسابه من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة نسبةً إلى الناتج المحلي الخام، ويسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثر الاقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس

[1] - Asli DEMIRGUC-KUNT, Ross LEVINE, (1996), "Stock Markets, Corporate finance and Economic Growth: Overview", **World Bank**, Working Paper WPS 678-37.p. 7.

المال. ولم تتجاوز هذه النسبة الواحد بالمائة نهاية السبعينيات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تبايناً بين الدول نهاية القرن العشرين حيث فاقت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول مثل هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى أمريكا واليابان .[1] ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على أسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية [2]. ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد.

أما المؤشر الثاني لقياس حجم سوق رأس المال فهو عدد الشركات المدرجة في البورصة، وبإلقاء الضوء على هذا المؤشر فإن عدد الشركات المدرجة في البورصة اتجه خلال عقد التسعينيات من القرن العشرين إلى الارتفاع بشكل عام، فحسب مؤشر التنمية العالمي لسنة 2001 بلغ عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصات 25121 شركة سنة 1990 ليقفز هذا العدد بعد عشر سنوات إلى حوالي الضعف ببلوغه 49612 شركة ويعزى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات إلى العديد من العوامل أبرزها خصخصة الشركات العمومية، وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصات لدى العديد من الدول. وقد تزايد بالإضافة إلى ذلك عدد الشركات الأجنبية بشكل مطرد في البورصات المحلية نتيجة تحسن البيئة الاستثمارية للدول المستقبلة، وارتفاع فرص الربح بها. ويجب عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة.

ويُعد تقسيم رسملة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشراً هاماً لأصحاب الحوافظ المالية لما يمنحه لهم من تنويع للمخاطر وهي الحالة السائدة في بورصات الولايات المتحدة، اليابان، كندا وبريطانيا، حيث تكون درجة تركز القيمة السوقية للبورصة

[1] – Bernard JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, Op.cit. p.p. 24-25.

[2] – Ross LEVINE, Sara ZERVOS, "Stock markets, Banks, and Economic Growth", **world bank**, not published, p 13.

على عدد كبير من الشركات. وعلى العكس من ذلك، تهيمن بعض الشركات متعددة الجنسيات على بورصتي سويسرا وهولندا، مما يعني تركز نشاط البورصة في عدد محدد من الشركات . ويتم تحديد درجة تركز القيمة السوقية للبورصة من خلال حساب هذه القيمة لأسهم أنشط عشر شركات في البورصة ومقارنتها بالقيمة السوقية الإجمالية للبورصة.

2- مؤشرات السيولة

تُعبر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل في البورصة. وتسمح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات الحوافظ المالية لديهم.

ويكون في وسع الشركات في حالة سيولة البورصة رفع رأس مالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، مما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الأمثل للموارد. وساهم توفير المعلومات وانتشار الوعي الادخاري في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة في ارتفاع قيمة تداول الأسهم في العالم. كما أثر ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة وتنويع الأدوات الاستثمارية التي توفرها في تحقيق قيم تداول مرتفعة.

ومن بين المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة يمكن التركيز على مؤشر معدل التداول الذي يحدد دور البورصة في الاقتصاد ككل، ومؤشر معدل الدوران والذي يحدد درجة نشاط التداول في البورصة.

بالنسبة لمعدل التداول فإنه يعكس قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التداول) خلال فترة معينة كنسبة من الناتج المحلي الخام، أي حصة الشركات المدرجة من مخرجات البلد أي سيولة السوق في الاقتصاد. ويُكمل مؤشر معدل التداول مؤشر القيمة السوقية فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة [1]. فقد

[1]- Ross LEVINE, Sara ZERVOS, "Stock Market Development ..." , Op. Cit, P.7

يكون حجم البورصة كبيرًا نتيجة عدد الشركات المدرجة أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية للبورصة، فالانطباع الأولي إذا تم الأخذ بمؤشر الحجم بشكل منفرد في هذه الحالة هو أن البورصة المعنية تتميز بالنشاط، غير أن التعمق في التحليل من خلال الأخذ بعين الاعتبار مؤشر التداول قد يُفضي إلى التوصل بأن هذا المؤشر منخفض مما يعني أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفضًا، وبالتالي قلة نشاط البورصة وهو ما يتناقض مع النتيجة الأولى.

أما معدل الدوران فيقيس قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة، ويؤشر المعدل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات. ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل القيمة السوقية، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية إلا أن معدل الدوران بها منخفض ، كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الخام، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول.

إن مؤشرات تطور أسواق رأس المال مهمة جداً خاصة إذا ما تم ربطها بمؤشرات تطور القطاع المصرفي، وبالتالي يمكن تحديد مدى تأثر اقتصاد البلد المعني بأساليب التمويل المختلفة، ومدى تأثير كل أسلوب على النمو الاقتصادي.

المطلب الرابع: أدوات التحليل في الأسواق المالية

إن الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب من المستثمر الإلمام بمختلف مؤشرات أداء البورصة المشار إليها سابقًا بالإضافة إلى مؤشر البورصة هذا الأخير يتم بناءه بشكل يسمح له بعكس تطور أسعار الأوراق المالية المدرجة فيه. وتُتخذ قرارات البيع أو الشراء انطلاقًا مما يتيحه التحليل الأساسي والتحليل الفني من نتائج.

ويتضمن التحليل الأساسي Fundamental Analysis دراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة. وينطلق التحليل

الأساسي من كون الأسهم ذات قيمة حقيقية تدور حولها الأسعار في البورصة ارتفاعاً أو انخفاضاً ، ويؤدي تحديد القيمة الحقيقية إلى توفير فرص ربح كبيرة للمستثمر خاصة إذا اختلفت هذه القيمة عن القيمة السوقية التي يجري بها التداول في البورصة. ويعتمد التحليل الأساسي على الأخذ بالظروف الاقتصادية المحلية والدولية، ويضمن هذا التحليل خبراء متخصصون يعرفون بالمحللين الأساسيين، وعلى ضوء النتائج التي يتم التوصل إليها تتحدد اتجاهات قرارات المستثمرين.

ويدرج ضمن التحليل الأساسي نوع آخر من التحليل يتمثل في التحليل المالي وهو تحليل ضروري لتقييم الأوراق المالية وخاصة الأسهم، ويهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل بربط أسعار الأسهم بالربح الصافي للسهم مما يسمح بإجراء تقييم نظري للشركة. ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعني بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم.

أما التحليل الفني (التقني) Technical Analysis فيهدف إلى إعطاء توقعات للاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات التي تمثل تطور أسعار الأسهم. وعلى العكس من التحليل الأساسي الذي يهتم بأسباب التغيرات المحتملة في السوق يبحث التحليل الفني في تكييفها إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف متابعة مختلف حالات التوقع، والتي تعتمد على معطيات السوق بشكل أساسي (أسعار الأسهم، حجم التداول...). فيتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم مما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل. وكمقارنة بسيطة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني فإن التحليل الأول يسمح بالإجابة عن السؤال التالي: هل يتم البيع أو الشراء؟، أما التحليل الفني فيتوقع الإجابة عن السؤال: متى يتم البيع أو الشراء؟.

ويعتمد التحليل الفني أساساً على نفسية المتعاملين في السوق كونهم يتخذون القرارات على أسس غير أكيدة، وهو ما يؤدي إلى ظاهرة التسرع Anticipation فالمتعامل الاقتصادي لا يتصرف فقط وفق عوامل موضوعية (التي ترتكز على التحليل الأساسي مثلاً) ولكن على أساس ما يفكر فيه المتعاملون الآخرون. ويدفع عدم اليقين إلى ظاهرة التتابع Imitation، فالسلوك الذي ينجم عن حالة عدم اليقين يطرح تساؤل عند

المتعامل كأن يقول مثلاً: ما دام الآخرون تصرفوا بهذه الطريقة، فذلك لتوفرهم على معلومات لم أطلع عليها بعد، وتتجلى آلية التتابع والتسرع بصورة واضحة في مفهوم "سلوك القطعان"[1].

وينصح المستثمر المالي بأن يأخذ بنتائج التحليلين الأساسي والفني في اتخاذ قراراته الاستثمارية، فالمعروف أن التحليل الفني يختصر عامل الزمن من خلال ما توفره البورصات من منحنيات وأشكال بيانية بسرعة فائقة، لكن هذا لا يعني دوماً صحة ما يتم التوصل إليه من خلال التحليل الفني فربط نتائج هذا التحليل بما هو متوفر من بيانات ومعلومات حول التحليل الأساسي يقلص من الأخطاء المحتملة بشكل كبير.

المبحث الثاني: ماهية الأسواق المالية العربية

إن دراسة وتحليل الاقتصاديات العربية وهو أمر جد صعب ويتطلب دراسة واسعة لمختلف الاقتصاديات حيث توجد في الوطن العربي 23 دولة والأمر الذي يزيدها صعوبة هو اختلاف اقتصاديات الدول العربية في عدة أمور منها عدد السكان، والموقع الجغرافي ....الخ ،وهذا ما أدي بوجود اختلافات بين الأسواق المالية العربية كل سوق وخصائصه ومميزاته وهذا ما سنحاول التطرق له من خلال هذا المبحث الذي قسمناه إلي مطلبين المطلب الأول نرى فيه نشأة الأسواق المالية العربية أما المطلب الثاني سنتطرق فيه إلي سلبيات الأسواق المالية العربية.

المطلب الأول:نشأة الأسواق المالية العربية

سنبحث في المطلب الأول مراحل نشوء أهم الأسواق وذلك بحسب الترتيب التاريخي.

[1] – فوزي زكي، **المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية** ، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر، دار الخلدونية، العدد الثاني: 2000، ص 37 .

1- بورصة مصر:

مر سوق تداول الأوراق المالية بمصر بمجموعة من التطورات في طور نشأته وتطوره عكست النشاط الاقتصادي الذي شهدته مصر، ويمكن تقسيمها إلى أربع مراحل أساسية:

مرحلة ما قبل التأميم:

كانت أولى المحاولات لإنشاء سوق لتداول الأوراق المالية بمصر في عام 1883 ،ولم يتم تنفيذ ذلك رسميا حتى عام 1907 حين صدرت أول لائحة للبورصة في ضوء ازدياد النشاط الاقتصادي في مصر خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر،وقد تم تطبيق تلك اللائحة في سبتمبر 1910 وبدأت البورصة في مزاولة نشاطها في مقرها الحالي في عام1928.

وتلي ذلك صدور لائحة جديدة للبورصات عام 1933 بموجب مرسوم ملكي ثم عدلت بمرسوم آخر في أبريل 1940، ثم صدر في يوليو 1953 القانون رقم 326 بشأن التعامل في الأوراق المالية، [1]الذي قصر التعامل فيها على السماسرة،وقد بلغ عدد مكاتب السماسرة في ذلك الوقت 21 مكتبا.

ونتيجة للتطور الاقتصادي الكبير في الاقتصاد المصري في منتصف الخمسينات،فقد تم تعديل لائحة البورصات،فصدر القانون رقم 161 لسنة 1957 باللائحة العامة للبورصات والذي بموجبه اكتسبت البورصات المصرية شخصيتها الاعتبارية مع الأهلية للتقاضي.

وشهدت فترة الخمسينات نشاطا ملحوظا في عدد الشركات المساهمة،وصدر في عام 1959 ما يعرف بالقانون رقم 7 ،وكان أهم ما تضمنه تحديد صافي الأرباح التي تم توزيعها على أصحاب السهم مما كان له أكبر الأثر في إعاقة تزايد نشاط السوق [2] حيث تراجع حجم العمل في البورصات نتيجة لذلك.

فترة الستينات وأوائل السبعينات:

---

[1] – أدولف وهبة، **وظيفة سوق الأوراق المالية**، مجموعة محاضرات معهد الدراسات المصرفية، القاهرة،جوان 1957 .

[2] – محسن سيد قنديل، **الكتاب السنوي لسوق الأوراق المالية 1954/1953**، ص ص 159-160.

شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الأحداث التي أثرت سلبا على سوق الأوراق المالية، وتتمثل أهم هذه التطورات خلال هذه الفترة بما يلي [1] :

-التدخل في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين والذي أدى إلى انكماش سوق التداول بسبب ضعف العائد،بالإضافة على تحويل بعض السهم إلى سندات على الدولة .

-اشتراك العمال في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة.

-تخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة.

-إجراءات التأميم التي اتخذت بدءا من عام .1960

وأدت هذه التطورات إلى انخفاض حجم التعامل بسوق الأوراق المالية من 626 مليون جنيه عام 1962 إلى 5.2 مليون جنيه عام 1972 .

مرحلة سياسة الانفتاح الاقتصادي:

يمكن فتح هذه المرحلة على فترتين رئيسيتين:

أ- (1973-1982):

صدرت خلال هذه الفترة مجموعة من القوانين والقرارات التي تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر وهي:

القانون 43 لسنة 1974 بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق.

القانون 157 لسنة 1981 الخاص بالضرائب.

القانون رقم 121 لسنة 1981 بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات.

القانون رقم 159 لسنة 1981 بشأن الشركات المساهمة وشركات التوصية.

وتم خلال هذه الفترة إنشاء العديد من المؤسسات الهامة من بينها الهيئة العامة للاستثمار والهيئة العامة لسوق المال التي أنشئت عام 1979 بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذا السوق بوظائفه [2]، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم مناخ

[1] - محسن حسنين، **البورصة في مصر ديكور أم أداة للتنمية الاقتصادية**، مجلة أكتوبر، العدد 316 بتاريخ 14 نوفمبر 1982، ص63.

[2] - حسني المصرفي، **شركات الاستثمار**، دار النهضة، القاهرة 1981، ص 18.

الاستثمار،ونتيجة لذلك ارتفعت قيمة التعامل خلال هذه الفترة من 403 مليون جنيه عام 1973 إلى 8.3 مليون جنيه عام 1982 ، أي بنسبة زيادة بلغت 93 %.

ب- (1983- 1991):

شهدت هذه المرحلة بداية انطلاق سوق التداول المصرية نتيجة لتحقيق القوانين المذكورة جانبا كبيرا من أهدافها،وبالإضافة على ذلك كان لتحسين المناخ الاستثماري الأثر الكبير في زيادة عدد الشركات المساهمة المنشأ وفقا للقانون رقم 159 لسنة 1981 ،والقانون رقم 43 لسنة 1974 مما ترتب عليه زيادة كبيرة في حركة القيد والتداول في السوق .

تنظيم رأس المال:

صدر في هذه المرحلة القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال والذي استهدف توفير المقومات الرئيسية لتنشيط وتنمية سوق رأس المال،كما تم استحداث أنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية وهي:2[1])

ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس الشركات.

رأس المال المخاطر.

المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.

صناديق الاستثمار.

السمسرة.

وقد تم تأسيس العديد من هذه الشركات إذ بلغ عددها 173 شركة حتى أوائل 1996 ،منها 124 شركة سمسرة،و 8 صناديق استثمار،و 8 شركات إدارة صناديق استثمار والعديد من شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وأخرى لتأسيس الشركات ورأس المال المخاطر وشركة للمقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

وبالإضافة،فإنه وفي ضوء الارتفاع المستمر في حجم التعامل وعدد الأوراق المتداولة وعدد العمليات،تم إدخال نظام جديد للتداول يعتمد على التعامل الآني في جميع

[1] - عبد المنعم السيد علي، **دور السياسة النقدية في التنمية الاقتصادية**، القاهرة، مركز الدراسات والبحوث العربية 1975، ص 76.

المراحل،ويرمى إلى التخلص من مشكلة التأخير في إجراءات نقل الملكية،وإلى تخفيض مدتها إلى 3 أيام فقط بعد تنفيذ العملية.

2- بورصة بيروت

أنشئت بورصة بيروت بموجب القرار رقم (1509) الصادر بتاريخ 1920/07/03 ، واقتصر نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات الأجنبية[1]،إلى إن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية في الثلاثينات من القرن الماضي ومعظمها من الشركات ذات الامتياز التي كانت تستثمر في المرافق العامة من مياه وكهرباء واتصالات ونقل وخدمات.

وبعد اندلاع الحرب العالمية الثانية، ازدهر نشاط تأسيس الشركات المساهمة،وباتت إصداراتها تشكل نواة عمل البورصة،خصوصا بعدها حظرت سلطات الانتداب التداول في الذهب والعملات.[2]

ومع تنامي نشاط هذا النشاط ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات البورصة وذلك إيمانا بأهميتها ودورها الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية.

وقد توجهت الجهود التي بذلت في هذا الصدد بصدور المرسوم التشريعي رقم 30 بتاريخ 1985/03/23، الذي أعاد سوقي العملات والذهب إلى بورصة بيروت،كما أنشأت سوقا للمواد الأولية والمعادن.

وأدى اندلاع الحرب الأهلية على إغلاق البورصة لفترة ثلاثة عشر عاما،حيث أعيد افتتاحها في الثاني والعشرين من فيفري 1996 ،وسبق افتتاح البورصة صدور المرسوم رقم 7667 بتاريخ 21 ديسمبر 1995 الذي تم بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة.

3- بورصة الدار البيضاء

---

[1] - هشام البساط، **التطورات الحديثة في السوق المالية اللبنانية واتجاهاتها المستقبلية**، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق رأس المال في الدول العربية، أبو ظبي، 4-6 فيفري 1984.

[2] - عصام يوسف عاشور، **محاضرات عن النقد والائتمان في البلاد العربية**، مع تأكيد على سوق بيروت النقدية المالية، 1962، ص:172.

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1929 وبمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب عن طريقة المقاصة الحرة، وكان يطلق على هذه المؤسسة اسم "مكتب المقاصة في القيم المنقولة".

وعند استحداث مراقبة الصرف [1]، وضعت السلطات القوانين والنظم الأساسية لهذا المكتب،بإصدار قرار بتاريخ 13 يوليو 1984 سمي المكتب بموجبه "مكتب تسعيرة القيم المنقولة".

ومع حصول المغرب على الاستقلال شهدت البورصة انهيارا نتيجة تهريب رؤوس الأموال وهجرة الأجانب من المغرب،ثم صدر بعد الاستقلال مرسوم ملكي بتاريخ 14 نوفمبر 1967 يتعلق ببورصة القيم المنقولة،ينص على الجانب التنظيمي والقانوني والتقني لهذه المؤسسة،وقد أدخل هذا القانون تعديلات عديدة،منها توسيع الهيئات الإدارية وتقوية سلطة البورصة[2]، وفي21 سبتمبر 1993.

صدر مرسوم ملكي استجابة للمتطلبات الاقتصادية والاستثمارية الجديدة تم بموجبه استحداث شركة مساهمة تخول الامتياز في إدارة بورصة الدار البيضاء عملا بدفتر للتكاليف يوافق عليها الوزير المكلف بالمالية.

وبموجب قانون 1993، أصبحت بورصة الدار البيضاء سوقا منظما وعموميا يتم فيه تداول القيم المنقولة حسب العرض والطلب، ومفتوحا لكل المستثمرين سواء منهم المغاربة أو الأجانب.

4- بورصة تونس

بدأ التعامل الرسمي بالأوراق المالية في تونس في عام 1937 حيث تم إنشاء غرفة المقاصة لتسهيل عملية بيع السندات من قبل الصندوق العقاري، وكانت هذه المعاملات من مسؤولية البنوك المرخصة،واستمر العمل بذلك حتى عام 1945 حينما حل الديوان التونسي للقيم المنقولة.

---

[1] - محمد ألغازي وعبد الملك وينش، **الأوجه التقنية للسوق المالية المغربية**، بحث مقدم لمؤتمر أسواق رأس المال في الدول العربية، أبو ظبي 6 فيفري 1984.

[2] - مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد 513، القاهرة، فيفري 1977، ص 33.

وهو عبارة عن جمعية من المصارف المحلية، محل غرفة المقاصة، وأصبح من الضروري أن تتم كل العمليات المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية عن طريق الديوان.

وفي عام 1969 صدر القانون رقم (13) والقاضي بإنشاء بورصة القيم والتي استمر العمل بها حوالي عشرين عاما حتى صدر القانون رقم (49) عام 1989 بإحداث بورصة الأوراق المالية والتي عرفها القانون بأنها مؤسسة عمومية ذات صبغة تجارية تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي،وتخضع لأحكام المجلة التجارية (القانون التجاري) ويشرف عليها وزير المالية.

وصدر القانون رقم 49 لعام 1989 واستهدفت تنظيم أعمال السوق المالي التونسي وإجراءاته ويشمل هذا القانون الأحكام المتعلقة بمهام وهيكلة بورصة الأوراق المالية،وأعمال وسطاء البورصة،وسير أعمال البورصة،وأنظمة الإصدارات ومعاملات البورصة،ومتطلبات إدراج الشركات.

وإثر النتائج الإيجابية التي سجلت في السنوات الأخيرة من القرن الماضي، ونتيجة للتطورات السريعة التي شهدها السوق المالي تم إدخال آليات جديدة ومتطورة تعكس الانفتاح الاقتصادي وتحرير الأنشطة الاقتصادية،ونتيجة لذلك تم إنشاء ما يلي:

هيئة السوق المالي:وذلك في 15 نوفمبر 1995

شركة البورصة:وتم ذلك سنة 1996

5- بورصة الكويت

كان التعامل في سوق الأسهم الكويتية يتم من خلال مكاتب وسطاء العقارات وفي التجمعات الشعبية،وقد اكتسبت هذه المرحلة أهميتها ليس فقط لأنها مثلت المرحلة الأولى لتأسيس الشركات المساهمة الكويتية وظهور رأسمالها كأول نوع من الأوراق المالية المحلية القابلة للتداول في الكويت،وإنما كذلك لأنها شهدت تكوين المعالم والملامح الرئيسية للاقتصاد الكويتي الحديث كما شهدت كذلك بداية التدفق الخارجي لرؤوس الأموال الكويتية.

كان القانون التجاري رقم (15) لسنة 1960 الدور الأساسي في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكتتاب فيها،ويعد هذا القانون المنظم الأول لإصدار الأوراق المالية في

الكويت.[1] حيث حدد المسؤولية القانونية لكل من المصدرين والمكتتبين في الأوراق المالية.

قد شهدت فترة الستينات تزايد تأسيس الشركات المساهمة الكويتية في مختلف مجالات النشاط الاقتصادي،وتزايد التداول بشكل ملموس،مما استدعى إصدار قانون آخر وهو القانون رقم (32) لسنة 1970 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة،ويعد ذلك القانون أول خطوة هامة على طريق تنظيم تداول الأوراق المالية في الكويت،حيث قضى بتكوين لجنة استشارية للإشراف على عمليات تداول الأوراق المالية.

وفي أوت 1972 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية بمدينة الكويت، حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداوله يوميا من أسهم، ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات ثم توزيعها على وسائل الإعلام ومكاتب الوسطاء.

وفي نوفمبر 1976 صدر قرار وزير التجارة والصناعة رقم (61) لسنة 1976 والخاص بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية، وقد تم بموجب هذا القرار تكوين لجنة الأوراق المالية حيث منحت صلاحيات كبيرة لإعادة تنظيم التداول في السوق.

وفي شهر أبريل من عام 1977 تم افتتاح بورصة الأوراق المالية في الكويت والتي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية، حيث ظل السوق يعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية التي تشكلت بالقرار الوزاري رقم 01 لسنة 1976 حتى أوت 1983.

ونظرا للآثار التي أحدثتها أزمة سوق المناخ في عام 1982، فقد اتجه التفكير إلى إعادة تنظيم السوق وفقا لضوابط وقيود محددة ليكون قادرا على القيام بدوره الحقيقي في مجال تطوير الاقتصاد الوطني.

وبناءا على ذلك صدر في أوت 1983 المرسوم الخاص بإعادة تنظيم السوق حيث جاء في نص المادة وبمعناها:

بأن يتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطه وفقا لأحكام هذا المرسوم ويتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون له أهلية التصرف في أمواله وإدارتها

[1] - حكمت نشا شيبي، **خطوة عملية على طريق تطوير الكويت كمركز مالي**، مجلة الاقتصادي الكويتي، غرفة تجارة وصناعة الكويت، أكتوبر 1976، ص 160.

وحق التقاضي،كما صدر القرار الوزاري رقم (35) لسنة 1983 بشأن اللائحة الداخلية للسوق.

6- بورصة السعودية[1]

تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية في عام 1934، وهي الشركة العربية للسيارات، تلتها ثلاث شركات كهرباء، ثم شركة الاسمنت العربية التي تأسست عام 1945، ثم تتابع بعد ذلك تأسيس الشركات المساهمة مواكبا لاحتياجات التنمية الاقتصادية في تلك المرحلة.

ويمكن تحديد بداية ظهور سوق السهم في المملكة في نهاية السبعينات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ والذي تزامن مع قيام الحكومة بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها وقيامها بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة إذ تم طرح أسهمها للاكتتاب العام،حيث ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور ومن ثم نشأت الحاجة إلى تبادل تلك الأسهم فيما بينهم.

ففي تلك الفترة (أواخر السبعينات) نشأ سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم،ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها المكاتب في هذا المجال،وظهور بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم فقد صدر المرسوم رقم 8/1230 في 1403/07/11 هـ بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية واعتبارا من غرة شهر ربيع الأول عام 1405 هـ (الموافق 23 نوفمبر 1984) مكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع محكمة تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم[2].

7-بورصة البحرين

استطاعت دولة البحرين بحكم موقعها الاستراتيجي الذي مكنها أن تلعب دورا حيويا في تجارة ترانزيت Transit وإعادة تصدير البضائع المستوردة إلى دول الإقليم

[1] - حكمت نشا شيبي، مرجع سابق، ص 163.

[2] - الجنابي هيل عجمي،**مناخ الاستثمار المباشر بين الدول العربية**،ورقة عمل مقدمة لمؤتمر العلوم المالية والمصرفية الأول المنعقد في جامعة اليرموك في 23- 25 /1998/11.

الخليج العربي أن تشكل مركز جذب للشركات والبنوك الأجنبية التي سعت إلى افتتاح فروع لها في دولة البحرين بغرض تمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير وذلك منذ بداية القرن العشرين.

7-1 نشأة وتطور سوق البحرين للأوراق المالية

ويعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956م بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو بنك البحريني الوطني والذي بدأ نشاطه في 1957م وتابعه إنشاء وتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية وصناعية في البلاد خلال عقدي الستينيات والسبعينيات وبأعداد متزايدة مع بداية عقد الثمانينيات الذي شهد أيضا نشوء سوق غير رسمي " سوق اللؤلؤة" لبيع وشراء أسهم الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوق للأوراق المالية يوفر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين كما عجز أن تعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيه القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة وذلك لافتقاده للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق أوراق المالية.

كما أن التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC وإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق للأوراق المالية في البحرين جاءت نتائج إيجابية مشجعة لإقامة مثل هذه السوق نظرا لما تتميز به البحرين من موقع استراتيجي وبحكم كونها مركز ماليا ،إقليميا ودوليا.

وبناءا على ذلك صدر المرسوم بقانون رقم 04 لسنة 1987 م والخاص بإنشاء وتنظيم سوق المالية كما صدرت اللائحة الداخلية لسوق بالقرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988 م وبذلك تم إرسال القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول وتسويات والمعلومات التي على ضوئها ثم بدأ التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989 م[1]

7-2 إدارة سوق البحرين للأوراق المالية [2]

[1]- رمضان علي شراح، **مستقبل الأسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها**، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001، ص 21.

[2]- خليل حسن خليل، **دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المتخلفة مع دراسة خاصة باقليم مصر**، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر، ص51.

يقوم بإدارة سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة برئاسة وزير التجارة والزراعة ويتم تشكيل إدارة السوق على النحو التالي:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب لرئيس.
- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد.
- عضو يمثل مؤسسة النقد البحرين
- ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة البحرينية من ذوي الخبرة والكفاءة.
- عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يخترهما رئيس المجلس.

ويقوم المجلس بوضع السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق والقواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين في السوق والنظر في طلبات قيد الوسطاء وصانعي السوق وإدراج أسهم الشركات.

7-3 الإطار التشريعي والمؤسسي

يتضمن الإطار التشريعي الذي يحكم عمل سوق البحرين لأوراق المالية بشكل أساسي قانون واللائحة الداخلية لسوق وتتناول المواد 24 من قانون السوق وبشكل عام إنشاء السوق وأهدافه وكذلك إدارة وكيفية تشكيل مجلس إدارته بالإضافة إلى تصنيف الشركات المدرجة لدى السوق وأنواع العضوية والأوراق التالية المتداولة فيه.

وتقوم سوق البحرين للأوراق المالية بوظيفتين أساسيتين تمثلان البعد الحقيقي لأهميته في تنظيم قطاع الأوراق المالية وتتمثل أولهما في دور اللجنة العليا للأوراق المالية، حيث يقوم من خلالها بالإشراف عل السوق المالية في البحرين والعمل على تطوير أطره التشريعية والفنية. أما الثانية تتمثل في قيام سوق الأوراق المالية من خلال تطبيق الإجراءات الإدارية والفنية وكذلك تقديم كافة التسهيلات التي تكفل سلامة وعدالة تداول في السوق.

7-4 الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة

أما فيما يخص شروط ومتطلبات الإدراج يمكن تلخيصها من خلال المادة رقم 39 التي تبرز الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة وذلك على أن:

- تكون شركة مساهمة.

- يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين.

- لا يقل رأس المال الشركة المدفوع عن 500000 دينار أو ما يعادلها بالعملات الأخرى وأن لا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة 50% على الأقل.

- تكون الشركة قد حققت أرباحا في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ الطلب الإدراج وكذلك تقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة وأن تكون حققت أرباحا.

- تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.

8- بورصة الإمارات العربية

سيتم التطرق لسوق الإمارات من خلال:

8-1 **إنشاء السوق وإدارته:** تنشئ الدولة أسواقا لتداول الأوراق المالية والسلع، وتكون كل سوق على شكل مؤسسة عامة محلية ترخص من الهيئة، ويشترط الربط الالكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة. ويتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيلة بقرار من السلطة المحلية المختصة، على ألا يكون من بين أعضائه عضوا في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة، أو أن يكون وسيطا ماليا، ويخضع أعضاء مجلس إدارة السوق للأحكام القانونية.

ويلتزم مدير عام السوق، ونائبه ،وكل عضو من أعضاء السوق بالتصريح خطيا لدى هيئة الأوراق المالية والسلع

ويمارس مجلس إدارة السوق الاختصاصات الآتية:

- تعيين مدير عام السوق ونائبه.

- وضع الهيكل التنظيمي وملحقاته، والنظام الداخلي، وكافة اللوائح والتعليمات الإدارية.

– المتابعة اليومية لعمليات تداول الأوراق المالية والسلع بما يضمن العدالة بين المتعاملين.

– رفع التقارير والبيانات إلى هيئة الأوراق المالية والسلع، وإصدار البيانات الصحفية الضرورية لضمان الشفافية في المعلومات والإفصاح.

8–2 **الوسطاء:** يقتصر التعامل في الأوراق المالية المدرجة في السوق على الوسطاء المرخص لهم، كما يتعين عليهم وممثليهم مراعاة ما يلي:

– الالتزام بأحكام القانون والنظم الصادرة ،وكذا جميع القرارات والتعليمات ذات الصلة بالسوق.

– الامتناع عن القيام بكل ما من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق ،أو أعضائه أو المتعاملين فيه، أو المساهمة أو الترتيب لأية معاملة صورية لا تؤدي إلى انتقال حقيقي للأوراق المالية أو قانون الأموال محل الصفقة.

وفي حالة المخالفة يخول لمجلس إدارة السوق أن يوقع على الوسطاء الإجراءات الآتية: الإنذار، الغرامة المالية كما لا تزيد على مائة ألف درهم، مصادرة الكفالة المصرفية جزئيا أو كليا، وقف الوسيط عن العمل لمدة لا تزيد على أسبوع، فإذا زادت مدة الوقف عن أسبوع يحال الأمر إلى الهيئة لاتخاذ ما تراه.

8–3**المقاصة والتسويات ونقل الملكية والحفظ:** يتم عرض أسعار الأوراق المالية والسلع في السوق

وفقا للأنظمة الصادرة بموجب أحكام القانون على أن تشمل الأنظمة إجراءات البيع والشراء والمقاصة والتسويات، ويتم نقل ملكية الأوراق المالية في السوق والقيد في سجلاته والحفظ وفقا للأنظمة الصادرة وتلتزم الجهة المصدرة لهذه الأوراق باتخاذ إجراءات نقل الملكية من جانبها بدون تأخير.

8–4**الإفصاح والشفافية:** يجوز للمجلس إلزام أي شخص ذي الصلة بأنشطة الأوراق المالية سوءا كان شخصا طبيعيا أو معنويا بالإفصاح العلني أو الخاص وبتقديم أية بيانات ذات الصلة بنشاطه كما يتعين يتم تبعه في عام تم إدراج أوراقها المالية في السوق

إبلاغه بأية معلومات تؤثر على أسعار تلك الأوراق حال توفرها لديها، ولمجلس إدارة السوق حق نشر تلك المعلومات من خلال الصحف المحلية ووسائل الإعلام الأخرى التي يراها مناسبة، كما تلتزم تلك الشركات بنشر أية معلومات إيضاحية تتعلق بأوضاعها وأنشطتها وبما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين متى طلب منها ذلك.

كما لا يجوز تقديم أية بيانات أو تصريحات أو معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية وعلى قرار المستثمر بالاستثمار أو عدمه، ولا يمكن استغلال المعلومات غير المعلنة التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية لتحقيق منافع شخصية.

9 – بورصة عمان

سيتم التعرف على خصوصيات بورصة عمان من خلال:

9-1 نشأة بورصة عمان

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ بداية الثلاثينيات من القرن العشرين حيث تم تأسيس شركات كبرى في تلك الفترة هي البنك العربي وشركة التبغ والسجائر وشركة الكهرباء وقد أخذ الجمهور الأردني يكتب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك التاريخ كما توالى تأسيس الشركات المساهمة ليصل 66 شركة عام 1978 م .

وفي غياب سوق منظم لتداول الأوراق المالية فقد كان التعامل بها يتم من خلال مكاتب غير متخصصة أو ما يسمى بأدبيات الأسواق المالية بالسوق غير منتظم ومع ازدياد أعداد الشركات المساهمة العامة وتوسع الحكومة في إصدار أدوات الدين العام اتضحت الحاجة إلى إنشاء سوق منتظم حيث دعت لذلك خطط التنمية المتعاقبة، وقد تبع ذلك جهود كبيرة ودراسات عدة مما أثمر عن تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976 م[1]

9-2 الإطار التشريعي لبورصة عمان

[1]- طاهر حيدر حردان، **مبادئ الاستثمار** ، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط3 ، عمان ، الاردن،1997، ص 185

تم افتتاح بورصة عمان رسميا بتاريخ 01/04/ 1978 م وقد صدر قانون عمان المالي لسنة 1990 م ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 ليمكن كافة الأمور ولقضايا المتعلقة بالسوق وهذا من خلال النصوص المتعلقة بالمواد التالية:[1]

مادة 23 وجاء فيها ما يلي:

تنشأ في المملكة سوق لتداول الأوراق المالية تسمى بورصة عمان وتتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة جميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة والتصرف فيها وهي الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي.

- المادة 24 وجاء فيها ما يلي:

يتم التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة من خلال صفقات تبرم بين الوسطاء الماليين كل لصالح عمله تثبت بموجب قيود تدون في سجلات البورصة.

- المادة 25 وجاء فيها:

تتكون عضوية البورصة من الوسطاء لماليين وتتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة ورسوم الاشتراك السنوية فيها ويكون لكل وسيط مالي صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة ويدير البورصة مجلس إدارة ومدير تنفيذي وتحديد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بها والأحكام والإجراءات المتعلقة بالهيئة العامة وكيفية تشكيل مجلس الإدارة.

- المادة 26 وجاء فيها:

[2] جمال جويدان الجمل، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص ص 157-160.

يضع مجلس إدارة البورصة بموافقة المجلس الأنظمة الداخلية وتعليمات اللازمة لإدارة شؤون البورصات بما في ذلك(*) ما يتعلق بالأمور التالية:

- إدراج وتداول الوراق المالية.

- صندوق ضمان الوسطاء الماليين.

- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعتبر سرية والأشخاص المفوضين للإطلاع عليها بحكم عملهم.

- حل النزاعات بين أعضاء البورصة وبين الأعضاء وعملائهم.

3-9 شروط الإدراج في بورصة عمان: يمكن تلخيص شروط إدراج في بورصة عمان في النقاط التالية:

- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم في السوق الموازية.

- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر.

- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي نسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع.

- أن تقدم الشركة القوائم المالية الختامية وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل.

- على الشركة تقديم طلب الإدراج مرفوقا بطلب الإدراج المقرر من قبل السوق ونسخة من عقد التأسيس ونظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج وكذا أعضاء مجلس الإدارة.

المطلب الثاني: سمات الأسواق المالية العربية

رغم ماتشهده البورصات العربية من تطورات وإصلاحات فإنها ما زالت تتسم ببعض السمات المشتركة التي تجعلها في حاجة إلى مزيد من التطوير، والتي انعكست على الأداء العام لهذه الأسواق ، وأهم هذه السمات ما يلي:

(*) قبل أن يتم إدراج الشركة في السوق النظامي يشترط أن تكون الشركة مساهمة عامة ويكون رأس مالها مطابق لما هو وارد في أحكام قانون الشركات وأحكام قانون البنوك كما يشترط أن يكون رأسمالها مدفوع ب 50% من القيمة الاسمية لسهم وأن يكون قد مضى على تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل مدة سنة كاملة.

أولا: صغر حجم الأسواق المالية العربية وضيق نطاقها

تتصف الأسواق المالية العربية بصغر حجمها وضيق نطاقها،وينطبق هذا الوصف على الأسواق الأولية والثانوية،ويستدل على ضيق نطاق الأسواق المالية العربية من خلال الدلائل التالية:

– انخفاض الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في أسواق رأس المال العربية إلى الناتج القومي الإجمالي:

فقد أكدت الدراسات التي أجريت على خمس دول عربية ذات أسواق رأس مال منظمة وهي الأردن،والمغرب،ومصر ،والكويت،وتونس وهي الأسواق الأكثر تنظيما وتطورا في الوطن العربي،أن متوسط الإصدارات الأولية إلى الناتج القومي الإجمالي قد بلغت (4.1%) وتعتبر هذه النسبة متدنية إذا ما قورنت بالدول المتقدمة أو حتى ببعض الدول النامية الأخرى،إذ نجد بأن النسبة المشار إليها تبلغ ما بين (8–11%) في بعض دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) كاليابان وإيطاليا وكندا،كما تبلغ هذه النسبة في بعض الدول النامية مابين (6%–8 %) كالبرازيل وكولومبيا وفنزويلا ونيجيريا.

– انخفاض الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في التكوين الرأسمالي الإجمالي

إذ تشير الدراسة المشار إليها والتي أجريت على الدول العربية ذات أسواق رأس المال المنظمة بأن الإصدارات الأولية بلغت نحو (15.8%) من التكوين الرأسمالي الإجمالي،وفي المقابل نجد بأن هذه النسبة وصلت في بلجيكا إلى (38%)،وفي هولندا (35%)،وفي البرازيل (46%) وفي كولومبيا (48%) .[1]

ثانيا:القصور التشريعي والمؤسسي

يلاحظ من خلال استعراض الأنظمة والقوانين المختلفة المتعلقة بشروط إصدار الأوراق المالية،وشروط إدراجها بأن هناك تباينا واضحا في النظم والقواعد التي تحكم العمل في الأسواق العربية كما تعاني الأسواق المالية العربية من جمود تشريعاتها والقوانين التي تحكم السوقين الأولي والثانوي،إضافة على تضارب التشريعات والنظم التي تحكم السوق الواحد،أما من الناحية المؤسسية فإن الهياكل التنظيمية للأسواق المالية

[1] – زياد الدباس،**عشرة تحديات تواجه أسواق الأسهم العربية**،جريدة الرأي الاقتصادي 12 ديسمبر 2001 .

العربية لا تزال غير مكتملة،وقد انعكس ذلك على أداء هذه الأسواق من حيث ضيق نطاق هذه الأسواق وقلة الأدوات الاستثمارية المستخدمة.

ثالثا: الخصائص الأخرى

إضافة لما تقدم تتصف أسواق رأس المال العربية بضعف وغياب دور الوساطة المالية المتخصصة في أعمال الأسواق المالية الأولية والثانوية، وكذلك وجود عدد محدود من الشركات صانعة الأسواق وتغطية الإصدارات،كما أن أدوات الاستثمار المالية لازالت محدودة جدا من حيث عددها وأنواعها ومحصورة داخل الأسواق المحلية، إضافة لذلك فإن الأوراق المالية المحلية هي أدوات مالية تقليدية منقولة من الخارج، ولا يوجد أدوات مالية عربية متطورة تناسب واحتياجات المجتمعات العربية.

المطلب الثالث :حجم ونشاط الأسواق المالية العربية

رغم مايعكسه واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من حداثة عهد معظم هذه الدول في إنشاء بورصات للأوراق المالية، إلا انه يمكن القول أن هذه البورصات قطعت شوطا ليس هينا خلال السنوات القليلة الماضية من أجل تطوير أسواقها المالية.

أولا-من حيث عدد الشركات المدرجة، وفي هذا الصدد نميز مرحلتين:

المرحلة الأولى مرحلة التزايد (1994-2002):ارتفع عدد الشركات المدرجة من 1085 شركة عام 1994 حتى وصل إلى 1828 شركة عام 2002، تعتبر البورصة المصرية أكثر الأسواق المالية العربية من حيث عدد الشركات المدرجة (700 شركة سنة 1994-1150 سنة 2002).

المرحلة الثانية مرحلة التناقص (2002-2007): انخفض خلال الفترة عدد الشركات المدرجة من 1828 سنة 2002 (منها 1150 شركة مدرجة في بورصتي القاهرة والإسكندرية) إلى 1550 شركة مدرجة بنهاية سنة 2007 (435 شركة مدرجة في بورصتي القاهرة والإسكندرية).

ثانيا: من حيث قيم التداول

ارتفعت قيم التداول في البورصات العربية من (10513.17) مليون دولار عام 1994 لغاية (65400.10) مليون دولار عام 2002 ،إلا أن قيم التداول عام 1998

عرف تراجع قيم التداول من 63894.75 مليون دولار عام 1997 لغاية (35594.2) مليون دولار بسبب الأزمة المالية الآسيوية وتأثر الأسواق المالية العربية[1]، فيما سجلت قيم التداول سنة 2007 بالأسواق المالية العربية مجتمعة مبلغ 1108.1 مليار دولار أمريكي منها 682.287 في سوق الأسهم السعودي ، 130.896 مليار دولار أمريكي في سوق دبي المالي.

ثالثا:أحجام التداول[2]

يعبر حجم التداول عن الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي، وقد ارتفع عدد الأوراق المتداولة في البورصات العربية من 3150.05 مليون سهم عام 1994 لغاية (4608.30) مليون سهم عام 2002 ، ثم 168.6 مليار سهم سنة 2006 حتى 323 مليار سهم سنة 2007 بزيادة نسبتها 91.6% مقارنة بعام 2006 ، ويتم تداول أكثر من 80% من الأوراق المالية في السوق السعودي، بورصة دبي الوطني والكويت.

وكنظرة عامة عن أداء الأسواق العربية منذ نشأتها تعتبر سنة 2007 من أحسن سنوات الأداء التي ميزت الأسواق العربية حيث ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية بنسبة 38.3%ليصل 328.7 نقطة عام 2007 مقارنة بنهاية عام 2006 (237.7) نقطة خسرت فيها البورصات العربية ما يفوق 426 مليار دولار أمريكي (السعودية أكبر الخاسرين بـ 323 مليار دولار نهاية 2006) رغم هذا الارتفاع عن التحسن الكبير في أداء غالبية الأسواق المالية العربية من ناحية ارتفاع أحجام التداول،والأسعار والقيم السوقية للأسواق على أعقاب الانخفاض الكبير الذي شهدته معظم هذه الأسواق خلال سنة 2006.

وحسب صندوق النقد العربي كان أداء الأسواق المالية العربية عام 2007 كان أفضل من الأداء الذي حققته معظم الأسواق الناشئة والدولية،فقد ارتفع مؤشر ستاندرد وبورز (خاص بالأسواق المالية الأمريكية) بنسبة 3.5% وارتفع مؤشر فوتسي (بورصة لندن) بنحو 3.8% ، في حين انخفض مؤشر نيكاي بنحو 11% ،كما ارتفعت القيمة

[1] – وليد أحمد صافي،_**واقع وأفاق الأسواق المالية العربية**، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003، ص 86 .

[2] – صندوق النقد العربي ، التقرير السنوي الصادر عن الصندوق 2007.

السوقية للأسواق العربية في نهاية عام 2007 لتبلغ حوالي 1338.6 مليار دولار أمريكي ،مقارنة بنحو 888.1 مليار دولار أمريكي سنة 2006 ، وقد سجلت القيمة السوقية للأسواق الرئيسية نسب نمو قياسية خلال عام 2007 ، فعلى سبيل المثال ارتفعت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 58.8 % لتصل إلى حوالي 519 مليار دولار أمريكي وتمثل هذه القيمة ما نسبته 38.7% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية،وارتفعت القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 59%،وسوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 50%،وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 48.5%،وسوق الكويت بنحو 27.8%، وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 56.8%.

المبحث الثالث : التطوير والربط بين البورصات العربية

إن البيانات والإحصائيات أظهرت علاقة ضعيفة بين تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في هذه الدول وذلك يرجع إلى تدخلات الحكومات وسياساتها ألاقتصادية وكذا الدور الضئيل للقطاعات الخاصة في هذا النمو وانخفاض في الاستثمارات الأجنبية .

وبالتالي تم التوصل إلى ضرورة دعم وتطوير القطاع الخاص ودوره في النمو وحرية الاستثمارات وحمايتها وتطوير النظام المالي بما يكفل زيادة المنافسة وكذا النمو الاقتصادي.

المطلب الأول:معوقات التطوير والربط بين بورصات الأوراق المالية العربية

هناك عقبات متباينة تتعلق باقتصاديات أسواق الأوراق المالية العربية وتباين هياكلها والسياسات الاقتصادية المتبعة، وكذلك عقبات تتعلق بأسواق الأوراق المالية في هذه الدول وعقبات تتعلق بالبورصات العربية نفسها، وفيما يلي استعراض لهذه العقبات:

أولا: العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية

من المعروف بأنه لا يمكن تطوير وربط الأسواق المالية العربية بمعزل عن التطورات والأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، وفي ضوء ذلك فإن ضعف الترابط بين هذه الأسواق تعكس بالضرورة الخلل الهيكلي في اقتصاديات الدول العربية،وتشير الدراسات المتعلقة بالاقتصاديات العربية إلى أن هناك تباينا واضحا في اقتصادياتها وكذلك في السياسات المالية والنقدية التي تنتهجها بالإضافة إلى غياب التنسيق فيما بينها[1]

وعلى العموم يمكن التمييز بين مجموعتين من الدول العربية وذلك من حيث التطور الاقتصادي الأولى تضم الدول العربية التي يتميز تركيبها الاقتصادي بوفرة مالية

[1] –أحمد النجار، **الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية**، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية الطبعة الثانية، 2001، ص 135.

يقابلها شح في عناصر الإنتاج الأخرى وخاصة العناصر البشرية المدربة،أما المجموعة الثانية،فتضم دول عربية يتميز تركيبها الاقتصادي بقلة رأس المال ووفرة عناصر الإنتاج الأخرى وخاصة الأيدي العاملة،وفي ضوء هذه الحقائق فإن السياسات الاقتصادية المتبعة في كلا المجموعتين مختلفة ،لذلك فإن التحدي القائم يقوم على أساس إيجاد انسجام بين مصالح دول الفائض، وذلك من خلال توفير فرص استثمارية مناسبة وكذلك مصالح الدول العربية الأخرى ذات الإمكانيات التنموية والبشرية.

إضافة إلى ما تقدم، فإن المبادلات التجارية فيما بين الدول العربية لازالت متدنية حيث أن التجارة العربية النسبية لازالت لم تتجاوز (10%) وذلك حسب آخر إحصاءات متوفرة الأمر،الذي يتطلب بذل مزيد من الجهود لتعزيز وتنشيط التجارة العربية البينية.

إن التباين المشار إليه سابقا في معدلات الادخار وما ينجم عن ذلك من اختلافات في الهياكل الاقتصادية العربية ومستويات الرفاه الاقتصادي تؤثر في السياسات الاقتصادية التي تنتهجها الدول العربية بما في ذلك السياسات النقدية والمالية، مما ينعكس سلبا على إمكانية تكامل أسواق رأس المال والبورصات العربية.

ثانيا: العقبات المتعلقة بالأسواق المالية العربية

تعاني أسواق رأس المال في الدول العربية من نقاط ضعف متعددة تحول دون تطور هذه الأسواق، وبالتالي إمكانيات تعاملها وربطها مع بعضها البعض،حيث لا يمكن عزل موضوع تطوير أسواق رأس المال عن الأوضاع الاقتصادية والسياسة المتبعة.

إن النقطة الأساسية التي تحول دون تكامل وترابط أسواق رأس المال العربية تكمن في عدم توفر إمكانية تحويل الفوائض المالية العربية والموظفة في الغالب على شكل ودائع مصرفية في البنوك الأجنبية إلى قروض عربية طويلة الأجل، وذلك من خلال العمل المصرفي العربي الدولي سواء كان ذلك من داخل الوطن العربي أو من خارجه ويملك العرب استثمارات خارجية عامة و خاصة، وتتفاوت التقديرات بشأنها بين تريليون دولار و 1400 مليار دولار.

ثالثا: العقبات المتعلقة ببورصات الأوراق المالية العربية[1]

[1] - منير إبراهيم هندي، **مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر ومحاذير**، توزيع منشأة المعارف، لإسكندرية، مصر، 1995، ص ص: 658-712.

وتتمثل هذه العقبات فيما يلي:

1-المعوقات التنظيمية والقانونية، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

أ- تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها.

ب- عدم تنوع الأدوات المالية الموجودة لدى أسواق الأوراق المالية العربية، حيث تكاد تكون الأسهم والسندات الأوراق الوحيدة التي تتوفر لدى أسواق الأوراق المالية

2-**وجود عقبات تشريعية** ، تحول دون إمكانيات الربط بين البورصات العربية حيث لا تسمح التشريعات التي تحكم عمل البورصات العربية إمكانيات الربط بين هذه البورصات كالإدراج المشترك للأسهم بين هذه البورصات على سبيل المثال.

3- **محدودية العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية** ، تعاني الأسواق المالية العربية العديد من المعوقات في جانبي العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية ففي جانب العرض نلاحظ:

الأسواق المالية العربية تعاني من عدم تنوع العرض للأدوات الاستثمارية، ويرجع ذلك إلى أن الأسواق المالية العربية تتصف بسيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة الأمر الذي يعني استحواذ مؤسسي الشركات على الجزء الأكبر من الإصدارات(ضيق قاعدة المساهمين).

أما من ناحية الطلب فنلاحظ :[1]

انخفاض الدخل وبالتالي الادخار الفردي منافسة الحكومة وسيطرتها على ملكية الشركات في عروض الأسواق المالية العربية ، إضافة على ذلك فإن الانخفاض في الطلب على الأوراق المالية يرجع إلى:

انخفاض العائد المالي على هذا النوع من الاستثمار (تفضيل السيولة والعقارات) المضاربة في أسواق الأوراق المالية خلال بعض الفترات أزمة سوق(المناخ)الأمر الذي أدى على زعزعة ثقة المستثمرين بأسواق الأوراق المالية.

4- معوقات آلية عمل البورصات العربية ، تتمثل هذه المعوقات في ضعف أرقام المؤسسات المالية التي تشكل الإطار الرسمي الذي تعمل من خلاله البورصات العربية ومن أهمها:

[1] - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 713.

– قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية التي تضطلع بمهام ترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

– عدم كفاية وقدرة السماسرة على إعطاء المشورة للمستثمرين الراغبين في شراء الأوراق المالية وعدم إلمامهم بمهنة السمسرة وفق التعامل بالأوراق المالية.

– قلة أعداد الشركات المساهمة التي تقوم عليها السوق المالية.

– ضعف الإفصاح المالي على المعلومات المالية للشركات.

– ضعف شبكة الاتصالات بين الدول العربية وذلك بسبب تفاوت مستوى تطور البورصات العربية من الناحية الفنية.

المطلب الثاني:إمكانيات الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية ومتطلبات ذلك

يتوقف الربط بين الأسواق المالية العربية على عدة عوامل منها ما هو متوفر في خصائص الأسواق المالية العربية و منها ما هو غير متوفر، تسعى الدول العربية على اختلاف ميزاتها لتوفير هذه الخصائص بمحاولة توفير متطلباتها.

أولا: إمكانية الربط بين بورصات الأوراق المالية وآليات تحقيق ذلك[1]

يرجع اهتمام الدول العربية لتحقيق درجة من التكامل في المجال المالي بداية الخمسينات من القرن الماضي حيث تم توقيع اتفاقية تسوية المعاملات الجارية وانتقال رؤوس الأموال في عام 1953 وكذلك اتفاقية استثمار رؤوس الأموال العربية وانتقالها بين البلدان العربية 1970والتي تهدف إلى دعوة الأقطار العربية المصدرة لرأس المال لبذل جهدها نحو تشجيع الاستثمارات في البلدان العربية كما أدركت الدول العربية منذ تزايد الفوائض المالية العربية قيام الأسواق المالية والنقدية العربية فقد أثر المجلس الاقتصادي العربي في الدورة الثانية والعشرون عام 1976 الموافق من حيث المبدأ على فكرة إنشاء السوق المالية والنقدية العربية وتكليف محافظي البنوك المركزية العربية في النظر في الترتيبات اللازمة لإنشاء السوق، قد استمرت جهود الأمانة العامة للجامعة العربية وصندوق النقد العربي في إعداد الدراسات الشاملة لتطوير الأسواق المالية العربية،إلا أن

[1] - فاروق تشام،**الاستثمارات العربية، واقعها وآفاقها في ظل النظام العالمي الجديد**،مؤتمر الإستثمار والتمويل، بعنوان تطوير الادارة العربية لجذب الاستثمار، شرم الشيخ،مصر من05الى 08 ديسمبر2004، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ص47.

الواقع العربي يشهد تطبيقا للتوصيات التي خلصت إليها تلك الدراسات و كما هو معلوم أن الجهة التي يمكن أن تأخذ على عاتقها تطوير الأسواق المالية العربية والربط فيما بينها هي ص.ن.ع واتحاد البورصات العربية (أنشئ في جانفي 1982) (من أهم أهداف إنشاء سوق مالية عربية هو وضع سياسات للوصول لتحقيق الأهداف) وفي عام 1987 بدأ ص.ن.ع في تنفيذ المخطط الشامل لتطوير الأسواق المالية العربية وتوثيق الربط بينها على الأمد الطويل ومن أجل ذلك فقد تبنى ص.ن.ع برنامجا لعمل يتكون من:

– إجراء مسوح ميدانية للأسواق المالية العربية للتعرف على أوضاع تلك الأسواق للخروج بتوصيات عملية محددة للتطوير والتنسيق،حيث قام الصندوق بإجراء مثل هذه المسوح في عدة دول عربية.

– إنشاء قاعدة بيانات حول نشاط الأسواق المالية العربية،لتمكين الصندوق من تحديث معلومات باستمرار وشكل منتظم عن أوضاعها.

– تقديم المعونة الفنية وفقا لاحتياجات الأسواق المالية المختلفة:حيث ترتكز إستراتيجية المعونة الفنية التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء على:

أ– تنسيق وتوحيد الأنظمة المعمول بها في الأسواق المالية العربية وذلك بالشراكة مع اتحاد البورصات العربية.

ب– مساعدة الدول الأعضاء التي تفتقر إلى أجهزة الوساطة المالية الناسبة على إنشائها و تطويرها.

جـ– تطوير أدوات الاستثمار المعروضة بالأسواق المالية العربية وتنويعها،وتطوير جانبي العرض والطلب على تلك الأدوات،هذا فضلا عن تطوير الأنظمة القانونية لضمان انسياب رؤوس الأموال بين الدول العربية.[1]

ثانيا: متطلبات الربط بين بورصات الأوراق المالية العربية

برز العديد من السيناريوهات في الوطن العربي لعل أهمها يتمثل في إعطاء دور أكبر للمؤسسات المالية العربية المشتركة كصندوق النقد العربي والاتحاد العربي للبورصات العربية ويمكن تلخيص الخطوات العملية والسبل المقترحة الواجب اتخاذها لربط بورصات الأوراق المالية العربية كما يلي:

[1] - فاروق تشام، مرجع سابق، ص52.

1- تحسين المناخ الاستثماري:عن طريق

- إعادة النظر في أكثر من التشريعات الاستثمارية النقدية والمالية.
- إزالة العراقيل والمعوقات الإدارية.
- تجنب اصدرا القرارات واتخاذ الإجراءات المفاجئة التي تؤثر على حرية تحويل رأس المال وعوائده.

2- تنمية دور المؤسسات المالية العربية:

ضعف المؤسسات العربية،القدرة على التعرف على احتياجات العملاء بكافة أنواعهم لتلبية متطلباتهم وذلك عن طريق :

- تقوية مؤسسات التمويل من خلال دعم طاقاتها.
- إنشاء المؤسسات المكملة للأجهزة القائمة مثل (الأجهزة المتعلقة بنشر المعلومات الاستثمارية وتحليلها، شركات الاستثمار...).
- تطوير الأطر القانونية والمؤسسية لأسواق الأوراق المالية لأنه شرط أساسي وجوهري من أجل ربط وانفتاح هذه الأسواق عربيا،نظرا لاختلاف مستويات التنظيم في هذه الأسواق.

3- تطوير وتوحيد نظم المحاسبة والإفصاح المالي

الإفصاح المالي يقدمه مدققوا حسابات الشركات روح سوق الأوراق المالية وأساس استمرار عام وتطوره .

وانطلاقا من ذلك فلابد من النهوض بمهنة المحاسبة وتطويرها وهذا يتطلب ما يلي:[1]

1- معالجة موضوع الإفصاح المالي بطريقة متكاملة وموحدة وذلك عن طريق وضع المعايير والمبادئ المحاسبية السليمة والتقليل من التباين في الطرق المستخدمة وتوحيد المفاهيم الأساسية لمهنة المحاسبة .

2- ضرورة توفير الكوادر المتخصصة وتدريبها ورفع مستوى وكفاءة المحاسبين .

- متطلبات أخرى للربط والتعاون بين البورصات العربية:

إنشاء بنك اتصالات عربية متطورة (الكترونية).

إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية يتكفل بضمان الإصدارات الجديدة .

[1] - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص302.

تقديم الاستثمارات في مجال إصدار وتداول الأوراق المالية.
العمل كوسيط مالي للأوراق المالية للشركات العربية المشتركة.

خلاصة الفصل

يشهد العالم في الآونة الأخيرة ظواهر جديدة متلاحقة في عالم المؤسسات المالية من اندماجات وتحالفات ، وظهور كيانات ضخمة قادرة على التوسع في خدماتها ، فضلا عن عولمة العمليات المالية ، وتكامل رأس المال على المستوى العالمي، وانفتاح المؤسسات المالية بصورة متزايدة ، نتيجة التطور الهائل في تكنولوجيا الاتصالات والنقود والتجارة الإلكترونية.

نلاحظ أن السمات الأساسية لبورصات الأوراق المالية العربية ومعوقات الربط فيما بينها تحول دون قيامها بالدور المطلوب منها في حشد وتجميع المدخرات العربية والأجنبية بدرجة الكفاية واستخدامها في مجالات التنمية الشاملة في المنطقة العربية .

ومن خلال استعراض العقبات التي تواجه عملية الربط والانفتاح بين البورصات العربية تتضح جليا أن معظمها يعاني من نقص كبير في الأطر القانونية والتنظيمية والمؤسسية

وضيق القاعدة الاستثمارية، وافتقارها إلى الأدوات المالية المتنوعة، بالإضافة إلى وجود ضعف شديد في آليات عمل البورصات العربية.

وعلى الرغم من ذلك فان إمكانيات تطوير البورصات العربية وإيجاد قنوات الربط فيما بينها يتطلب اتخاذ عدد من الإجراءات الإصلاحية لتطوير هذه الأسواق ورفع كفاءتها من خلال إعادة النظر في الأطر التشريعية والتنظيمية والمؤسسية، إلى جانب تبني السياسات المالية السليمة لتفعيل دور المؤسسات المالية العربية في تعزيز انسياب الموارد المالية عبر البورصات العربية، ولا شك أن تطوير وتوحيد النظم المحاسبية والإفصاح المالي وإنشاء شبكة اتصالات ومعلومات عربية متطورة من شأنه أن يسهم إلى درجة عالية في رفع كفاءة البورصات العربية، وزيادة الترابط فيما بينها لتغدو أكثر قدرة على الابتكار والإيداع لمجاراة المستجدات والتطورات السريعة في البورصات العالمية .

الفصل الثالث

أثر أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية العربية

مقدمة الفصل

إن العالم المالي والاقتصادي في ظل غياب القطبية الثنائية أصبح أكثر التئاماً مع بعضه البعض، حتى أصبح أغلب أعداء الأمس أصدقاء اليوم، وهذا كله نتيجة الذوبان العالمي في بوتقة واحدة من الارتباطات المالية في أسواق المال وفي كل شيء، وعلى ذلك فإن العقبات أو الأزمات التي تصيب منطقة لابد أن تتأثر بها كل هذه الارتباطات لا يستطيع احد في العالم المترابط رغم ترامي أطرافه، والمتداخل مصلحيا رغم اختلاف أفكاره أن ينكر عليه التأثيرات الجدلية لكل أجزائه ومكوناته، فأي حدث اقتصادي أو سياسي أو اجتماعي وحتى جيولوجي يمس أي طرف من العالم له تأثير على مجريات الساحة الاقتصادية ولابد أن تصل تأثيراته إلى الأطراف الأخرى من المنظومة الاقتصادية الدولية وان اختلفت هذه التأثيرات تبعاً لنوعية الحدث وسرعة انتقاله، ولم يعد بإمكان وينعكس ذلك عليها ، مما يستدعي توحيد الجهود والأطر اللازمة لتشكيل نوع من الأمان العالمي للاقتصاد المتعثر في مرحلة ما.

بعد ما حصل من أزمة عالمية في الولايات المتحدة الأمريكية أكبر قوة اقتصادية في العالم صاحبة التطور التقني والتكنولوجي، أصبح هناك تأثيرات سلبية جادة وخطيرة على دول العالم لحكم العلاقة المادية والمعلوماتية التي تربط تلك الدول، وبالتأكيد كانت منطقتنا العربية التي تحوي على كميات كبيرة من البترول أن تكون عرضة لردة عنيفة من الانهيارات في البورصات التابعة لها ، فقد تهاوت الأسهم في البورصات الخليجية وبدأت المؤسسات الأجنبية تبيع بشكل هائل في السوق وخرج بعضها من السوق، وأعلن الكثير من المستثمرين إفلاسهم وهبطت سوق العقارات وجفت منابع السيولة واختلت الثقة في الاستثمار مما أثر سلبياً على أسواق العقارات.

لذالك قسمنا هذا الفصل إلي:

المبحث الأول: أزمة الرهن العقاري

المبحث الثاني: أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية

المبحث الثالث: معامل الارتباط كدليل لانتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى البورصات العربية

المبحث الأول: أزمة الرهن العقاري

إن الأزمة التي مرت بها أسواق المال ابتداءً من نيويورك ثم شملت بقية أسواق المال في آسيا وأوروبا، لها تأثيرات غير مباشرة، ولكنها حقيقية على مستويات النمو والازدهار أو التراجع في النشاطات الاقتصادية اليومية الأخرى التي يشعر بتأثيرها الأفراد، كما تتأثر بها المنشآت الاقتصادية.

المطلب الأول: ماهية أزمة الرهن العقاري وأهم أسبابها.

يمكن تلخيص فهم الأزمة المالية العالمية منذ اندلاعها كما يلي:[1]

-أقدمت البنوك وجهات الإقراض بأمريكا على منح قروض عالية المخاطر، وشجعها على ذلك ازدهار السوق العقارية في الفترة ما بين 2001-2006، فقامت بمنح المقترضين قروض بدون ضمانات كافية مقابل سعر فائدة أعلى لتعظيم الربحية.

-تغيرت السوق الأمريكية نتيجة لارتفاع سعر الفائدة، وعجز المدينين عن سداد قروضهم العقارية في الولايات المتحدة، ونجم عن هذا هبوط أسعار المنازل.

-طفت الأزمة على السطح بوضوح مع بداية عام 2007 بتزايد حالات التوقف عن السداد، وزيادة ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات وكثرة المواجهات بين المقترضين والبنوك.

-بلغ حجم القروض المتعثرة للأفراد نحو مائة مليار دولار ثم تفاقم الأمر حتى ارتفعت قيمة الأصول الهالكة المرتبطة بالرهون العقارية إلى 700 مليار دولار.

-أسفر هذا الوضع عن اضطرار الأفراد والمؤسسات لبيع العقارات، فهبطت قيمتها وزاد العرض على الطلب، فدارت الأزمة في دائرة مفرغة، تفاقم الأمر بزيادة عدد المنازل المعروضة للبيع بنسبة 75% في 2007 لتبلغ 2.2 مليون.

-انخفض الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي مما هدد الاقتصاد الأمريكي بكساد مرير انتقلت الأزمة لأوروبا وآسيا لارتباط كثير من المؤسسات المالية فيها بالسوق المالية الأمريكية، ثم تطورت لأزمة كبرى تهدد الاقتصاد العالمي.

[1] - الحمش منير، **الأزمة المالية والاقتصادية بين التفسير المالي والاقتصادي**، مجلة شؤون الأوسط، عدد 130، ص33.

أما بخصوص أسباب الأزمة المالية فقد اختلف الاقتصاديون في تحديد علمي ودقيق لأسباب الأزمة الاقتصادية والمالية الراهنة، غير أن معظمهم صنفها في أسباب مباشرة وغير مباشرة تمثلت بالطبيعة غير المستقرة للنظام الرأسمالي وعزوها إلى مجموعة من الأسباب لعل أبرزها ما يلي:[1]

أولاً: أزمة الرهن العقاري

لقد عزى الكثير من الباحثين الأزمة إلى أزمة الرهن العقاري، مع العلم أن هذه ليست الأزمة الوحيدة التي ألمت بالنظام الرأسمالي، بل كان هناك العديد من الأزمات تراكمت وتركت دون حل أو مراقبة حتى جاءت أزمة الرهن العقاري كفقاعة كبيرة لتكشف مواطن ضعف هذا النظام وهشاشته، بحيث تنادى كل أصحاب القرار السياسي لوضع الحلول ولتجنيب أنفسهم والعالم كارثة قد يحتاج العالم لعشرات السنين لتجاوزها ، لقد شهد سوق العقارات في أمريكا رواجا ترتب عليه ارتفاع في أسعار العقارات مما دفع بالعديد الاستثمار في هذا السوق وذلك بالاقتراض من البنوك دون ضمانات كافية (تسمى هذه بالقروض الرديئة لأنها دون ضمانات كافية وذات معدلات فائدة عالية غير ثابتة لتغطي على المخاطر). ونتيجة للعرض الكبير والطلب المتواضع على العقارات دفع بأسعارها نحو الانخفاض مما دفع بالبنوك إلى رفع الفوائد لمواجهة المخاطر المحتملة مما أسهم في إفلاس البعض وإعلانهم بعدم قدرتهم على دفع الأقساط. إن استيلاء البنوك على كثير من العقارات وبيعها بالمزاد العلني أسهم بخفض العقارات وإفلاس مئات الآلاف إضافة إلى عدم تحصيل البنوك لكامل أموالها حتى بعد عمليات الاستيلاء والبيع.

من هنا بدأت المشكلة، بنوك ضعفت سيولتها وأفراد لا أموال لديهم لإيداعها، مما دفع ببعض البنوك إلى إعلان إفلاسها، ومن هنا اقبل المودعون على سحب ودائعهم بشكل كبير مما دفع بالبنوك إلى الاقتراض من بعضها ومن البنك المركزي، وهذا انعكس سلبا على أسهمها في الأسواق المالية واضعف من رأس مالها إلى أن أعلن البعض

[1] - المومني رياض، **الاقتصاد الإسلامي والأزمة المالية الراهنة**، عن المؤتمر الثاني للعلوم المالية بعنوان (مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية)، جامعة اليرموك، 29/8/ نيسان (ابريل)، 2010، ص 780-783.

الإفلاس والتصفية.أن الانهيار في البنوك يجعل الحصول على القروض صعبا لارتفاع معدلات الفائدة، مما يقلل من السيولة مع الأفراد وهذا بدوره يخفض من الطلب الاستهلاكي ويكس المنتجات ويقود تدريجيا إلى الكساد وأثاره المدمرة.

من كل ذلك قد يبدو أن حلقات الأزمة بدأت في أزمة الرهن العقاري ومن ثم أزمة البورصات ومن ثم أزمة السيولة، ومن ثم الأزمة الاقتصادية ، وان كانت أزمة الرهن العقاري هي الشرارة التي فجرت الأزمة إلا انه في حقيقة الأمر تكمن الأسباب في فلسفة النظام ومخرجاته وهنا تجدر الإشارة إلى الآتي:[1]

1 -**إقصاء الدولة:** عدم تدخلها في الشؤون الاقتصادية والاعتماد على السوق والية اليد الخفية هي سبب رئيس في ظهور هذه الأزمة ، ونجاح التدخل الحكومي في تجاوز أزمة عام 1929، دفع بزعماء العالم الرأسمالي يطالبون بتدخل الدولة من جديد بالرغم أنها مناقضة لأساس هام في النظام الرأسمالي، وهكذا نجد أن الحكومة الأمريكية أصبحت تشتري البنوك وشركات التأمين وغيرها، مما يؤكد للجميع أن نظام السوق غير مقدس وهو بحاجة إلى إعادة بناء حسب قواعد عادلة وجديدة.

2 -**التعامل المفرط بالفائدة:** كما معلوم أن النظام الرأسمالي يقوم على آلية الفائدة ويعد سعر الفائدة المحرك الرئيس للنشاط الاقتصادي وإلغاؤه يعني اضمحلال وانكماش الاقتصاد. وما أكدته الأزمة المالية عكس ذلك تماما، وقد أكد ذلك من قبل الاقتصادي المعروف كينز حينما قال:" إن معدل سعر الفائدة يعوق النمو الاقتصادي لأنه يعطل حركة الأموال نحو الاستثمار في حرية وانطلاق، فإن أمكن إزالة هذا العائق فإن رأس المال سيتحرّك وينمو بسرعة".

ولا نخفي تأثيره على سوء التوزيع في الدخل وتمركزه بأيدي فئة قليلة وهم الدائنون وتأييداً لهذا المعنى يقول الدكتور شاخت الألماني الجنسيّة والمدير السّابق لبنك الرّايخ الألماني: "إنّه بعمليّة غير متناهية يتّضح أن جميع مال الأرض صائر إلى عددٍ قليل جداً من المرابين، ذلك لأنّ المرابي يربح دائماً في كل عمليّة، بينما المدين معرّض للرّبح والخسارة، ومن ثمّ فإنّ المال كلّه في النّهاية لابدّ بالحساب الرّياضيّ أن يصير إلى الّذي

[1] - الحمش منير، مرجع سابق، ص 36.

يربح دائماً". ويعلم كافة المهتمين باقتصاديات التنمية أن سوء التوزيع في الدخل وتمركزه بيد الأغنياء ورغبة هؤلاء بتعظيم ثرواتهم بكافة الطرق المتاحة يدفع للتعامل بالفائدة وغيرها، وبذلك من يحتاج المال من مستهلكين أو منتجين سيذعن لشروط التمويل مهما بلغت قساوتها.

3-الاستهلاك المفرط: لقد أشار روستو إلى مراحل النمو والتطور وجعل من الاستهلاك العظيم أو المفرط المرحلة الأخيرة التي تتوج مراحل التطور السابقة وهكذا نلحظ أن المجتمعات الغربية تتسابق في ذلك كونه مقياسا للرفاه والسعادة، وفي حال وجود الرغبة في الاستهلاك وغياب القدرة عليه يأتي دور البنوك لتوفير المال اللازم من خلال الفائدة وبذلك تتحقق مصلحة المستهلك والمنتج والمقرض. إن الإفراط في الائتمان دون ضمانات كان سبب رئيس في الأزمة.

4-المضاربات: لقد أصبحت تجري المضاربات بحجوم خيالية ضمن إطار من التعاملات تحت مسميات مختلفة مثل نظام الهامش والمشتقات والتحوطات والخيارات والمستقبليات...، وهذا أدى إلى تضخم ما يسمى بالاقتصاد الرمزي أو الوهمي على حساب الاقتصاد الحقيقي المرتبط بالإنتاج والاستثمار والعمل ، وللأسف الشديد أن المؤسسات المالية المتسببة في المشكلة هي نفسها تلقى الدعم من أمريكا ودول أوروبا مما سيضخم من حجم الاقتصاد الرمزي ويقلل من الحقيقي مما سيكون له أثار هامة على خفض معدلات النمو في الإنتاج والتشغيل، وبالتالي سيدفع في الاقتصاد نحو الركود والكساد.

5-المصالح المادية وغياب القيم والأخلاق في التعامل المالي : الكثير يعتقد أن التعاملات المادية محكومة بنظم وقواعد وشروط محددة ولا علاقة لها بالأخلاق والقيم إطلاقا. وما يجري من تعاملات تجدها حبلى بكل ما هو غير أخلاقي. الجشع، وعدم كفاءة الإدارة، والإهمال، والغش والاحتكار والتزوير والفائدة المرتفعة والإسراف والتبذير والرشوة، والبيوع الفاسدة.....، وكلها أسهمت في تلك الأزمة.

6-الاهتمام بالسياسة الخارجية :لقد شهد العالم العديد من الأزمات السياسية خاصة بعد عام 1999م. وقد رفعت الإدارة الأمريكية شعار الحرب على الإرهاب ودعمها بذلك

العديد من دول أوروبا وغيرها. وقد جيشت الجيوش واحتلت الدول وأنفقت الأموال..... دون أي اهتمام في الشأن الداخلي الذي كان ينخره السوس.

ثانياً: الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة

ويستدل على ذلك بمؤشرات كثيرة منها: انكماش الاقتصاد الأميركي بمعدل 6.2% وارتفاع عدد طلبات العاطلين عن العمل بشكل قياسي منذ 1982م، وانخفاض متوسط سعر المنازل في أميركا بنسبة 9.5% وهو أكبر انخفاض منذ عام 1999م، وتوجد الآن أكثر من 4.93 مليون منزل غير مباع وعموما فان الاقتصاد الأمريكي هو السبب الأساسي وراء الأزمة؛ فظهور بوادر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة انعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية. فقد صرح وزير المالية الألماني بير شتاينبروك بأن الولايات المتحدة تتحمل مسؤولية الأزمة المالية العالمية. [1] ومن المعالم الأخرى الدالة على ذلك:[2]

-العجز التجاري: منذ عام 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض بل عجز يزداد سنوياً وصل في عام 2006 إلى 758 مليار دولار.

-عجز الميزانية: حيث قدر في ميزانية عام 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي.

-تفاقم المديونية: أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأميركية أن الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي.

ثالثاً: فخ شركات الائتمان المصرفي العقاري

نتيجة لتخفيض سعر الفائدة الأمريكي تشجعت العديد من البنوك على منح قروض لشراء المساكن بفائدة متدنية وصلت إلى 5%, فانكب المستهلكين على شراء البيوت في

[1] - العتوم عامر، **دور المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية**، عن المؤتمر الثاني للعلوم المالية بعنوان (مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية)، جامعة اليرموك، 29/28/نيسان(ابريل)،2010 ، ص722.

[2] - موقع الجزيرة نت:
.http://www.aljazeera.net/NR/exeres/34BAECB7-FD94-434A-B9BF-9B840271453.ht

مختلف أنحاء أمريكيا، ونتيجة توفر السيولة لدى البنوك والفائض النقدي بسبب السياسة التوسعية والقدرة على خلق النقود تشجعت البنوك على إعطاء المزيد من القروض العقارية مما أدى إلى زيادة غير مسبوقة في أسعار العقارات فاقت المعقول فأصبح المنزل الذي كان سعره 150 ألف دولار مثلا يساوي 300 ألف دولار.

إن ازدهار سوق العقارات أدى إلى ارتفاع التمويل العقاري، الأمر الذي مثل ضغطاً إضافياً على الطلب على العقارات بسبب وفرة التمويل وشروطه السهلة. ومن جانب آخر قامت المؤسسات المالية التي أخذت هذه العقود الائتمانية بطرح هذه القروض كسندات استثمارية مما أدى إلى وجود أسواق ثانوية مهمتها التجارة في هذه القروض وبيعها لعدة مرات والنتيجة أن الفجوة بين الأسعار الحقيقية والأسعار السوقية قد تفاقمت بسبب هذه المضاربات. وغاية البنك من بيع هذه القروض هي مضاعفة إيراداته حيث يستفيد من فوائد القروض التي يسددها المقترض ويستفيد أيضا من بيع السندات ليحقق دخلا إضافيا من العمولات والرسوم. وحينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية (الرهون الأقل جودة أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار، والواقع أن حجم القروض كان يعطى أولوية على نوع القروض.[1]

وحتى يطمأن المستثمر قامت هذه الشركات بالتأمين على هذه القروض والسندات في حالة التعثر وعدم السداد. ويتكرر السيناريو والنتيجة المتوقعة والمحتملة أن المدين الأول قد يعجز عن السداد فيضطر إلى الإفلاس وبيع العقار ، ونتيجة تخلف العديد عن السداد أصيب العديد من المؤسسات المالية بالعسر المالي الحقيقي إضافة إلى تدهور أسواق السندات العقارية , وأصبحت تفقد قيمتها السوقية. ناهيك عن قيام العديد من مؤسسات القروض المالية بإعطاء قرض ثانوي على نفس البيت، وأصبح البيت إما مرهون لأكثر من جهة، أو عليه أكثر من رهن. وخلاصة ذلك أن البنوك أهملت في التحقيق من الجدارة الائتمانية للمقترضين وأغرتهم بفائدة بسيطة في الأول ثم تزايدت وتوسَّعت في منح القروض مما خلق طلبًا متزايدًا على العقارات إلى أن تشبع السوق

[1] - Chapra, Umer, The global financial crisis: can Islamic finance help?,2009 نقلا عن http://www.newhorizon-islamicbanking.com/index3

فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد . والواضح من ذلك أن مبالغة البنوك في منح القروض انعكست بشكل مباشر على قدرتها على خلق الودائع.

رابعاً: الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية

يقصد بالتوريق تحويل الديون (التي اقترضها من اشتروا المنازل) من المقرض الأساسي (البنك وغيره من المؤسسات المالية المانحة) إلى مقترضين آخرين وذلك في شكل أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال [1]. فللبنوك لم تكتف بالتوسع في القروض بل استخدمت المشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، فكأن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل أصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية، وهكذا فإن العقار يعطي مالكه الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وتستمر العملية موجة بعد موجة حيث يولد الإقراض طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، وهكذا أدى التركز في الإقراض في قطاع واحد إلى زيادة المخاطر.

وقد ساعدت عملية التوريق على نقل المخاطر من القروض المفردة وتجميعها وتوزيعها على حائزي الأوراق والجهات الضامنة. وهكذا تضاءلت حوافز الاهتمام بالتقييم الموضوعي للمخاطر بل وعدم الاكتراث بالدقة في تقييم الضمانات، وهي عادة الأصول العقارية الممولة بالقروض.

خامساً: أسباب مباشرة[2]

---

[1] - بلوافي احمد, **أزمة عقار..أم أزمة نظام**, مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي, جامعة الملك عبد العزيز, جدة, 2009, ص 262 – 263.

[2] - أنظر:

– موقع الأسواق نت: http://www.alaswaq.net/views/2008/10/12/.

1 -نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية في الوقت الذي انخفضت فيه أسعار العقارات، ومن ثم غرق المواطنون في الديون وأصبحت المؤسسات النقدية على مشارف الإفلاس، وساعد على هذا الوضع المتأزم أربعة عوامل: الأول يتمثل في شبه غياب الرقابة من قبل السلطات النقدية على العمل المصرفي...والرابع ينحصر في فساد الإدارة العليا في كثير من هذه المؤسسات؛ مما جعلها لا تهتم كثيرًا بالقواعد المصرفية قدر اهتمامها بالمرتبات الخيالية التي كانت تتقاضاها؛ فمثلاً بلغت مرتبات ومكافآت رئيس بنك "ليمان براذرز" (486) مليون دولار عن عام 2007م.

2 -أزمة الثقة: إن الأمر يصبح خطيرا إذا فُقدت الثقة أو ضعفت في النظام المالي والذي يقوم على ثقة الأفراد، ويزداد تعقيدا نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول.

3 -انتشار الفساد الأخلاقي مثل: الاستغلال والكذب والشائعات المغرضة والغش والتدليس والاحتكار والمعاملات.

4 -نظام جدولة الديون بسعر فائدة أعلى، أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع وهذا يلقى أعباء إضافية على المقترض المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول بسبب سعر الفائدة الأعلى.

سادساً: أسباب أخرى:[1]

1 -سيادة النزعة الاستهلاكية المفرطة في المجتمعات الغربية.

– زايري بلقاسم، **الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة**، الملتقي الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، 25–26 نوفمبر 2005، جامعة شلف، ص 7–9.

[1] - السبهاني عبد الجبار، **الأزمة المالية المعاصرة في عيون طالب اقتصاد إسلامي**،27 تشرين الأول 2008. http://faculty.yu.edu.jo/Sabhany/

2 -الربا (الإقراض بفائدة) الذي مثّل الإطار العقدي الذي يحكم علاقة وحدات العجز بوحدات الفائض سواء كانت هذه الوحدات استهلاكية أم إنتاجية.

3 -رعاية فلسفة النظام ومؤسساته للمضاربات وتعقب فروق الأسعار في خروج عبثي للبيوع عن مقاصدها، فلا تملُّك ولا تمليك ولا قبض: لا شيء من هذا البتة، فهذه المضاربات نشاط طفيلي عقيم، فلا قيمة جديدة يضيفها إلى الناتج ولا رفاهية يحرزها للمجتمع.

4 -انتشار استخدام أدوات مالية مبتكرة، وهي المشتقات: (المستقبليات والخيارات والعقود الآجلة والمبادلات), بغية التحوط أولا ثم المضاربة على ارتفاع وانخفاض أسعار السلع والأسهم والسندات، والتعامل بالهامش يتلخص في قيام المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار بالتعامل في أسواق المال عن طريق الاقتراض أي التعامل على محافظ استثمارات تفوق ما لدى هذه المؤسسات من سيولة نقدية. ومما هو جدير بالذكر أن حجم عقود المشتقات على اختلاف أصنافها قد بلغ 25372 بليون دولار أمريكي في نهاية شهر 2009/6, وهي موزعة كالآتي (2470 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات العملات), (15478 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات سعر الفائدة), (879 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات الأسهم) (689 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات السلع), (5855 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات أخرى) .[1] أما المبلغ الإجمالي لجميع المشتقات غير المسددة يقدر الآن من قبل بنك التسويات الدولي بمبلغ 600 تريليون, أي اكبر بعشر مرات من حجم الاقتصاد العالمي.[2]

5 -سياسات التحرير المالي التي جرّدت الدول من أي قوامة أو رقابة على الأسواق المالية؛ فاستطالت هذه الأسواق ففسدت وأفسدت، وهو ما كان مباركا من النظام الاقتصادي العالمي وعلى رأسه صندوق النقد الدولي.

6 -التوسع في منح بطاقات الائتمان (credit card) بدون رصيد.

---

[1] - بنك التسويات الدولية, منشورات شهر 2009/12.

[2] - شابرامحمد عمر، **الأزمة المالية العالمية– هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها**، ترجمة د.رفيق المصري، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي،جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص32.

المطلب الثاني: آثار الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية

تتنوع الآثار التي تخلفها الأزمة الاقتصادية و المالية سواء على الاقتصاد الأمريكي أو الاقتصاد العالمي ككل تاركة مجموعة من التداعيات تمس مختلف القطاعات الاقتصادية من جملتها الأسواق المالية والبورصات العالمية والبنوك والمؤسسات المالية.

أولاً: الآثار على مستوى الاقتصاد الأمريكي

لقد تركت هذه الأزمة مجموعة من الآثار على أكثر من مستوى يمكن إجمالها كما يلي:[1]

لقد أدت الأزمة إلى دخول الاقتصاد الأمريكي في وضعية ركود اقتصادي. فلقد انكمش الاقتصاد الأمريكي بنسبة 0.3 بالمائة في الثلث الثالث من سنة 2008. ويعكس هذا الركود انخفاضاً في القوة الاستهلاكية وإنفاق الشركات والنشاط الإسكاني. ويعد هذا الانكماش مرتفعاً مقارنة بنسبة النمو المحققة في الاقتصاد الأمريكي في الربع الثاني من سنة 2008 والمقدرة بـ 2.8 بالمائة.

لقد أدى هذا الركود على انخفاض الاستهلاك الذي يعد القوة الدافعة للاقتصاد بنسبة 3.1 بالمائة وإلى انخفاض الإنفاق على السلع المعمرة بنسبة 14 بالمائة. ويتوقع الاستمرار لهذا الوضع لمدة 3 سنوات أو أكثر. ولا يمكن تجاوز الركود الاقتصادي إلا بارتفاع الإنفاق الاستهلاكي والواردات المحلية مما يعني في النهاية ارتفاع الطلب المحلي.

أدت الأزمة إلى انخفاض في قيمة العقارات بمقدار 1.2 تريليون دولار بسبب بيع المنازل في المزاد نتيجة إخفاق مالكيها في تسديد قروضهم.

قيام مؤسسات التصنيف بتخفيض درجة الجدارة الائتمانية الممنوحة للسندات المغطاة بأصول عقارية وهو ما أدى بالمؤسسات وصناديق التحوط التي استثمرت في تلك السندات إلى عرضها للبيع مما شكل ضغوطاً إضافية على القطاع العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

[1] - http: //.aljazeera.net: www

سحب المستثمرين اليابانيين وغيرهم لأموالهم من الاقتصاد الأمريكي مما أدى إلى ارتفاع كبير للين مقابل الدولار وهو ما زاد من درجة الشك في مدى قدرة الدولار على الاستمرار في القيام بدور عملة الاحتياط والمدفوعات الدولية الرئيسية. فما فتئ الدولار يتدهور أمام اليورو –مثلاً– بحيث تجاوز اليورو في سنة 2008 عتبة 1.5 دولار بعد أن كان ساعة إطلاقه في سنة 2000 يعادل أقل من 83 سنتاً العجز المستمر في الحساب الجاري الأمريكي المقترن بتدهور سرعة صرف الدولار على المدى الطويل.

ويمكن الاستشهاد ببعض الدلائل, فيما يخص الاقتصاد الأمريكي فان آثار الأزمة تكمن فيما يلي:[1]

1 -إفلاس العديد من البنوك الاستثمارية التي وضعت استثمارات مالية تقدر بالمليارات في المتاجرة في الأسواق المالية .

2 -إفلاس شركات التأمين التي عجز زبائنها عن سداد القروض المستحقة وكذلك الأقساط.

3 -امتناع البنوك عن إعطاء قروض جديدة ووضع شروط تعجيزية لا تسمح بمنح القرض بسهولة.

4 -انتقال العدوى إلى قطاعات أخرى تجارية وصناعية مما أدى إلى تسريح آلاف العمال، وهذا أثر سلبا على المؤسسات الاستهلاكية الأخرى الغذائية والخدماتية وتجارة السيارات وغيرها.

5 -ظهور بوادر الكساد الاقتصادي وتراجع النمو الاقتصادي, كما زادت نسبة البطالة.

ثانياً: الآثار على مستوى الاقتصاد العالمي

لقد تحولت الأزمة المالية والتي بدأت بسوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أزمة اقتصادية ومالية وربما اجتماعية عالمية، وليس أدل على ذلك من كلام (روبرت ب. زوليك) رئيس مجموعة البنك الدولي، والذي أكد فيه على ما يلي:[2]

[1] - العتوم عامر،مرجع سابق ، ص 727.

[2]- موقع البنك الدولي:

1 -أن الاقتصاد العالمي سينكمش هذا العام (2009) بأكثر مما تم تقديره في السابق وسيستمر تعرض البلدان الفقيرة لموجات شديدة متلاحقة من الضغوط الاقتصادية.

2 -أن قدرة البلدان المنخفضة الدخل على الاقتراض محدودة نظرا لضآلة احتياطياتها ومن المتوقع أن تواجه ميزانياتها الوطنية المستنزفة صعوبات خاصة في الحصول على موارد تمويلية كافية في السنوات القليلة القادمة.

3 -إن الآثار والتداعيات الناشئة عن الأزمة الراهنة على البلدان الفقيرة قاسية، وتؤدي إلى تزايد الطلب على موارد البنك الدولي.

4 -نما الطلب سريعا لدى البنك الدولي للإنشاء والتعمير، وهو أحد أعضاء مجموعة البنك الدولي الذي يعنى بتقديم المساندة للبلدان المنخفضة ومتوسطة الدخل المتمتعة بالأهلية الائتمانية.

كما أن الأزمة المالية والتي انتقلت عدواها إلى أغلب الأسواق المالية في مختلف دول العالم لم تكون مقتصرة على قطاع معين، وإنما شملت جميع القطاعات الاقتصادية مما أثر سلباً على معدلات نمو الاقتصاد العالمي نتيجة تراجع الاستهلاك الذي يشكل في دولة مثل الولايات المتحدة ثلاثة أرباع الاقتصاد. كما أن بوادر التباطؤ في معدلات النمو في الاقتصاد الأمريكي انعكس بشكل سلبي على الموازين التجارية للدول الأخرى (الصادرات، والواردات) وعلى أسواقها المالية خاصة إذا علمنا أن واردات الولايات المتحدة الأمريكية بلغت 15.5% من الواردات العالمية– حسب إحصائية منظمة التجارة العالمية لعام 2006. أما بخصوص الدول التي تتبع في سياساتها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار، فان الهبوط الذي يحدث في قيمة العملة الأمريكية نتيجة التدابير التي تنتهجها الحكومة لتخفيف حدة الأزمة كتخفيض أسعار الفائدة مثلاً ستؤدي إلى خسائر نقدية للاستثمارات الدولارية في الولايات المتحدة أو خارجها، كما أن الخسائر تحدث بنفس النسبة في الدول التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار. كما ستتعرض الاستثمارات الأجنبية حول العالم للعديد من الهزات نتيجة سوء الوضع الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية، فأصحاب رؤوس الأموال يحرصون

http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTARABICHOME/NEWSARABIC/0,,contentMDK:22209489~pagePK:64257043~piPK:437376~theSitePK:1052299,00.html

على استثمار أموالهم في عدة أسواق مالية في وقت واحد كنوع من توزيع المخاطر، فإذا ما تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإنهم سيقومون بسحب أموالهم المستثمرة في دول أخرى لتعويض الخسارة أو تفادي خسائر أخرى، وهو ما يعني تصدير الأزمة من الولايات المتحدة الأمريكية إلى بقية دول العالم نتيجة تصحيح الأوضاع في البورصات أو تسييل الأسهم في الأسواق المحلية لتخفيف خسائرهم والمحافظة على استثماراتهم الخارجية، مما سيزيد وتيرة الانخفاض في الأسواق المحلية [1]. كما أن هذه الأزمة التي يمر بها الاقتصاد العالمي قد تؤدي إلى تغيرات هيكلية كبيرة على مستوى القطاع المالي العالمي وظهور نظام مالي عالمي جديد تتراجع فيه العملة الأمريكية كمقياس عالمي للقيمة ويؤدي إلى فقدان الثقة في السياسات الاقتصادية الأمريكية (الاقتصاد الحر)، كما أن الأزمة ستؤدي إلى تحسين التوازنات بين القوى المالية الجديدة والقوى الاقتصادية التقليدية.

لقد أقر تقرير آفاق النمو العالمي بأن معظم مخاطر تباطؤ الاقتصاد العالمي قد تحققت. وهو ما جعل الصندوق يراجع توقعاته بخصوص الاقتصاد العالمي، حيث عاد بمعدلات النمو العالمية المتوقعة إلى 3.8 بالمائة وهو أدنى معدل في عقدين من الزمن . وهذا ما جعل وزراء مالية الدول الصناعية الكبرى يتفقون على خطورة الأوضاع وعلى كونها تتطلب اتخاذ إجراءات طارئة وغير عادية. وذلك في مسعى من هذه الدول لإعادة الاستقرار إلى الأسواق المالية واستئناف عمليات الإقراض ودعم النمو. ومن المتوقع أن تسبب الأزمة المالية العالمية كساد الاقتصاد العالمي فترات طويلة وهو ما يمكن أن يؤسس للارتفاع في الضرائب ونمو اقتصادي بطيء في الدول الصناعية الأمر الذي ستكون له تداعياته على المشاريع الاجتماعية الإجبارية. ويتم انتشار الأزمة المالية إلى الاقتصاد الحقيقي عن طريق ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بـ"أثر الثروة" فحين ترتفع أسعار الأصول ترتفع ثروة العائلات المالكة لها والمساهمة في الشركات. وعندما تصبح العائلات أكثر غنى تزيد من استهلاكها وهو ما يدعم نمو الناتج المحلي الخام. وبالعكس عندما تنفجر فقاعة في السوق المالية تتوقع العائلات– التي تصبح فقيرة بفعل تدهور

[1] -html:\\www.etudiantdz.com/vb/t15039

أسعار أصولها – أن مداخليها الدائمة سوف تنخفض وعليه تسعى إلى إعادة تكوين ثروتها فتعمل على تقليص الاستهلاك وزيادة الادخار. لقد بدأ نقص الائتمان يجبر الكثير من الشركات على تقليص النفقات وتخفيضها. ومن المرجح أن تؤثر هذه الضغوط في كبار السن من العمال تأثيراً شديداً من خلال إجبارهم على التقاعد بشكل أكبر. وهذا ما يؤدي إلى خروج العمال الأكثر خبرة من العمل مما سينعكس على جودة العمل وتراجع الإنتاجية ونمو الإيرادات. وستستمر هذه الظاهرة طوال العقدين القادمين. لقد انخفض حجم الاستهلاك الأمريكي الذي يعتبر محرك النمو العالمي. وعمل ارتفاع أسعار النفط على التقليل من الإنفاق على السلع غير النفطية. لقد قدر بنك انكلترا حجم الخسائر التي تحملتها الاقتصاديات الدولية بسبب الأزمة الحالية بنحو 10 تريليونات دولار وهو ما يعادل 1–6 الناتج العالمي السنوي نتيجة تعرض البنوك الدائنة إلى أزمات إفلاس جراء عدم قدرة عملائها على الوفاء بالتزاماتهم تجاهها. وهو ما يؤدي إلى حدوث بطالة في القطاع المصرفي والشركات الكبرى. وعليه هناك تخوف من أن تؤدي الأزمة إلى فقدان الكثيرين لمناصبهم الأمر الذي دفع برئيس المكتب الدولي للعمل إلى القول: "نحن في حاجة إلى عمل سريع ومنسق للحكومات لتفادي أزمة اجتماعية يمكن أن تكون قاسية مستدامة وعالمية" وأضاف: "إن عدد الفقراء الذين يعيشون بأقل من دولار في اليوم يمكن أن يرتفع 40 مليوناً وأن عدد أولئك الذين يعيشون بدولارين سيرتفع 100 مليون".

لقد انتقلت الأزمة إلى معظم الأسواق المالية العالمية فمباشرة بعد هبوط أسهم بورصة وول ستريت انخفض المؤشر العام في أهم البورصات العالمية كما هو مبين في الجدول أدناه.

جدول(1–3) يبين مدى انخفاض المؤشر العام في أهم البورصات العالمية

البورصة	فرانكفورت	باريس	لندن	مدريد	طوكيو	شنغهاي	ساو باولو	الرياض	دبي	بيروت
نسبة انخفاض المؤشر (بالمئة)	07.1	06.8	05.4	07.5	03.8	05.1	06.00	09.8	09.4	03.00

المصدر :www.x_rates.com

لقد أصابت الأزمة حتى أسعار أسهم الشركات غير العاملة في القطاع العقاري ذلك أن بوادر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة أثرت في صادرات البلدان الأخرى وفي أسواقها كون الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مستورد عالمي. ويأتي هذا الانخفاض في أسعار الأسهم نتيجة سعي حملة الأسهم إلى الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد بهدف توزيع المخاطر. وهذا ما يدفعهم عند تعرض أسهمهم لخسائر في بورصة إلى سحب أموالهم المستثمرة في بلد آخر لتعويض الخسارة أو لتفادي خسارة ثانية. كما أدى الخوف من الهبوط الحاد في سعر الدولار إلى خسائر نقدية للاستثمارات في الولايات المتحدة وخارجها وهو ما يحدث بالنسبة إلى الاقتصاديات التي تعتمد تسعيرة ثابتة أمام الدولار. وهذا ما يؤدي بالمستثمرين عند حدوث انخفاض في الدولار إلى سحب استثماراتهم من الولايات المتحدة وبلدان أخرى قصد توظيفها في بلدان ذات عملات معومة. كما عمل استخدام الأدوات المالية المعقدة والمنتجات التي لا تخضع للرقابة من قبل الأجهزة المختصة مثل المشتقات المالية إلى انتشار أثر الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر عبر الأسواق المالية وتعثر الكثير من الممارسات دون سابق إنذار أو دون مؤشرات تساهم في اتقاء آثارها.

ثالثا: تراجع سعر الدولار

اعتلى الدولار الأمريكي عرش العملات العالمية على مدار عدة عقود ويستمد هذه الأهمية من أهمية الاقتصاد الأمريكي حيث يمثل 20.7% من الناتج المحلي العالمي،15.2% من الصادرات العالمية ويستخدم الدولار في تسوية 51% من التجارة العالمية،وكذلك 45% في إصدار السندات الدولية ويسطر على 50% من هيكل ديون الدول النامية و60% من احتياط الدول من العملات الصعبة[1]غير أن في الشهور الأخيرة شهد الدولار اضطرابا ملموسا ليسجل تراجعا ملحوظا أمام العملات الدولية الرئيسية،هذا ويمكن إيجاز أهم عوامل تراجع سعر الدولار فيما يلي:[2]

[1] - عبد المجيد قدي،**المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**،ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر،ص 109.

2- النشرة الاقتصادية،البنك الأهلي المصري،المجلد الستون،العدد الرابع،2007،ص 49.

– العجز المزمن والتنامي في الميزان التجاري الأمريكي ليبلغ نحو 812 مليار دولار خلال سنة 2006 مقارنة بنحو 358 مليار خلال سنة 2001 وهو الأمر الذي اقترن بارتفاع هذا العجز كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لتبلغ تلك النسبة خلال عام 2006 نحو 6.2% مقارنة بنحو 3.8% في عام 2001 ،كما أنه من المقدر أن يبلغ العجز المشار نحو 788 مليار خلال عام 2008 .

– الضغوط المتنامية على الموازنة العامة للدولة.

– تنامي المديونية الأمريكية.

– أزمة الائتمان الناجمة عن أزمة القروض العقارية والخسائر الكبيرة للبنوك الأمريكية خاصة مع لجوء بنك الاحتياط الفيدرالي إلى خفض سعر الفائدة لإنعاش القطاع العقاري المتهاوي، وإنعاش الاقتصاد الأمريكي في ظل تنامي المخاوف من تراجع معدلات النمو به.

– ويطرح تراجع سعر الدولار انعكاسات منها الإيجابي ومنها السلبي على الاقتصاد العالمي:

* الإيجابيات:

– انخفاض أسعار السلع المستوردة من الولايات المتحدة الأمريكية.

– التخفيف من عبء الديون الخارجية للبلدان التي حررت قروضها بالدولار.

– استفادة الدول المستوردة للنفط لاسيما الدول الأوروبية.

* السلبيات:

– تآكل الاحتياطات الرسمية بالدولار، ذلك أن هبوط سعر صرف الدولار بنسبة ما يعني بصورة آلية تراجع قيمة الاحتياطات الدولارية بذات النسبة.

– ارتفاع أسعار السلع المصدرة من أوروبا وهو الأمر الذي منى شأنه أن يرفع عبء فاتورة الواردات لاسيما لدى الدول التي تعتمد أنظمتها النقدية التثبت أمام الدولار

– هبوط القوة الشرائية لحصيلة الصادرات المقومة بالدولار، وتأتي القوة الشرائية لأسعار النفط في مقدمة تلك الصادرات.

– التأثير سلبا على معدلات النمو في الدول التي ترتفع عملتها مقابل الدولار

– المساهمة في ارتفاع أسعار النفط، ذلك أن تراجع صرف الدولار يدفع الدول المنتجة إلى المحافظة على سعر مرتفع للبترول لتعويض الفارق من خفض قيمة الدولار.

الجدول رقم (2–3):أسعار الدولار الأمريكي إتجاه العملات الرئيسية خلال الفتـرة (2001–2007)

السنة	اليورو	الجنيه الإسترليني	الين
2001	1.117	0.694	121.53
2002	1.059	0.666	125.39
2003	0.883	0.612	115.93
2004	0.804	0.546	108.19
2005	0.803	0.549	110.22
2006	0.796	0.543	116.30
2007	0.760	0.596	115.02

المصدر:www.x_rates.com

المطلب الثالث: آثار أزمة القروض الرهنية على الاقتصاديات العربية

لم تكن الاقتصاديات العربية عرضة لتداعيات الأزمة الائتمانية بشكل مباشر، ذلك أن سوق القروض العقارية الثانوية الكبيرة غير موجود في الأصل في الاقتصاديات العربية "خاصة دول الخليج العربي " وهو الأمر الذي جعل انكشاف المصارف العربية على أزمة الرهن العقاري الأمريكي وأدوات أمرا محدودا.

أولا: آثار أزمة الرهون العقارية على الاقتصاديات العربية

إن معظم المصارف العربية لا تستثمر سوى القليل في الأدوات المالية ، وفيما يتعلق بالمصارف العربية التي لها حيازة في صناديق احتياط تستثمر في سندات مغطاة بأصول عقارية فخسارتها ستكون بقدر حيازتها لمثل تلك الأصول، ووفقا لبعض التقديرات (تقدير مؤسسة S & PS) تبلغ استثمارات بنوك منطقة الخليج العربي وهي الأكثر ارتباطا بالنظام المالي الأمريكي،في سندات الرهن العقاري ذات التصنيف المنخفض لا تزيد عن

1% وتتركز غالبية استثماراتها في أدوات ومشتقات مالية ذات تصنيف ائتماني جيد "AA" أو "AAA".

إلا أنه من أهم الآثار السلبية التي شهدتها الأسواق العربية جراء الأزمة العقارية هو تأجيل إصدار وتسويق السندات الصادرة من المنطقة أو إعادة تغييرها بشكل يعكس تراجع السيولة في السوق وضعف الطلب المحلي والعالمي على أدوات الاقتراض هذه.[1]

كذلك فإن التقلبات التي تشهدها أسواق المال العالمية سيكون لها بعض الأثر على الأسواق العربية خاصة الأسواق التي تسمح للمحافظ الأجنبية للاستثمار فيها مثل أسواق الكويت،الإمارات،قطر،الأردن،مصر والتي تشهد وبشكل متصاعد زيادة في حجم الاستثمارات في بورصتها حيث أنه في أوقات الأزمات غالبا ما يتوجه المستثمرون إلى استثمارات أكثر أمانا مثل السندات الحكومية،كذلك قد يتوجهون لتقليص استثماراتهم القائمة بتوفير السيولة اللازمة لدعم مراكزهم المالية وهو ما يفسر ربما الخسائر التي شهدتها بعض الأسواق العربية أيام 21-22-23 جانفي 2008، فالأسهم السعودية سجلت هبوطا يصل إلى 15% فيما هبطت مؤشرات أسواق دبي،أبو ظبي،والكويت والدوحة بنسب تتراوح مابين 7-10 %،أما السوق المصرية فقد هبط مؤشرها بنسبة 6 % وذلك نتيجة لمبادرة الصناديق الاستثمارية الغربية الكبيرة التي سارعت لبيع أسهمها والانسحاب من الأسواق العربية لتعويض خسارتها في الأسواق الأخرى.

وعلى الرغم من الطمأنينة التي تحيط بالأوساط المالية والاقتصادية في الدول العربية حيال أزمة الرهن العقاري الأمريكي وتداعياتها على اقتصادياتها،والتي زادت أسعار النفط المرتفعة من حالة التفاؤل لديها،إلا أنه يجب أن تظل الدول مستيقظة لمواجهة أية آثار سلبية لتلك الأزمة والتأهب لمواجهتها منذ البداية والتخفيف من أثارها وهو الأمر يشير إلى أهمية نشر الشفافية في أوساط

الشركات والمؤسسات المالية في هذه الدول بل وأهمية الحصول على تصنيف ائتماني دقيق للمقترضين – أفراد ومؤسسات – مما يقلل من مخاطر حدوث أزمات مالية مستقبلا.ووفقا لما سبق، فإنه يجب حدوث درجة أكبر من التعاون بين البنوك المركزية

[1] - النشرة الاقتصادية، مرجع سابق، ص 57.

والبنوك المحلية ومؤسسات التصنيف الائتماني بالدرجة التي تتيح توفير قدر أكبر من الشفافية مما يقلل بدرجة كبيرة من مخاطر الإقراض.

ثانيا: آثار أزمة الرهون العقارية على الاقتصاد الجزائري

لم يكن الاقتصاد الجزائري عرضة لآثار القروض الائتمانية بشكل مباشر،ذلك أن سوق القروض العقارية الثانوية غير موجودة في الجزائر،وفي هذا الصدد أكدت الوزيرة المكلفة بالإصلاح المالي أن الجزائر لم تتأثر من تبعات أزمة القروض الرهنية مشيرة بأن تسيير وتوظيف احتياطي الصرف الجزائري يعتمد على آليات بعيدة عن القروض الرهنيةحيث تم توظيف جزء من الاحتياطي في شكل سندات للخزانة الأمريكية.[1]

لكن كما رأينا في المطلب السابق أن أزمة القروض الرهنية كانت من الأسباب المؤدية لانخفاض الدولار والاحتياطي الجزائري 50% منه بالدولار الأمريكي،وبالتالي تآكل جزء من الاحتياطات الرسمية،كما يؤدي إلى هبوط القوة الشرائية لحصيلة الصادرات الجزائرية التي تتشكل أغلبها من مصادر الطاقة (البترول).

– كما أثرت أزمة القروض الرهنية على مشروع خصخصة أول بنك عمومي في الجزائر وهو القرض الشعبي الجزائري،حيث أكدت في هذا الصدد الوزيرة المنتدبة المكلفة بالإصلاح المالي أن قرار تعليق خوصصة القرض الشعبي الجزائري اتخذ بسبب أزمة القروض الرهنية المعروفة بـ : sub prime التي مست الولايات المتحدة الأمريكية وبلدان أوروبية ومست خصوصا أكبر البنوك العالمية من بينها بنكين مشاركين في العملية هما "سيتي غروب الأمريكي " و"القرض الفلاحي الفرنسي" حيث أنه كان من المفروض أن تسلم قروض البنوك المعنية [القرض الشعبي (فرنسا)،سوسيتي جينيرال (فرنسا) paribas bnp(فرنسا) ،سيتي بنك (الولايات المتحدة الأمريكية)،القرض الفلاحي (فرنسا)،بنك ستانتدار(الاسباني)]

في 2007/11/20 وهو ما لم يتم وفي 21 من نفس الشهر أعلن سيتي بنك على خلفية تأثره الكبير بأزمة القروض الرهنية التي جعلته يفقد قرابة 14 مليار دولار كخسائر عن انسحابه المؤقت من عملية الخوصصة وفي 23 من نفس الشهر راسل القرض

[1] - جريدة النهار، مقال بتاريخ: 2007/11/26 www.ennahar.online/economie/749/html

الفلاحي الفرنسي بدوره الحكومة ليعرب عن أمله في تأجيل عملية فتح الأظرفة وتقديم العروض بسبب أزمة sub prime كذلك وبذلك لم تبقى في المنافسة إلا ثلاثة بنوك فرنسية وهي سوسيتي جينيرال، paribas bnp،والقرض الشعبي (انسحب بنك ستانتدارالاسباني كذلك) ،ولأن الأزمة الخاصة بالقروض الرهنية لازالت قائمة ولا أحد يستطيع التنبؤ بآثارها ولا بكيفية تطور الأمور فإن الجزائر اختارت منهج الحذر وأخذت القدر الكافي لمتابعة تطورات هذه الأزمة،وإعادة فتح الملف عندما يحين الوقت وعندما تتوفر الظروف التي تمكن من الحصول على رؤية واضحة وتسمح ببيع البنك بسعر يعكس قيمته الحقيقية في السوق.

المطلب الرابع: الحلول المقترحة لمعالجة الأزمة

اتخذت العديد من الدول الصناعية في العالم إجراءات مختلفة لمعالجة الانعكاسات السلبية للأزمة من خلال توفير السيولة وتخفيض معدلات الفائدة، حيث لم تقتصر الأزمة على الجهاز المصرفي فقط بل شملت أيضا الاقتصاد الحقيقي مما ترتب عليه العديد من سياسات الإنعاش تهدف إلى دعم القطاع الحقيقي.

أولا: دور بنك البنوك في معالجة الأزمة

يكمن تدخل الملجأ الأخير للإقراض(البنك المركزي) من جهة إذا كانت أزمة سيولة يضطر البنك المركزي التدخل في السوق ما بين البنوك بتوفير السيولة لتفادي العجز عن السداد، و من جهة أخرى إذا كانت الأزمة أكثر خطورة لوجود تراجع كبير في حجم القروض فيتجلى دوره في هذه الحالة في تخفيض معدل الفائدة لتسهيل التوسع في الائتمان [1].

[1] -Montialoux Claire et Zucman Gabriel, comprendre la crise des subprime, rapport regards croises
sur l'économie, disponible sur internet, 15-4-2008, p17.

أ- **توفير السيولة** :تكمن أول مظاهر الأزمة في انعدام الثقة بين البنوك إلى درجة رفض الإقراض فيما بينها، فبهدف تفادي إفلاسها تسارعت البنوك المركزية بتغذية السوق النقدية بالسيولة اللازمة، ولكي تتمكن البنوك من إعادة تمويلها اتخذت العديد من الدول إجراءات نذكر بعضها فيما يلي:[1]

خطة الإنقاذ الأمريكية والأوروبية

بهدف التمكن من إعادة تمويل البنوك و تفادي إفلاسها، قام الاحتياطي الفيدرالي بضخ السيولة كما يلي:

•3أوت 2007 ضخ 24 مليار USD.

•10 أوت 2007 ضخ 38 مليار دولار• .

•كما سعت الإدارة الأمريكية عبر مشروع خطة الإنقاذ القطاع المصرفي المعلن عليه في 1أكتوبر 2008 إلى قيام الدولة بشراء الأصول المسمومة والتي أصبحت غير قابلة للبيع بقيمة 700 مليار دولار، و بالمقابل يكون باستطاعة الدولة الحصول على جزء من أسهم الشركة التي تقوم بشراء أصولها، لاستعادة جزء من رأسمال المنفق.

أما البنك المركزي الأوروبي قام بضخ

•35مليار أورو في 9 أوت . •348مليار أورو في 18 ديسمبر.

كما قررت الخزينة الأمريكية سنة 2008 استثمار حوالي 250 مليار دولار في رأس مال "البنوك، وجهت الجزء الأول والذي يقدر بحوالي 125 مليار دولار إلى

(Bank of America)،(Wells Fargo)، (Morgan Stanley)، (Goldman) Sachs)، (JPMorgan)، (Citigroup)، (Bank of new York) و(State) Street . وتم كذلك تأميم أكبر مؤسسة التأمين على المستوى العالم (American International Group) بقيمة 123 مليار دولار.

خطة الإنقاذ الفرنسية:[2]

تقوم خطة الإنقاذ الفرنسية و التي تقدر ب 360 مليار أورو على دعامتين:

[1]- IDEM, pp'34-36.

[2]- Baudet Marie-Béatrice et De Tricornot Adrien, Comprendre les plans de sauvetage, journal le monde, 18-10-2008,p1.

•40 مليار أورو موجهة لإعادة الرسملة•

•إنشاء مؤسسة إعادة تمويل، تكون الدولة فيها مساهمة ب % 34 و البنوك بقيمة 66% يرأسها المدير السابق لصندوق النقد الدولي " Michel Camdessus "

التي تساهم في إعادة تمويل مؤسسات الإقراض، بإقراضها نقدا مقابل ضمان يتمثل في أصول من النوعية الجيدة.

تهدف الخطة الفرنسية إلى تحريك السوق بين البنوك، بل إلى تحفيز إقراض البنوك المؤسسات والأفراد من جديد.

الخطة المعدة من قبل بنك انجلترا:

سمح بنك إنجلترا للبنوك التي تعاني من مشاكل حتى الفصل الثاني من سنة 2008 من استبدال الأصول ذات النوعية الجيدة و التي أصبحت غير سائلة بأذونات الخزينة.

هذا التدخل مماثل للتدخل المقترح من طرف الاحتياطي الفدرالي و لكن الاختلاف يكمن في مدة استبدال هذه الأصول و التي تقدر بسنة مع قابلية تجديدها لثلاثة سنوات بالنسبة لبنك انجلترا اما بالنسبة للاحتياطي الفدرالي قدرت مدتها ب 28 يوما .

ففي البداية حددت قيمتها ب 50 مليار جنيه إسترليني و لكن أعلنت حكومةKing بعدم وجود سقف محدد ، كما أكد King أن الهدف من وراء هذا الاستبدال ليس إعادة إنعاش القروض العقارية، ، ولكن الهدف الرئيسي يكمن في حل مشكلة السيولة.

الخطة المقترحة من طرف البلدان الصناعية السبعة الكبرىG7

اتفق وزراء المالية و حكام البنوك المركزية في دول مجموعة البلدان الصناعية السبعة الكبرىG7 (الو م أ، كندا، ألمانيا، فرنسا، بريطانيا، إيطاليا، و اليابان) (في 10 أكتوبر 2008)على خطة تتألف في خمسة نقاط رئيسية :

•مساعدات غير مشروطة لجميع المؤسسات المهددة بالإفلاس.

•اتخاذ جميع الإجراءات اللازمة لتحريك القروض و توفير السيولة في الأسواق النقدية.

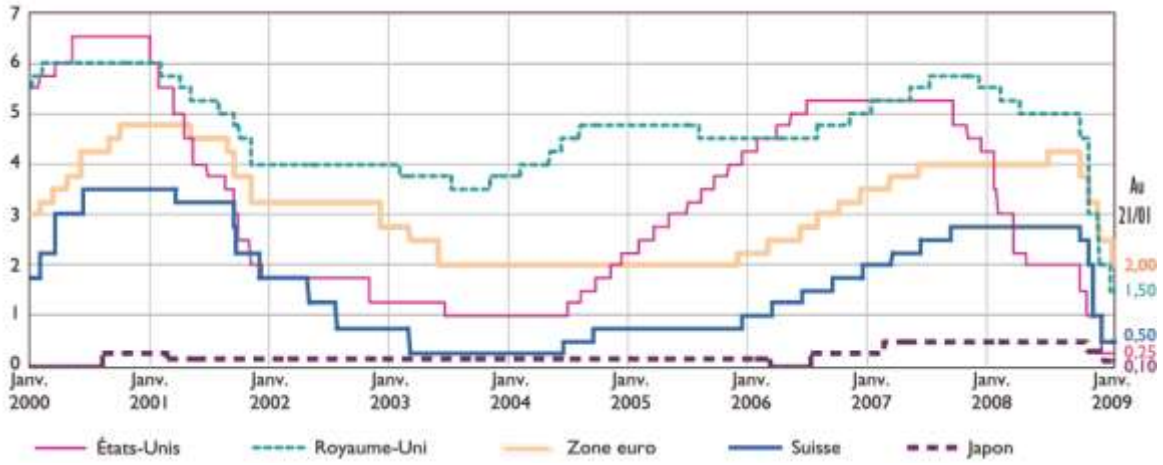
•اتخاذ جميع الإجراءات لإعادة رسملة البنوك بهدف استمرارها في هدف استمرارها في إقراض الأسر والمؤسسات.

•برامج وطنية تهدف إلى استعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم في البنوك.

•القيام بكل ما هو لازم من أجل تحريك و إعادة تنشيط سوق قروض الرهن العقاري الذي كان سببا في الأزمة المالية الحالية.

ب-تخفيض معدلات الفائدة

الشكل(1-3) :تطور معدل الفائدة خلال الفترة (2001-2008)



Source; la banque de France, documents et débats, n°2, op cit, p44.

يتضح لنا من خلال الشكل السابق انخفاض كبير في معدلات الفائدة في اليابان سويسرا،منطقة الأورو، المملكة المتحدة و خاصة الو م أ، حيث عرفت معدلات فائدة في هذه الأخيرة عدة انخفاضات:[1]

[1]- jacquillat bertrand, instituer de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières, revue problème économique, n°2958, novembre 2008, p12.

- 17 أوت 2007 ← أول تخفيض إلى 4,75%.
- 11 ديسمبر 2007 ← تخفيض معدل الفائدة إلى 4,25%.
- 22 جانفي 2008 ← تخفيض ب 0,75 نقطة إلى 3,50%.
- 30 جانفي 2008 ← تخفيض أخر في نفس الشهر إلى 3,00%.
- 16 مارس 2008 ← تخفيض ب 0,75 نقطة (2,25%).
- 30 أفريل 2008 ← تخفيض بـ . 0,25%.
- 8 أكتوبر 2008 ← تخفيض سبعة بنوك معدلات الفائدة بـ . . 0,50 نقطـ ـة و عليـ ـه تصبح معدلات الفائدة الاحتياطي الفيدرالي 1,50%.

و أخيرا في ديسمبر 2008 أصبح معدل الفائدة % 0,25 بعد ما كان % 5,25 في بداية الأزمة.

أما منطقة الأورو، فقد تم رفع معدلات الفائدة ب % 0,25 بهدف تخفيض معدلات التضخم في 3 جويلية 2008 و الذي أصبح يساوي 2% في بداية جانفي 2009 ، أما البلدان الأخرى كاليابان، سويسرا، المملكة المتحدة فعرفت هي الأخرى انخفاض كذلك في معدلات الفائدة والتي أصبحت 0,1% 0,5%، و % 1,5 على التوالي في بداية جانفي 2009 أنظر الشكل السابق .

ثانيا : بعض أهم الإجراءات المتخذة لدعم الاقتصاد الحقيقي[1]

يسمح لنا أثر الرفاهية بتفسير آلية انتقال الأزمة من البورصة إلى الاقتصاد الحقيقي حيث تكمن الفكرة فيما يلي:

يترتب عن ارتفاع أسعار الأصول(العقارات أو تلك المسعرة في البورصة) ارتفاع في قيمة أصول الأسر أو المساهمين – أكثر رفاهية – يعمدون على زيادة استهلاكهم مما يزيد من الإنتاج الداخلي الخام (PIB). العكس لما تنهار الفقاعة تفتقر الأسر، الأمر الذي يدفعها إلى الزيادة في الادخار والتخفيض من الاستهلاك والذي ينتج عنه انخفاض في الإنتاج الداخلي الخام (PIB).

[1]- banque de France, document et débat op cit , n2, p44,

وعادة يرتبط اثر الرفاهية أساسا بالتغير في قيمة الأسهم و السندات و العقارات، فإذا ارتفعت تسمى بأثر الرفاهية الإيجابي أما إذا انخفضت ففي هذه الحالة تسمى بأثر الرفاهية السلبي.

و عليه عمدت العديد من الدول الصناعية على انتهاج سياسات و إجراءات على مستوى الاقتصاد الكلي لكبح الآثار السلبية لهذه الأزمة، و الجدول التالي يوضح لنا أهم الإجراءات التي اتبعتها بعض الدول:

الجدول(3-3): بعض الإجراءات المعلن عنها من طرف الدول الصناعية لدعم الاقتصاد الحقيقي خلال سنة 2008

الدولة	تاريخ إعلان الإجراء	أهم الإجراءات المتخذة	حجم رأس المال
الاتحاد الأوروبي (UE)	26 ن . . وفمبر 2008 خط . .ة إنعاش .	تدابير مقترحة لفترة 2009-2010 - تخفيض TVA. - إطالة مؤقتة لمدة تعويضات البطالين - تخفيض الضرائب على المداخيل المنخفضة	20 مليـ . .ار أورو (1,5% مـ .ن PIB لـ . 27 دولة عضو فـ . .ي الاتحـ . .اد الأوروبي).
فرنسا	خطة إنعاش 4 ديسمبر 2008	نذكر بعض الإجراءات فيما يلي: - تدعيم صناعة السيارات بقيمة 2 مليار أورو. - سياسة التشـ غيل بقيمـ ة 500 مليـ ون أورو (contrats aidés formation professionnelle) - دعـ م العمالـ ة فـ ي المؤسسـ ات الصـ غيرة والمتوسطة (PME) من خلال إعفاء المؤسسات من الرسوم التوظيف لسـ نة 2009 بقيمـ ة 700 مليون أورو. - تدعيم خزائن المؤسسات خاصـ ة الصـ غيرة والمتوسطة بقيمة أكثر من 10 مليار أورو.	26 مليـ . .ار أورو (13% من BIP)
هولندا	قانون المالية سبتمبر 2008	- تمويل مشروع إنعاش لسـ نة 2009 بواسـ طة ارتفاع مدا خيل الغاز. - تخفيض الرسوم على المؤسسات و الأسر. - إلغاء مشروع رفع TVA. - إعفاء الموظفين من إعانات البطالة.	2,5 مليار أورو (0,4% من PIB)
	خطة إنعاش نوفمبر 2008	- مساعدة المؤسسات التي تعاني مـ ن مشـ كلة سيولة. - اتخاذ مختلف الإجراءات لتسهيل اسـ تثمارات المؤسسات و الابتكار. - اتخاذ إجراءات ضريبية و اجتماعية	6 مليار أورو (1% من BIP)

	المجموع		8.5 مليار أورو (1.4% من PIB).
المملكة المتحدة	سبتمبر 2008	- خطة طوارئ لدعم السوق العقاري. - مساعدة الأسر المتضررة من ارتفاع أسعار الطاقة.	910 مليون £
	خطة إنعاش 25نوفمبر 2008	- تخفيض TVA من 17,5% إلى 15% خلال الفترة التي تتراوح ما بين 1 ديسمبر 2008 على 1 جانفي 2010. - إلغاء رفع الضريبة على المؤسسات. - منح تسهيلات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. - بناء و تجديد المساكن.	20 مليار £ (1.5% من BIP).
إسبانيا	أفريل 2008	- رفع الأجر الأدنى من 570 € إلى 800 € حتى سنة 2012. - تخفيض الضرائب لإعادة تأهيل المساكن. - تخفيض الأعباء الإدارية للمؤسسات بنسبة 30% حتى سنة 2012.	حوالي 20 مليار € لمدة سنتين (1% من PIB)
	أوت 2008 خطة إنعاش	- اتخاذ إجراءات لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة(PME). - بناء المساكن.	20 مليار € (جزء منها يمثل الإجراءات المنصوص عليها في أفريل)
	نوفمبر 2008 خطة إنعاش	- إعفاء المؤسسات من أقساط التأمينات من خلال توظيف البطالين.	10,9 مليار €
	المجموع		50.9مليار € لمدة سنتين أي(3,7% من PIB.)
الو م أ	خطة الإنعاش المعلن عنها من	توزع جزء منها كمايلي: - 385.5 مليار دولار يمنح لدعم السياسات	825مليار دولار (5.8% من PIB)

	قبل ادارة "Obama"سنة 2008 والمصادق عليها في 28 جانفي 2009	الأشغال الكبرى وكذا لإصلاح قطاع الصحة. - 275 مليـ .ار دولار يـ .وزع عـ .ى الأسـ .ر والمؤسسات على شكل إعفاءات ضريبية عـ ى سبيل المثال. - 94 مليار دولار يقدم على شـ كل مسـ اعدات للأسر والأفراد بدون منصب شغل.	

Source; banque de France, documents et débats, n°2, pp' 66-68.

المبحث الثاني : أثر بعض الأزمات المالية العالمية على أسواق المال العربية

في ظل العولمة والنظام الاقتصادي العالمي الجديد لا يمكن أن تكون أسواق المال العربية بمنأى عن فتنة المال و من صنيع الذين عبدوه وجعلوه صنمهم ومعبدوهم وأصبحت المادية هي دينهم، ولقد صدقت نبوءة رسول الله ﷺ عندما قال: " يأتي زمان على أمتي يأكلون فيه الربا، قالوا: كل الناس يا رسول الله؟، قال: من لم يأكله يناله غباره" (متفق عليه)، ولقد صدق الله ورسوله عندما تأثرت كل أسواق النقد والمال، ومنها الأسواق العربية على النحو الذي سوف نحاول إبرازه من خلال هذا المبحث الذي قسمناه إلي مطلبين الأول أثر أزمة الرهن العقاري علي أسواق النقد والمال العربية والثاني سبل النجاة من الأزمة والحد من مخاطرها ؟.

المطلب الأول :أزمة 1987 وتأثيرها على أسواق المال العربية

شهدت أسواق المال العربية،انهيارات غير مسبوقة بداية من يوم الاثنين 19 جانفي 1987 وهو الذي بات يعرف بالاثنين الأسود،بسبب حجم الخسائر التي شهدتها معظم البورصات العربية فالأسهم السعودية سجلت هبوطا يصل إلى 15% في ذلك اليوم (خسارة قدرت حوالي 80 مليار دولار خلال 3 أيام) فيما هبطت أسواق دبي وأبو ظبي والدوحة نسب تتراوح مابين 9% و10%أما السوق المصرية فقط هبط مؤشره نسبة 6%وفيما يخصص أسباب الهبوط المفاجئ لمؤشرات بعض الأسواق المالية العربية فترجع إلى:

مبادرة الصناديق الاستثمارية الغربية الكبيرة إلى سارعت لبيع أسهمها والانسحاب من الأسواق العربية .

تنامي عمليات الاستثمار الأجنبي غير المباشر والتي عززتها العولمة المالية في الأسواق العربية وخصوصا الخليجية منها التي ليست بمعزل عن تلك الأسواق،في ظل تكامل الأسواق الإقليمية والاستثمار المالي عبر الحدود.

تراجع أرباح الربع الأخير لبعض الشركات والبنوك القيادية، ى وهو ما حدث في السعودية على سبيل المثال.

وأهم من كل ما سبق تلك الشائعات التي أطلقها المضاربون في الأسواق المختلفة والتي أتت مفعولها وأصيب الناس بالهلع وحدثت عمليات البيع الجماعي.

وهو ما يفسر حداثة بورصاتنا وتأثرها بسهولة بالشائعات والمضاربات التي زادت من الخسائر الكبيرة التي منيت بها أسواق المال لدينا.

في حين اعتبر بعض الخبراء أن انخفاض الأسعار وتراجع البورصات العربية كان أمرا لا بد منه،باعتبارها مجرد حركات تصحيح قد تطول وقد تقصر ،ويرى هؤلاء أن الأسواق العربية قد حققت معجزة حين تفادت هذا التراجع لفترة زمنية طويلة مقارنة بالانهيارات التي طالت الأسواق المالية العالمية بسبب أزمة الرهن العقاري الأمريكي التي انطلقت في الصيف الماضي المناخ .

تأثرت أسواق المال العربية بالأزمة المالية العالمية، ودليل ذلك ما يلي:[1]

أولاً: التراجع الكبير الملحوظ في مؤشرات المعاملات في البورصات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة، وترتب على ذلك خسائر مالية فادحة وما سوف يلي ذلك سيكون أعظم.

ثانياً: ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك والمصارف العربية بسبب الذعر والخوف والهلع غير المنضبط، وسبب لها ذلك خللا في حركة التدفقات النقدية والمالية، مما اضطرت بعض البنوك المركزية في الدول العربية إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد، وهذا بدون شك أحدث ارتباكاً في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطيات النقدية في البنوك والمصارف المركزية العربية.

ثالثاً: قيام العديد من البنوك والمصارف العربية بتجميد تمويل المشروعات التي تقوم بها الشركات والمؤسسات وفقاً للخطط والاتفاقيات والعقود، وهذا سبب انكماشاً في مجال الأعمال مما قاد في النهاية إلى تعثر وتوقف وعدم قدرة الشركات

[1] - عويضة أحمد، **الأزمة المالية العالمية و تأثيراتها**، مجلة سوق المال الفلسطيني ، العدد7 ، أكتوبر 2008، ص23

المقترضة عن سداد مستحقاتها للبنوك والمصارف، وهذا بدوره ساهم في تفاقم الأزمة.

رابعاً: زيادة المخاطر المالية التي تواجه البنوك والمصارف العربية عن المعدلات المتعارف عليها بسبب عدم القدرة على التنبؤ بما سوف تأتي به الأزمة من آثار سلبية سواء كانت نفسية أو سلوكية أو مالية أو سياسية.

خامساً: قيام بعض كبار المستثمرين من الأجانب بسحب أموالهم وتجميد معاملاتهم في أسواق النقد والمال العربية ، وهذا أحدث إرتباكاً وخللاً ملحوظاً في استقرار المعاملات وتأثرت البورصات العربية بهذا السلوك.

سادساً: ضخامة الخسارة التي مُنى بها المستثمرون العرب وكذلك البنوك والمصارف العربية في أسواق النقد والمال في أمريكا و أوروبا وغيرها بسبب الأزمة المالية، وهذا بالتأكيد أثر على ثرواتهم وعلى معاملاتهم في الأسواق العربية وكذلك على السيولة في أسواق النقد والمال العربية.

سابعاً: ارتباط كثير من المعاملات في أسواق النقد والمال في كل الدول العربية **بالدولار** والذي يطلق عليه " **الدولار اللص** " ، وما يحدث في أسعاره من انهيار غير مسبوق، وما ترتب على ذلك من أثار خطيرة على المعاملات المالية والاقتصادية سبب كل هذا خسائر باهظة على الثروة المالية في الدول العربية.

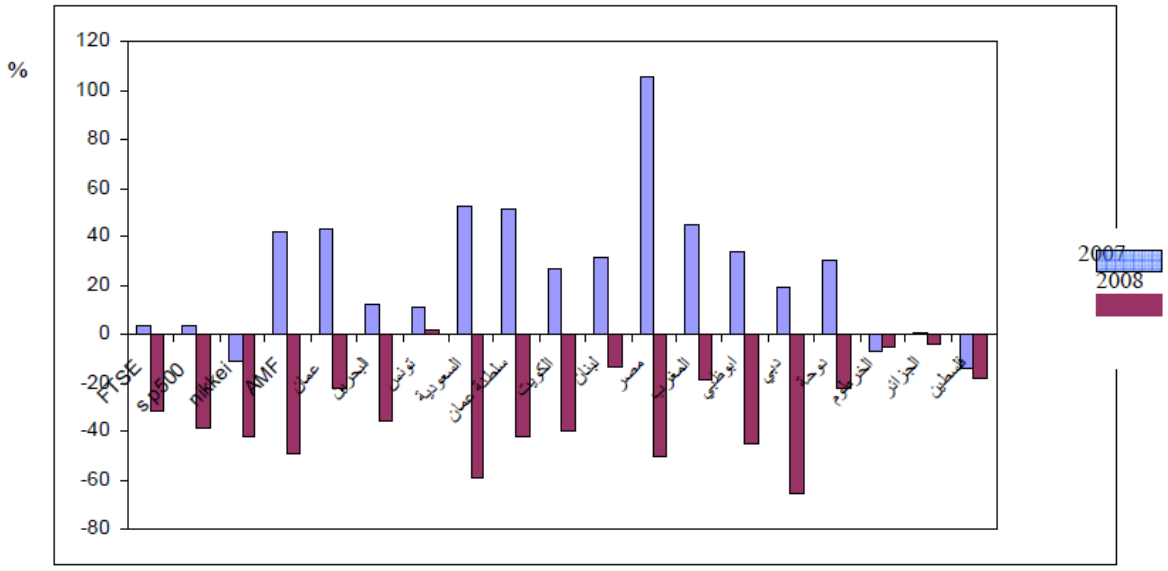
ثامناً: تأثر أسعار النفط بالانخفاض بسبب الأزمة، وهذا له تأثير كبير على الدول النفطية العربية، كما أن هناك خوفاً من توقع أن تقوم أمريكا من خلال الضغوط السياسية على الحكومات العربية النفطية بأن تساهم بطريق مباشر أو غير مباشر في خطة الإنقاذ الأمريكية، كما فعلت من قبل في حرب الخليج وفى حرب الإرهاب وهذا سوف يسبب خللاً في الموازين المالية للدول العربية الباهظة.

تاسعاً: القلق النفسي الشديد الذي أصاب كل الناس وبصفة خاصة العرب من هذا الأزمة وما سوف يترتب عليها من فرض ضرائب ورسوم ومكوس جديدة وما سوف يترتب على ذلك من ارتفاع في أسعار السلع والخدمات .

المطلب الثاني: تحليل الأسواق المالية العربية خلال الفترة(2007-2008)

بهدف التعرف على مدى تأثر البورصات العربية خلال أزمة الرهن العقاري ارتأينا في هذا المطلب تحليل أدائها بالتركيز على اتجاهات المؤشر المركب لصندوق النقد العربي من جهة و تطور القيمة السوقية و عدد الشركات و حجم التداول من جهة أخرى ، كما سوف نعرف أهم الأسباب التي أدت بتراجع البورصات العربية و الشكل التالي يوضح نسبة تطور مؤشرات البورصات العربية و بعض مؤشرات البورصات المتقدمة خلال فترة الدراسة.

الشكل(2-3): نسبة تطور مؤشرات البورصات العربية و بعض مؤشرات البورصات المتقدمة خلال فترة الدراسة.



المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على الملحقين (1-2)

1 أداء أسواق المال العربية خلال سنة 2007

شهدت أسواق المال العربية موجة من الارتفاع في عام 2007 ، بعد حركة التصحيح التي شملت معظم الأسواق العربية خلال عامي 2005-2006م فقد ارتفع مؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 38% ليصل إلى 328.7 نقطة بالمقارنة مع 234.5 نقطة في نهاية عام 2006.

و ذلك نتيجة التحسن الكبير في أداء معظمها، حيث بلغت القيمة السوقية سنة 2007 حوالي 1338551 مليون دولار مقابل 888223 مليون دولار سنة 2006 بارتفاع نسبته 50.7 % مع محافظة سوق الأسهم السعودي على المرتبة الأولى من حيث إجمالي القيمة السوقية و تلاه السوق المصري ومع المرتبة الأخيرة لبورصة الجزائر (97 مليون دولار).

أما فيما يخص حجم التداول فقد عرف تراجع نسبته 65.7% خلال سنة 2007م ومع ذلك شكل السوق السعودي ما نسبته 61.5 % في إجمالي حجم التداول و هي بذلك تحتل المرتبة الأولى تليها سوق الكويت بنسبة 11.8% و سوق دبي بنسبة 9.32% . و فيما يتعلق بالشركات المدرجة فقد انخفض عددها من 1623 إلى 1550 و يرجع السبب في ذلك إلى انخفاضها في بورصة مصر من 603 شركة سنة 2006 إلى 435 شركة سنة 2007 و انخفاض شركة واحدة في بيروت و باستثناء سوق الجزائر و الخرطوم التي حافظت على نفس العدد المدرج من الشركات أما بقيت الأسواق فقد عرفت ارتفاع في عدد الشركات.

2 تحليل أداء الأسواق الأوراق المالية العربية خلال سنة 2008:

يشير الشكل السابق (1-3) إلى انخفاض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ب 49.4 % ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008م مقارنة ب 328.7 نقطة عام 2007م ما عدا بورصة تونس التي سجلت خلال سنة 2008 تحسنا بارتفاع المؤشر ب 1.5% و الذي يرجع إلى حصة المستثمرين الأجانب و الذي يمثل 6.2 % فقط من الرسملة البورصية ، حيث لوحظ في بداية البيع الكثف للأجانب في السوق امتصاصه من قبل الطلب المحلي (كما أقر من جهة أخرى محافظ المركزي التونسي

عدم امتلاكها لأي استثمارات في البنوك التي حققت خسائر ضخمة من بينها "Merrill Lynch"و "Lehman Brothers". [1]

أما بالنسبة لباقي البورصات العربية التي عرفت انخفاضا في قيمة المؤشر فقد لوحظ تفاوت نسب الانخفاض فيما بينها بشكل كبير من 64.98% في سوق دبي إلى 3.86% في بورصة الجزائر.

حيث تعد بورصة الجزائر، الخرطوم و فلسطين الأقل تضررا بالأزمة بتراجع قدره 3.86% و 5.74% و 17.9 % على التوالي، و يرجع ذلك إلى انخفاض انفتاحها على الخارج فمثلا: أكد الرئيس التنفيذي لسوق فلسطين للأوراق المالية أحمد عوضين أن السوق المالية الفلسطينية تتمتع بالاستقرار و الثبات لافتا أن تأثر السوق بالأزمة و في أسوء الأحوال لا يتجاوز 1% و يرجع ذلك لضعف ارتباط السوق بالأسواق العالمية و قلة الاستثمارات الأجنبية .[2] و حول التراجع الذي شهدته السوق مطلع أكتوبر 2008 م ينوه عوضين لتأثير العوامل النفسية لدى صغار المستثمرين في انخفاض أسعار أسهم الشركات الفلسطينية.

و مقارنة بالبورصات العربية الأخرى عرفت بورصة الجزائر تراجعا بنسبة 3.86% فقط و يعد هذا التراجع ضعيف و مقبول و يرجع إلى انخفاض حجم المعاملات في بورصة الجزائر فمنذ نشأتها سنة 1997م تعاني من انخفاض في عدد الشركات المدرجة (3 شركات فقط) ابتداء من سنة 2006 م

و يمكن أن نلاحظ من الشكل السابق تراجعا كبيرا خاصة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي مع احتلال سوق دبي المرتبة الأولى بانخفاض قدره 64.98% تليها سوق السعودية 59.17% ، أبو ظبي 44.6 %، الكويت 40.30%.

حيث كان يقابل هذا التدهور في البورصات تراجع مؤشر البورصات الدولية مثل (S&P500)ب 38.48% و مؤشر (NIKKEI) ب 42.12%. يرجع انخفاض

[1] - communique de l'agence tunis afrique presse-tap-, site internet, 27-5-2014, p5. www.tap.infi.tn

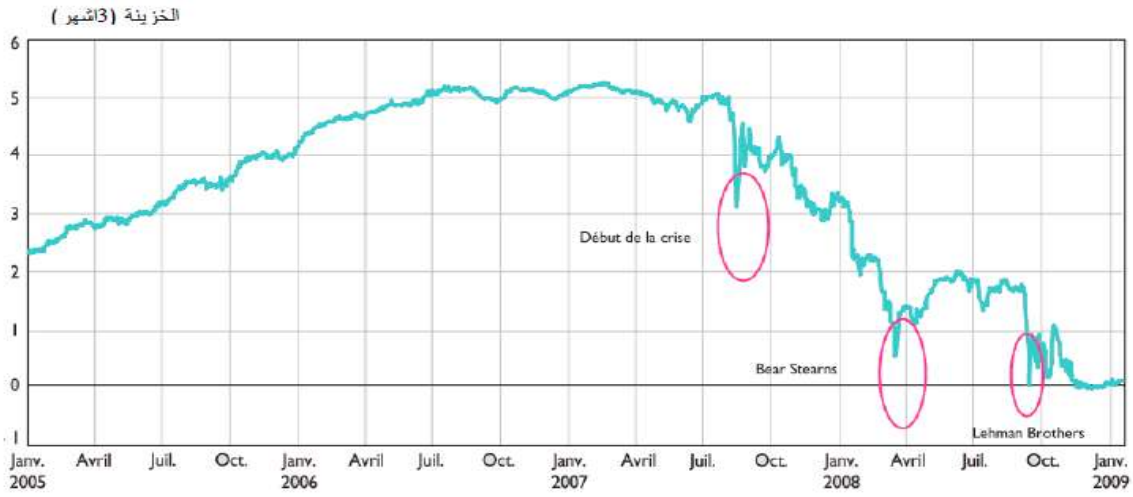
[2]- عويضة أحمد،مرجع سابق، ص 30.

أداء أسواق الأوراق المالية العربية بصفة عامة و دول مجلس التعاون الخليجي بصفة خاصة إلى :

* العوامل النفسية: يحصر خبراء الاقتصاد و المحللين الماليين التأثير الرئيسي على الأسواق المالية العربية في العوامل النفسية و الاستشعار بحالة الذعر التي تسود الأسواق العالمية، غير متناسين تأثير عوامل أخرى كالاستثمارات الأجنبية.[1]

* الهروب نحو النوعية: عرفت هذه الأخيرة ارتفاعا كبيرا على المستوى العالمي خاصة مع إفلاس مؤسسة Lehman brothers بتاريخ 15 سبتمبر 2008م التي انعكست في ارتفاع الطلب على أذونات الخزينة الأمريكية، مما دفع بمعدلات الفائدة قصيرة الأجل (3 أشهر) الانخفاض إلى أدنى مستوى لها و هذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (3-3): الهروب نحو النوعية



Source; banque de France, n2, p49

وعليه يترتب عن الأزمة ابتعاد المستثمرين عن المخاطرة والتوجه نحو الأصول المالية عالية الجودة والضمان ومنخفضة المخاطرة مثل سندات الخزينة، لذا عمدت اكبر البنوك الأجنبية مثل "Merrill lynch" و" Goldman Sachs" على سحب السيولة المستثمرة في البورصات الأجنبية ومن بينها بورصات دول مجلس التعاون الخليجي ،وتوجيهها إلى أصول مضمونة مثل اذونات الخزينة الأوروبية والأمريكية ذات التصنيف

[1] - عويضة أحمد ،مرجع سابق، ص 35.

الائتماني (AAA)،لم يتم تحديد مجموع الأصول المسحوبة بدقة ،ولكن يقدرها البعض بحوالي 90مليار دولار.

هذا بالإضافة إلى إعادة توزيع الأصول المستثمرة داخل دول مجلس التعاون الخليجي بالعملات المحلية في البنوك المشكوك فيها.عموما توجه من البنوك الخاصة إلى البنوك العامة تمثل "National Bank of Abu Dhabi" و "National Bank of Kuwait" من أكثر البنوك استفادة في المنطقة.

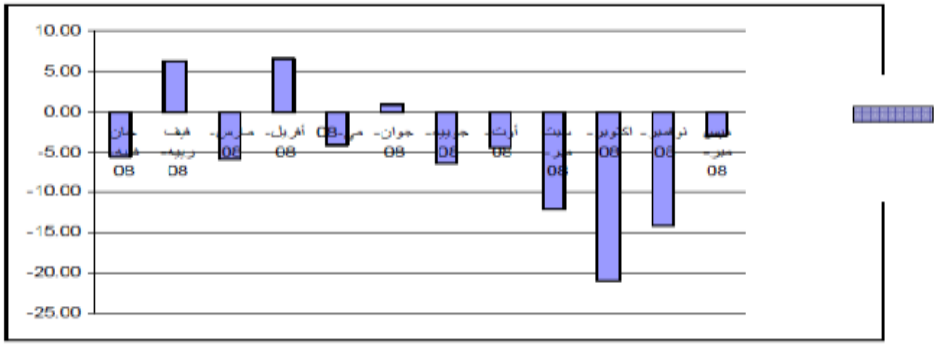
كما يترتب عن خروج المستثمرين الأجانب من الأسواق المالية العربية زيادة تخوف المستثمرين وإتباعهم لنفس سلوك المستثمرين الأجانب أو حتى سلوك المستثمرين المحليين الكبار (سلوك القطيع) ومن ثم بيع أصولهم المالية الشيء الذي يؤدي إلى تراجع الأسعار نتيجة لارتفاع عرض الأوراق المالية مقرنة بالطلب.

•**انخفاض السيولة لدى البنوك** : ترتبط السيولة بمدى استطاعة البنك تسييل أصوله وكذا تسعيرها ،حيث تراجع التمويل القصي ،المتوسط والطويل الأجل لبنوك دول مجلس التعاون الخليجي ،مما أدى بانخفاض قيمة أسهمها ب 50%، إذ عرفت تقريبا جميع فئات أصول البنوك ماعدا ودائع البنك المركزي تدهورا مابين 20و50%من قيمتها .

كان هذا التراجع حادا خاصة بالنسبة لـ (Golf Bank) رابع بنك في الكويت، الذي سجل خسائر قدرت ما بين 100 و 200 مليون دينار كويتي أي 600 مليون دولار و مع ذلك تعد هذه القيمة منخفضة مقارنة مع رأسماله الخاص .

كما قد سبق وأن أشرنا في الجانب النظري من دراستنا أن قطاع البنوك والخدمات المالية يحظى بالنصيب الأكبر من القيمة السوقية في العديد من الأسواق المالية العربية وخاصة في دول مجلس التعاون الخليجي، وعليه أي تراجع أو خسائر تحققها البنوك سوف تؤدي إلى تراجع أداء البورصة المسعرة فيها . و الشكل التالي يبين تطور نسبة تغير المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لكل شهر خلال سنة2008 :

الشكل(4-3): تطور نسبة تغير المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لكل شهر خلال سنة 2008.



من إعداد الطالب: اعتمادا على الملحق(3)

من زاوية أخرى، يتضح من خلال الشكل السابق تطور نسبة تغير المؤشر المركب لصندوق النقد العربي عند إغلاق كل شهر مقارنة بالشهر السابق خلال سنة 2008 حيث يتبين لنا أن شهر أكتوبر يمثل أسوء شهر سجلته البورصات العربية، حيث انخفض فيه مؤشر صندوق النقد العربي ب 21,03%، والتي سجلت فيه البورصة المصرية أدنى انخفاض ب% 30,88 ، تليها بورصة سلطنة عمان بانخفاض قدره% 27,34 ،السعودية (% 26,61)، الكويت(% 25,76) ، دبي(% 25,04) ، أما البورصات المتقدمة فقد سجلت هي الأخرى انخفاض، فعلى سبيل المثال انخفض مؤشر(S&P 500) بـ% 16,83، ومؤشر (NIKKEI) بـ 23.83%، و يرجع هذا التراجع الكبير في البورصات الدولية إلى التخوف من انزلاق الاقتصاد الأمريكي نحو الركود الاقتصادي في 15أكتوبر بعدما حققت العديد من البور صات الدولية انتعاشا.

أما مجموع القيمة السوقية فقد عرفت هي الأخرى تراجعا ب 569649 مليون دولار ويعود أكبر تراجع إلى السوق المالي السعودي بنسبة% 52,53 ، إلا أنها ما زالت تستحوذ على المرتبة الأولى على مستوى البورصات العربية .

كما انخفض مجموع حجم التداول ب 110197 مليون دولار ب (% 9,94) والذي يرجع أساسا إلى انخفاض بنسبة % 23,32 في سوق الأسهم السعودي باعتبارها تمثل أول بورصة عربية من حيث حجم التداول لاستحواذها سنة 2007 على % 61,57 من مجموع حجم التداول في البورصات العربية. أنظر الملحق رقم(4)

كما سجلت مجموع الشركات المدرجة في البورصات العربية تراجعا بانسحاب ثمانية

شركات، الراجع أساسا إلى انسحاب 62 شركة من بورصة مصر نتيجة التطبيق الصارم لقواعد القيد والإفصاح، شركتان من بورصة بيروت و شركة واحدة من بورصة تونس أما البورصات الأخرى فقد عرفت معظمها خلال سنة 2008 ارتفاعا في عدد الشركات المدرجة، و التي وصلت إلى 17 شركة في بورصة عمان.

كما يبين لنا الجدول التالي أن معظم الشركات المدرجة في بعض البورصات العربية سجلت تراجعا في أسعارها خاصة البورصة السعودية بانخفاض أسعار 106 شركة مقابل ارتفاع أسعار أربعة شركات فقط، مما انعكس على تراجع المؤشر بنسبة 59.17 %.

الجدول(4-3): ملخص عدد الشركات المنخفضة و المرتفعة خلال سنة 2008

	عدد الشركات المتداولة	عدد الشركات المرتفعة	عدد الشركات المنخفضة	عدد الشركات المستقرة
فلسطين	36	26	10	0
السعودية	110	4	106	0
الكويت	193	23	170	0
دبي	47	14	33	0
أبو ظبي	63	16	45	0
الدوحة	40	5	35	0
مسقط	114	49	63	2
البحرين	41	12	27	2
الأردن	232	55	176	1

المصدر:عويضة، أحمد ملخص أداء لبعض أسواق المال العربية خلال 2008، مجلة سوق المال الفلسطيني، العدد 8 جانفي 2009، ص 72.

ومن جهة أخرى لا يعتبر مدير صندوق النقد العربي أن المشكلة التي تعيشها الدول العربية هي بالضرورة نفس المشكلة التي تعاني منها اقتصاديات المنطقة حيث لا يبدو بأن اقتصاديات المنطقة تعاني من نقص سيولة بل قد يكون العكس هو الصحيح، يبقى السؤال المطروح هو لماذا انخفاض بورصات المنطقة؟

لا يبدو بأن هناك علاقة مباشرة بين الأزمة المالية العالمية وبورصات المنطقة حيث أن الشركات المدرجة في بورصات المنطقة ليس لها علاقة بالمؤسسات الغربية التي تعيش هذه الأزمة،هذا كما أن الوضع المالي لمؤسساتنا حتى الآن لا يشير إلى أية جوانب ضعف تبرر هذا القلق أو التخوف، كما أنه لا يعتقد بأن قرار المحافظ الأجنبية البيع لتغطية مراكزهما في مناطق أخرى هو السبب الرئيسي لاضطراب بورصات المنطقة، في اعتقادنا أن الأمر يرجع إلى التخوف من إمكانية انسحاب ما يحصل في العالم على أوضاعنا وهذا التخوف قد يكون مبررا انطلاقا من كون هذه الأزمة قد تسبب كسادا أو على الأقل تراجع النشاط الاقتصادي على صعيد العالم الأمر الذي من شأنه أن يخفض الطلب على النفط الذي أسعاره تدنت بالفعل بشكل كبير من 147 دولار إلى حوالي 90 دولار للبرميل خلال فترة وجيزة جدا ، وبالطبع إذا استمر هذا الانخفاض فقد يؤثر على إيرادات المنطقة وبالتالي قدرة المنطقة على الاستمرار في تمويل كثير من المشاريع التي تعتمد عليها الشركات المدرجة في البورصة.[1]

المبحث الثالث: معامل الارتباط كدليل لانتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى البورصات العربية

كما سبق الإشارة إليه في الجانب النظري يعرف البنك الدولي عدوى الأزمات المالية بذلك الارتفاع لمعامل الارتباط خلال فترة الأزمة بين الأسواق المالية، و عليه للكشف عن

[1] - المناعي جاسم، الأزمة المالية العالمية ، صندوق النقد العربي، مقال منشور بتاريخ 21-09-2008، تاريخ الإطلاع، 05-08-2014. http://www.amf.org.ae/ar.

مدى انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى البورصات العربية ارتأينا احتساب معامل ارتباط قبل و خلال فترة الأزمة.

المطلب الأول: دراسة معامل الارتباط

1-**فترة الدراسة** :إن حساب معامل الارتباط يدفعنا في البداية إلى تحديد فترة الأزمة و فترة الاستقرار وفترة ما بعد إجراءات الإنقاذ، حيث حددنا الفترة الأولى بسنة واحدة و هي سنة 2008 أما الثانية فقد حددناها بخمس سنوات (2003-2007) ، وذلك لاعتمادنا على نسبة تطور مؤشر (SP100)الذي يعبر عن الوضعيةالعامة لبورصة نيويورك حيث سجل ارتفاع من سنة 2002 إلى سنة2007 ، أما خلال سنة 2008 فقد انخفض المؤشر بنسبة % 38,48 و هو تراجع ضخم جدا، أما الفترة الثالثة حددناها بسنتين (2009-2010) لنرى مدى نجاعة المتخذة من طرف الدول العربية والغربية.

غير أنه لابد عند تحديد فترة الدراسة الإشارة إلى بعض النقاط:

•حددت فترة الاستقرار ابتدءا من سنة2003 بسبب الركود الاقتصادي الذي عرفته الوم ا قبل هذه السنة والراجع إلى أزمةENRON و كذا انفجار فقاعة التكنولوجيا.

•كما تعد فترة الاستقرار المحددة(2003-2007) نسبية و ليس مطلقة، حيث عرفت فيه بورصة نيويورك بعض الاضطرابات ولكنها لم تكن عنيفة إلى درجة إحداث أزمة تمس باقي دول العالم.

•في حقيقة الأمر ابتدأت أزمة الرهن العقاري صيف 2007 و ليس 2008 ، حينما بدأت أكبر المؤسسات المالية الأمريكية بالدرجة الأولى و الأوربية بالدرجة الثانية تتكبد خسائر ضخمة جدا، غير أن شدة الأزمة و حدتها كانت أعنف سنة 2008 ، و بمعنى أخر إن أزمة الرهن العقاري كانت في البداية عبارة عن أزمة ثقة ثم أزمة سيولة ثم أزمة بورصية وفي الأخير أزمة اقتصادية تمس الاقتصاد الحقيقي .

الجدول(5-3): نسبة تغير مؤشر AMF و SP500

مؤشرSP500	مؤشر AMF	
26,38%	40,87%	12/2002-12/2003
8,99%	52,02%	12/2003-12/2004
3,00%	91,64%	12/2004-12/2005
13,62%	-43,99%	12/2005-12/2006
3,53%	41,99%	12/2006-12/2007
-38,49%	-49,44%	12/2007-12/2008
30,02%	15,33%	12/2008-12/2009
19,76%	22,28%	12/2009-12/2010

من إعداد الباحث
اعتمادا على الملاحق
(1،2،3،4،5،6،7،8)

•رغم الأزمة التي عرفتها الدول العربية سنة 2006 و التي انخفض فيها مؤشر صندوق النقد العربي فيه(% 43,98) ، إلا أنها اقتصرت على الدول العربية فقط، أي أنها لم تمس الدول المتقدمة، و الدليل على ذلك ارتفع مؤشر (FTSE) خلال نفس الفترة بحوالي 10.71%،و(NIKKEI) بنسبة 6.91% و(SP 500) بنسبة13.61%

2-**المنهجية المتبعة في احتساب معامل الارتباط :** نعتمد في حساب معامل الارتباط على معطيات صندوق النقد العربي للحصول على قيم مؤشرات البورصات العربية و اعتمدنا كذلك على جريدة (Wall Street)الأمريكية للحصول على قيم (NIKKEI) (S&P 500)،(FTSE).

عوض تطبيق القانون الخاص بمعامل الارتباط في الجانب النظري، ارتأينا في دراستنا الاعتماد على " Logiciel Eviews7" الذي يسمح لنا بالحصول مباشرة على معاملات الارتباط المؤشرات البورصية للدول العربية مع المؤشرات البورصية للدول المتقدمة (الوم أ، انجلترا واليابان).

3-**النتائج المتوصل إليها** :بإتباعنا المنهجية السابقة تحصلنا على مصفوفة معاملات ارتباط للمؤشرات الأسواق المالية العربية مع مؤشر الأسواق المالية الأجنبية ، وذلك قبل وبعد نشوب الأزمة والموضحة فيما يلي:

الجدول(6-3): مصفوفة معاملات الارتباط خلال فترة ما قبل الأزمة (2003-2007)

المصدر :Logiciel Views7

	FTSE	AMF	SP500	NIKKEI	ابوظبي	الجزائر	البحرين	بيروت	الدوحة	دبي	مصر	الأردن	الخرطوم	الكويت	المغرب	س عمان	فلسطين	السعودية	تونس
FTSE	1,00	-0,39	0,95	0,91	-0,33	-0,76	0,02	0,75	-0,61	-0,21	0,83	0,07	-0,26	0,73	0,92	-0,50	-0,54	-0,46	0,85
AMF	-0,39	1,00	-0,53	-0,26	0,56	0,68	0,31	0,07	-0,75	-0,65	0,31	-0,01	0,10	-0,74	-0,55	0,75	0,78	0,96	-0,64
SP500	0,95	-0,53	1,00	0,79	-0,25	-0,71	0,02	0,56	-0,61	-0,24	0,89	0,01	-0,33	0,75	0,97	-0,63	-0,61	-0,64	0,92
NIKKEI	0,91	-0,26	0,79	1,00	-0,45	-0,66	-0,05	0,79	-0,63	-0,20	0,60	0,07	-0,05	0,59	0,75	-0,45	-0,30	-0,27	0,72
ابوظبي	-0,33	0,56	-0,25	-0,45	1,00	0,61	0,29	-0,34	0,76	0,61	0,03	-0,16	-0,09	0,53	-0,23	0,25	0,41	0,34	-0,24
الجزائر	-0,76	0,68	-0,71	-0,66	0,61	1,00	0,12	-0,55	0,75	0,48	-0,50	0.45	-0,14	0,88	-0,74	0,48	0,77	0,64	-0,73
البحرين	0,02	0,31	0,02	-0,05	0,29	0,12	1,00	0,17	0,24	0,11	0,15	0,20	0,00	0,02	-0,03	0,36	0,09	0,24	-0,09
بيروت	0,75	0,07	0,56	0,79	-0,34	-0,55	0,17	1,00	-0,39	-0,09	0,53	0,13	-0,13	0,44	0,57	0,03	-0,23	0,10	0,44
الدوحة	-0,61	0,75	-0,61	-0,63	0,76	0,75	0,24	-0,39	1,00	0,61	-0,36	-0,06	0,04	-0,68	-0,63	0,58	0,66	0,64	-0,67
دبي	-0,21	0,65	-0,24	-0,20	0,61	0,48	0,11	-0,09	0,61	1,00	-0,12	-0,06	-0,04	-0,55	-0,26	0,35	0,53	0,53	-0,27
مصر	0,83	-0,31	0,89	0,60	0,03	-0,50	0,15	0,53	-0,36	-0,12	1,00	-0,07	-0,40	0,63	0,91	-0,50	-0,50	-0,47	0,78
الأردن	0,07	0,01	0,01	-0,07	-0,16	-0,07	0,20	0,13	-0,06	-0,06	-0,07	1,00	0,10	-0,08	-0,03	0,27	0,01	0,04	-0,03
الخرطوم	-0,26	0,10	-0,33	-0,05	-0,09	0,14	0,00	-0,13	0,04	0,04	-0,40	0,10	1,00	-0,08	-0,30	0,07	0,32	0,20	-0,28
الكويت	0,73	-0,74	0,75	0,59	-0,53	-0,88	-0,02	0,44	-0,68	-0,55	0,63	0,09	-0,08	1,00	0,79	-0,55	-0,76	-0,73	0,71
المغرب	0,92	-0,55	0,97	0,75	-0,23	-0,74	-0,03	0,57	-0,63	-0,26	0,91	-0,03	-0,30	0,79	1,00	-0,65	-0,67	-0,65	0,93
س عمان	-0,50	0,75	-0,63	-0,45	0,25	0,48	0,36	0,03	0,58	0,35	-0,50	0,27	0,07	-0,55	-0,65	1,00	0,50	0,81	-0,75
فلسطين	-0,54	0,78	-0,61	-0,30	0,41	0,77	0,09	0,24	0,66	0,53	-0,50	0,01	0,32	-0,76	-0,67	0,50	1,00	0,78	-0,64
السعودية	-0,46	0,96	-0,64	-0,27	0,34	0,64	0,24	0,10	0,64	0,53	-0,47	0,04	0,20	-0,73	-0,65	0,81	0,78	1,00	-0,73
تونس	0,85	-0,64	0,92	0,72	-0,24	-0,73	-0,09	0,44	-0,67	-0,27	0,78	-0,03	-0,28	0,71	0,93	-0,75	-0,64	-0,73	1,00

الجدول(7-3) :مصفوفة معاملات الارتباط خلال فترة الأزمة (2008)

	FTSE	SP500	NIKKEI	AMF	الاردن	البحرين	تونس	س عمان	الكويت	بيروت	مصر	المغرب	ابوظبي	دبي	الدوحة	السعودية	الخرطوم	الجزائر	فلسطين
FTSE	1,00	0,98	0,97	0,96	0,67	0,96	0,06	0,93	0,93	0,47	0,96	0,95	0,87	0,94	0,88	0,97	0,43	0,55	0,85
SP500	0,98	1,00	0,98	0,98	0,73	0,98	0,14	0,94	0,96	0,54	0,95	0,96	0,92	0,97	0,89	0,98	0,43	0,65	0,90
NIKKEI	0,97	0,98	1,00	0,97	0,80	0,96	0,20	0,95	0,97	0,61	0,93	0,95	0,93	0,96	0,94	0,97	0,42	0,68	0,89

AMF	0,96	0,98	0,97	1,00	0,78	0,99	0,14	0,97	0,98	0,57	0,97	0,98	0,99	0,90	0,99	0,95	0,98	0,99	0,91
الاردن	0,67	0,73	0,80	0,78	1,00	0,75	0,60	0,81	0,85	0,90	0,67	0,77	0,89	0,79	0,89	0,76	0,90	0,28	0,87
البحرين	0,96	0,98	0,96	0,99	0,75	1,00	0,09	0,95	0,97	0,55	0,96	0,97	0,94	0,99	0,88	0,99	0,63	0,46	0,89
تونس	0,06	0,14	0,20	0,14	0,60	0,09	1,00	0,16	0,11	0,74	0,01	0,26	0,34	0,14	0,37	0,15	0,74	-0,28	0,43
س عمان	0,93	0,94	0,95	0,97	0,81	0,95	0,16	1,00	0,98	0,65	0,97	0,97	0,94	0,94	0,94	0,96	0,94	0,60	0,92
الكويت	0,93	0,96	0,97	0,98	0,85	0,97	0,26	0,98	1,00	0,69	0,95	0,97	0,97	0,93	0,97	0,98	0,74	0,49	0,94
بيروت	0,47	0,54	0,61	0,57	0,90	0,55	0,74	0,65	0,69	1,00	0,48	0,57	0,77	0,59	0,79	0,53	0,86	0,25	0,79
مصر	0,96	0,95	0,93	0,97	0,67	0,96	0,01	0,97	0,95	0,48	1,00	0,97	0,87	0,95	0,86	0,94	0,54	0,60	0,86
المغرب	0,95	0,96	0,95	0,98	0,77	0,97	0,11	0,97	0,97	0,57	0,97	1,00	0,93	0,98	0,89	0,96	0,67	0,52	0,90
ابوظبي	0,87	0,92	0,93	0,95	0,89	0,94	0,34	0,94	0,97	0,77	0,87	0,93	1,00	0,96	0,93	0,93	0,79	0,40	0,95
دبي	0,94	0,97	0,96	0,99	0,79	0,99	0,15	0,96	0,98	0,59	0,95	0,98	0,96	1,00	0,90	0,99	0,69	0,46	0,91
الدوحة	0,88	0,89	0,94	0,90	0,89	0,88	0,37	0,94	0,93	0,79	0,86	0,89	0,93	0,90	1,00	0,89	0,79	0,45	0,93
السعودية	0,97	0,98	0,97	0,99	0,76	0,99	0,14	0,94	0,97	0,53	0,94	0,96	0,93	0,99	0,89	1,00	0,65	0,39	0,88
الخرطوم	0,43	0,43	0,42	0,47	0,28	0,46	-0,28	0,60	0,49	0,25	0,60	0,52	0,40	0,46	0,39	0,45	0,15	1,00	0,48
الجزائر	0,55	0,65	0,68	0,66	0,90	0,63	0,74	0,67	0,74	0,86	0,54	0,67	0,79	0,69	0,79	0,65	1,00	0,15	0,84
فلسطين	0,85	0,90	0,89	0,91	0,87	0,89	0,43	0,92	0,94	0,79	0,86	0,90	0,95	0,91	0,93	0,88	0,84	0,48	1,00

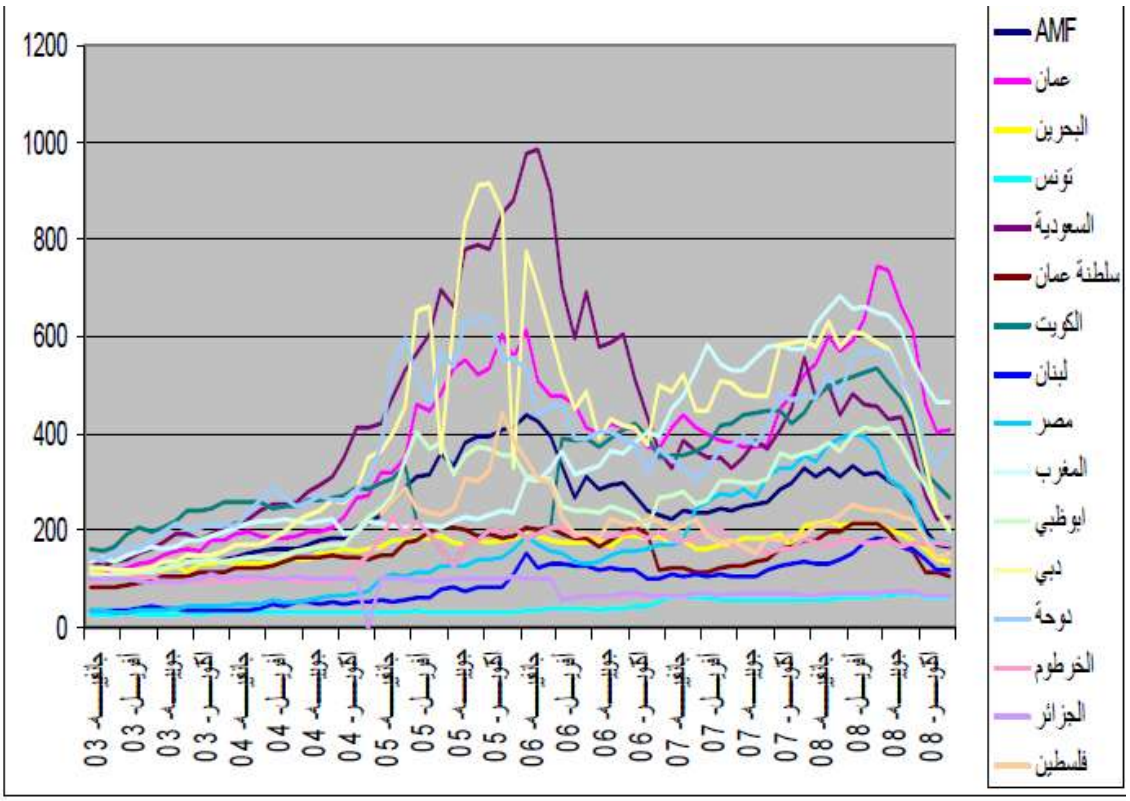
المصدر :Logiciel Views7

المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها

يتضح لنا من خلال مصفوف معاملات الارتباط ترابط الأسواق المالية العربية والأسواق المتقدمة من جهة، وترابط مابين الأسواق المالية العربية فيما بينها من جهة أخرى، وعليه يمكننا التمييز في هذه الحالة مابين عدوى الأزمات المالية المباشرة وعدوى الأزمات المالية الغير مباشرة .وقبل تحليلنا لنتائج مصفوفة معاملات الارتباط ارتأينا التعرف على اتجاهات المؤشرات البورصية بصفة عامة من خلال تحليل المنحنى.

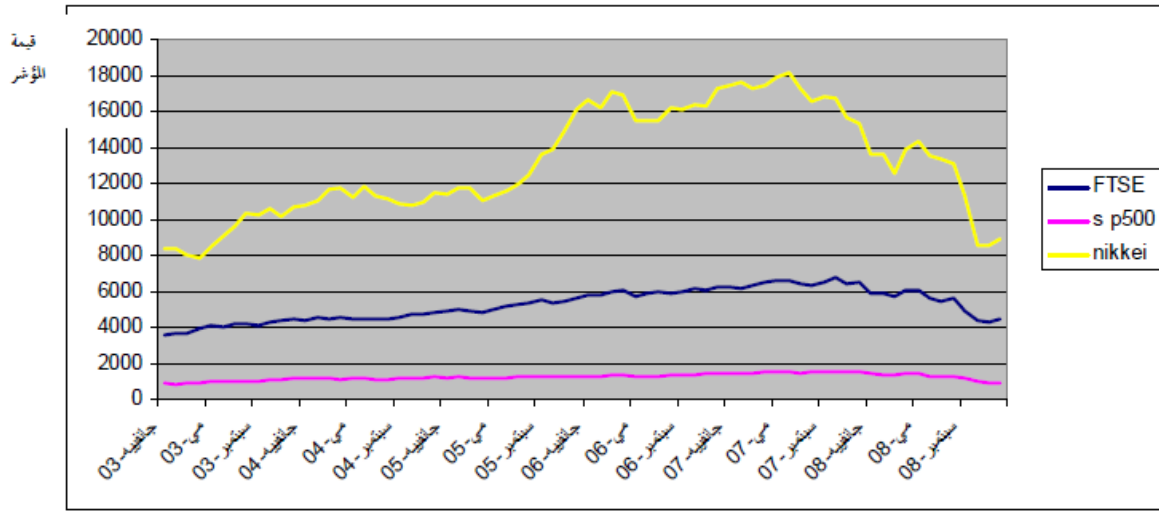
أولا: المنحنيات

الشكل(5-3): تطور مؤشرات البورصات العربية خلال الفترة (2003-2008)



المصدر: اعتمادا على معطيات الملحقين(1—2—3—4—5—6)

الشكل(6—3): تطور مؤشرات البورصات المتقدمة خلال الفترة (2003—2008)



المصدر: اعتمادا على معطيات الملحقين(1—2—3—4—5—6)

يتضح لنا من خلال الشكلين السابقين أن الميل موجب ومتقارب لمؤشرات معظم البورصات العربية فيما بينها خلال فترة الأزمة وحتى فترة الاستقرار، غير أنها تعرف اتجاها عكسيا خلال سنة 2006 مع مؤشرات البورصات المتقدمة (NIKKEI. FTSE SP500) خلال فترة الاستقرار، ولكن تشهد تقريبا نفس الاتجاه خلال فترة الأزمة.

ثانيا: معاملات ارتباط المؤشرات البورصية

بهدف التوصل إلى معرفة مدى تأثير أزمة الرهن العقاري على البورصات العربية،سوف نركز في تحليلنا على المتغيرات الداخلية والمتمثلة في مؤشرات البورصات العربيةوعلى المتغيرات الخارجية أهمها مؤشر بورصة نيويورك (NIKKEI) ومؤشر (FTSE).

1- تحليل مدى ترابط البورصات العربية مع بورصة نيويورك

أ- **خلال فترة الأزمة:**من خلال مصفوفة معاملات ارتباط المؤشرات البورصات العربية مع مؤشر SP500 يتضح لنا بصفة عامة وجود علاقة عكسية وذلك من خلال تحليل ارتباط المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (AMF) الذي يعكس الوضعية العامة للبورصات العربية مع مؤشر (SP500) حيث كان معامل الارتباط سالبا يقدر ب(0.52-) مما يعني وجود علاقة عكسية بين المؤشرين والذي قد نرجعه الى الازمة التي شهدتها الدول العربية بصفة عامة ودول مجلس التعاون الخليجي بصفة خاصة سنة 2006 والتي أدت إلى انخفاض مؤشر (AMF) بنسبة (43.98-%) خلال سنة واحدة في الوقت التي عرفت فيه بورصة نيويورك ارتفاعا قدره (13.61%).

ومن زاوية أخرى يتضح لنا وجود تقريبا نفس العلاقة ما بين المؤشرات البورصات العربية والمؤشرات الأخرى للبورصات المتقدمة والمتمثلة في مؤشر (FTSE) ومؤشر (NIKKEI) والتي تختلف بطبيعة الحال من حيث قيمتها من بورصة إلى أخرى والتي تعكس درجة الترابط ما بين الأسواق المالية. كما يوجد علاقة موجبة وقوية ما بين البورصات المتقدمة والتي تساوي (0.79) بالنسبة لمؤشر (FTSE) و(0.94) لمؤشر (NIKKEI) .

ب-خلال فترة الأزمة: يتضح لنا وجود علاقة طردية موجبة بين جميع مؤشرات البورصات العربية ومؤشر sp500، فمثلا معامل الارتباط المؤشر المركب لصندوق النقد

العربي (AMF) مع مؤشر sp500 يساوي (0.964) وهو ترابط موجب وقوي جذا لاقترابه من الواحد الصحيح.

حيث يتضح لنا أن دول مجلس التعاون الخليجي عرفت ترابطا قويا جدا مع مؤشر (sp500) وهو ما يتضح لنا من خلال معامل ارتباط الذي يقترب من المعامل الصحيح مثل مؤشر بورصة الكويت (0.93)، دبي (0.94)، أبو ظبي (0.87)،سلطنة عمان (0.96)، الدوحة (0.87)، البحرين (0.95)، والسعودية (0.96) حيث تمثل هذه الأخيرة الدول التي عرفت اكبر ترابط مع بورصة نيويورك خلال فترة الأزمة.

أما فيما يخص ترابط البورصات العربية مع باقي البورصات المتقدمة فيمكننا ملاحظة كذلك أن معامل الارتباط كبير غير أن بورصة نيويورك تعد من اكبر البورصات المتقدمة ترابطا مع البورصات العربية خلال فترة الأزمة وحتى فترة الاستقرار.

ج- **فترة 2009-2010** : : بإتباعنا المنهجية السابقة تحصلنا على مصفوفة معاملات ارتباط للمؤشرات الأسواق المالية العربية مع مؤشر الأسواق المالية الأجنبية ، وذلك خلال الفترة 2009-2010 والموضحة فيما يلي:

الجدول(8-3) :مصفوفة معاملات الارتباط خلال فترة 2009-2010

	FTSE	SP500	NIKKEI	AMF	دبي	الدوحة	ابوظبي	الكويت	مصر	س عمان	السعودية	الاردن	الخرطوم	بيروت	المغرب	الجزائر	تونس	فلسطين
FTSE	1,00	0,99	0,69	0,90	0,35	0,92	0,82	0,66	0,85	0,91	0,96	-0,34	-0,75	0,86	0,79	0,80	0,87	-0,85
SP500	0,99	1,00	0,73	0,91	0,41	0,91	0,80	0,64	0,85	0,90	0,96	-0,34	-0,73	0,88	0,80	0,81	0,85	-0,83
NIKKEI	0,69	0,73	1,00	0,73	0,73	0,54	0,56	0,36	0,70	0,61	0,77	0,02	-0,38	0,87	0,36	0,27	0,47	-0,32
AMF	0,90	0,91	0,73	1,00	0,45	0,95	0,90	0,85	0,95	0,96	0,98	-0,06	-0,62	0,92	0,87	0,76	0,86	-0,83
دبي	0,35	0,41	0,73	0,45	1,00	0,22	0,12	0,01	0,41	0,22	0,46	-0,10	-0,16	0,60	0,05	0,11	0,29	0,02
الدوحة	0,92	0,91	0,54	0,95	0,22	1,00	0,92	0,88	0,93	0,98	0,94	-0,18	-0,63	0,80	0,95	0,89	0,90	-0,95
ابوظبي	0,82	0,80	0,56	0,90	0,12	0,92	1,00	0,93	0,95	0,95	0,89	0,07	-0,47	0,73	0,84	0,68	0,79	-0,89
الكويت	0,66	0,64	0,36	0,85	0,01	0,88	0,93	1,00	0,85	0,90	0,77	0,20	-0,43	0,65	0,90	0,68	0,73	-0,86
مصر	0,85	0,85	0,70	0,95	0,41	0,93	0,95	0,85	1,00	0,93	0,95	0,01	-0,43	0,82	0,81	0,71	0,81	-0,83
س عمان	0,91	0,90	0,61	0,96	0,22	0,98	0,95	0,90	0,93	1,00	0,95	-0,13	-0,64	0,86	0,92	0,80	0,80	-0,91
السعودية	0,96	0,96	0,77	0,98	0,46	0,94	0,89	0,77	0,95	0,95	1,00	-0,13	-0,66	0,92	0,80	0,74	0,86	-0,83
الاردن	-0,34	-0,34	0,02	-0,06	-0,10	-0,18	0,07	0,20	0,01	-0,13	-0,13	1,00	0,36	-0,14	-0,14	-0,42	-0,45	0,19
الخرطوم	-0,75	-0,73	-0,38	-0,62	-0,16	-0,63	-0,47	-0,43	-0,43	-0,64	-0,66	0,36	1,00	-0,70	-0,56	-0,57	-0,70	0,60
بيروت	0,86	0,88	0,87	0,92	0,60	0,80	0,73	0,65	0,82	0,86	0,92	-0,14	-0,70	1,00	0,68	0,57	0,79	-0,61
المغرب	0,79	0,80	0,36	0,87	0,05	0,95	0,84	0,90	0,81	0,92	0,80	-0,14	-0,56	0,68	1,00	0,92	0,81	-0,93
الجزائر	0,80	0,81	0,27	0,76	0,11	0,89	0,68	0,68	0,71	0,80	0,74	-0,42	-0,57	0,57	0,92	1,00	0,80	-0,90
تونس	0,87	0,85	0,47	0,86	0,29	0,90	0,79	0,73	0,81	0,90	0,86	-0,45	-0,70	0,79	0,81	0,80	1,00	-0,84
فلسطين	-0,85	-0,83	-0,32	-0,83	0,02	-0,95	-0,89	-0,86	-0,83	-0,91	-0,83	0,19	0,60	-0,61	-0,93	-0,90	-0,84	1,00

المصدر :Logiciel Views7

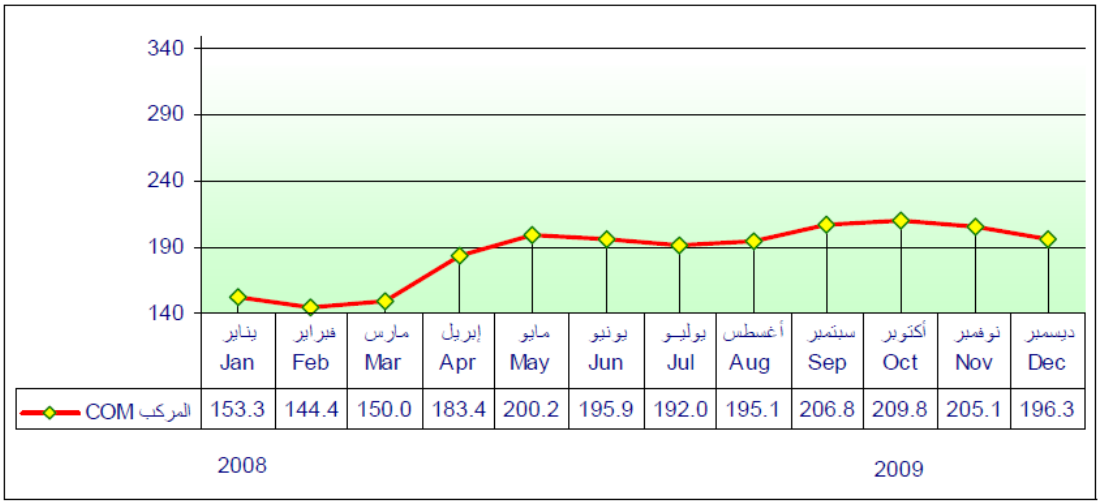
نظرة عامة على أداء أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2009

ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة بنسبة 18.1 في المائة خلال عام 2009 ليصل إلى 196.3 نقطة في نهاية عام 2009 ، مقارنة مع 166.2 نقطة في نهاية عام 2008 . وفيما يتعلق بأداء هذا المؤشر خلال الربع الرابع 2009 ، فقد انخفض هذا المؤشر بنحو 5.1 في المائة خلال هذا الربع .

ويعكس التحسن خلال عام 2009 ، التعافي النسبي لأسواق المال العربية من أثار الأزمة المالية العالمية، وان كان هذا التعافي لم يتجاوز بعد الخسائر الكبيرة التي منيت بها الأسواق العربية خلال عام 2008 وبداية عام 2009.

بالمحصلة قد جاء أداء أسواق المال العربية قريبا من أداء أسواق المال الدولية خلال عام 2009 ، فقد ارتفع مؤشر (S&P 500) بنسبة 2305 في المائة ، وسجل مؤشر (FT-SE 100) ارتفاعا بنحو 22.1 في المائة ، في حين سجل مؤشر (Nikkei) ارتفاعا بنحو 19.1 في المائة الشكل(7-3).

الشكل (7-3) :تطور مؤشر صندوق النقد العربي المركب لسنة 2009

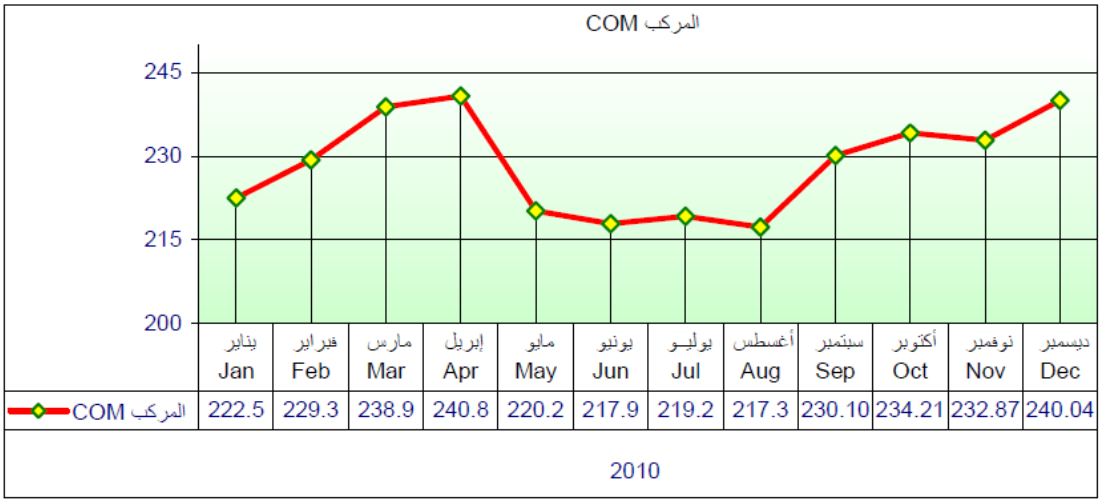


المصدر:النشرة الفصلية لسنة 2009 الربع الرابع لصندوق النقد العربي

نظرة عامة على أداء أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2010

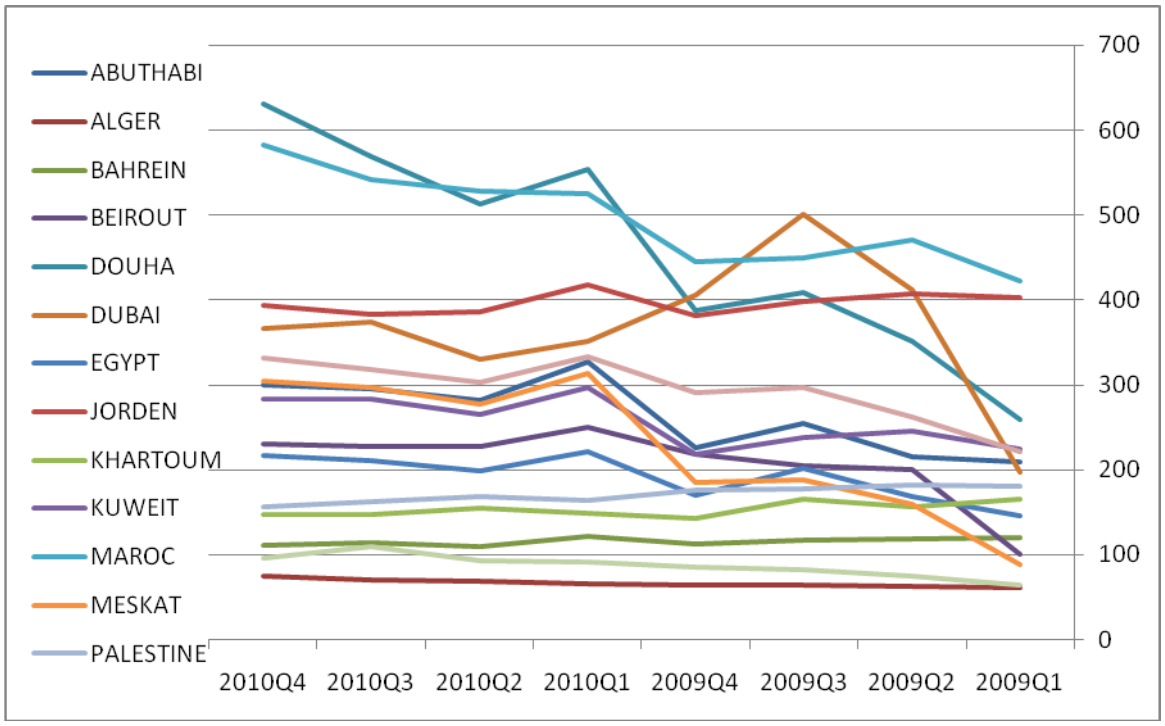
انعكس التحسن في أداء الاقتصاديات العربية، كما يظهر ارتفاع تقديرات معدلات النمو الاقتصادي لأغلب الدول العربية مستفيدة بذلك من التحسن في أسعار النفط، إلى جانب ما شهدته أسواق المال العالمية والناشئة من مواصلة لعوامل الاستقرار والنمو فيها خلال الربع الرابع 2010، انعكس في استمرار المنحنى التصاعدي التدريجي لمؤشرات اسواق المال العربية خلال هذه الفترة، وان كانت هذه المؤشرات لا تزال بعيدة عن مستوياتها ما قبل الأزمة المالية العالمية لمعظم الأسواق الشكل(8-3).

الشكل (8-3) :تطور مؤشر صندوق النقد العربي المركب لسنة 2010



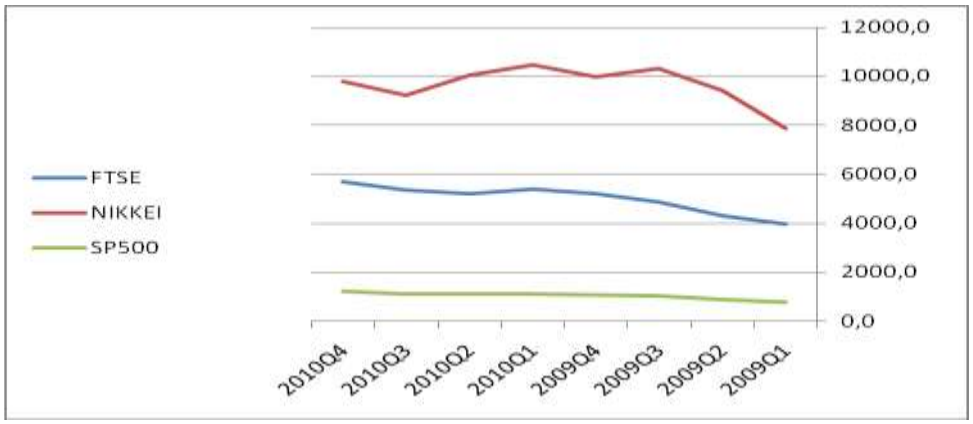
المصدر :النشرة الفصلية لسنة 2010 الربع الرابع لصندوق النقد العربي

الشكل(9-3): تطور مؤشرات البورصات العربية خلال الفترة (2009-2010)



المصدر: اعتمادا على معطيات الملحقين(9-10-11-12-13-14-15)

الشكل(10-3): تطور مؤشرات البورصات المتقدمة خلال الفترة (2009-2010)



المصدر: اعتمادا على معطيات الملحق (8)

من خلال الشكلين السابقين يظهر أن الميل موجب ومتقارب لمعظم البورصات العربية وبنفس اتجاه مؤشرات بورصات الدول المتقدمة المدروسة.

د-مدى انتقال عدوى الأزمات المالية إلى البورصات العربية: يسمح لنا الجدول التالي معرفة مدى عدوى أزمة الرهن العقاري إلى البورصات العربية.

الجدول(9-3): معامل الارتباط بين المتغيرات الداخلية و المتغير الخارجي

	FTSE	Nikkei	AMF	بورصة عمان	البحرين	تونس	السعودية
2007-2003	0.95	0.79	0.53-	0.30-	0.02	0.92	0.64-
2008	0.98	0.97	0.96	0.67	0.96	0.06	0.97
الفرق	0.03	0.18	1.49	0.97	0.94	0.86-	1.61

سلطنة عمان	الكويت	لبنان	مصر	المغرب	ابوظبي
0.63-	0.75	0.56	0.89	0.97	0.24-
0.93	0.93	0.47	0.96	0.95	0.87
1.56	0.18	0.09-	0.07	0.03-	1.11

دبي	دوحة	الخرطوم	الجزائر	فلسطين
0.24-	0.61-	0.33-	0.71-	0.61-
0.94	0.87	0.43	0.55	0.85
1.19	1.48	0.76	1.26	1.46

المصدر: اعتمادا على الجداول السابقة

يلاحظ ارتفاع معامل الارتباط خلال فترة الأزمة بالنسبة لجميع البورصات العربية ما عدا لبنان،المغرب، وتونس بنسبة (0.09)،(0.03)،(0.86). وهذا الارتفاع قد يعكس انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى البورصات العربية.

2-تحليل مدى ترابط البورصات العربية فيما بينها

نلاحظ كذلك من خلال مصفوفة معاملات ارتباط مؤشرات البورصات العربية فيما بينها وجود ارتباط موجب بين العديد من البورصات العربية، ففي خلال الاستقرار يتبين وجود ترابط موجب بين معظم البورصات العربية لعل أكثرها ترابطا هي بورصات دول مجلس التعاون الخليجي (انظر مصفوفة معاملات ارتباط في الصفحة الموالية)، وهذا يعكس الترابط الموجود ما بين اقتصاديات هذه الدول والسابق الإشارة إليه في الفصل الثاني (مثل نمو صفقات الاستحواذ والاندماج وزيادة حركة رؤوس الأموال) والذي ازداد خاصة خلال فترة الأزمة.

الجدول(10-3): مصفوفة معاملات ارتباط مؤشرات بورصات الخليج خلال فترة الاستقرار

	البحرين	السعودية	س عمان	الكويت	ابوظبي	دبي	الدوحة
البحرين	1,000	0,762	0,781	0,482	0,871	0,794	-0,102
السعودية	0,762	1,000	0,892	-0,030	0,776	0,822	-0,096
س عمان	0,781	0,892	1,000	0,078	0,713	0,719	-0,083
الكويت	0,482	-0,030	0,078	1,000	0,236	0,145	-0,058
ابوظبي	0,871	0,776	0,713	0,236	1,000	0,895	-0,098
دبي	0,794	0,822	0,719	0,145	0,895	1,000	-0,103
الدوحة	-0,102	-0,096	-0,083	-0,058	-0,098	-0,103	1,000

المصدر: اعتمادا على الجدول (6-3)

الجدول(11-3) :مصفوفة معاملات ارتباط مؤشرات بورصات الخليج خلال فترة الأزمة

	البحرين	السعودية	س عمان	الكويت	ابوظبي	دبي	الدوحة
البحرين	1,000	0,988	0,953	0,972	0,938	0,995	0,876
السعودية	0,988	1,000	0,939	0,965	0,927	0,987	0,887
س عمان	0,953	0,939	1,000	0,980	0,940	0,958	0,944
الكويت	0,972	0,965	0,980	1,000	0,967	0,980	0,931
لبوظبي	0,938	0,927	0,940	0,967	1,000	0,960	0,932
دبي	0,995	0,987	0,958	0,980	0,960	1,000	0,897
الدوحة	0,876	0,887	0,944	0,931	0,932	0,897	1,000

المصدر: اعتمادا على الجدول (7-3)

الجدول(12-3) :مصفوفة معاملات ارتباط مؤشرات بورصات الخليج خلال فترة 2009-2010

	البحرين	السعودية	س عمان	الكويت	ابوظبي	دبي	الدوحة
البحرين	1,00	-0,33	-0,36	-0,03	-0,13	-0,10	-0,42
السعودية	-0,33	1,00	0,95	0,77	0,89	0,46	0,94
س عمان	-0,36	0,95	1,00	0,90	0,95	0,22	0,98
الكويت	-0,03	0,77	0,90	1,00	0,93	0,01	0,88
ابوظبي	-0,13	0,89	0,95	0,93	1,00	0,12	0,92
دبي	-0,10	0,46	0,22	0,01	0,12	1,00	0,22
الدوحة	-0,42	0,94	0,98	0,88	0,92	0,22	1,00

المصدر: اعتمادا على الجدول (8-3)

ثالثا: خلاصة تحليل النتائج

من خلال دراستنا السابقة اتضح لنا انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى البورصات العربية ما عدا بورصة لبنان،المغرب و تونس التي عرفتا انخفاضا في معامل الارتباط خلال فترة الأزمة. وهنا لابد من الإشارة إلى مجموعة من النقاط المتمثلة في

- تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي من بين الدول العربية الأكثر تأثرا بالأزمة لارتفاع معامل الارتباط بنسب كبيرة خلال فترة الأزمة.
- إن ارتفاع معامل الارتباط قد يعكس عدوى الأزمات المالية غير انه قد يعكس أسباب تختلف عن ذلك، فمثلا يقدر معامل ارتباط مؤشر البورصة المصرية مع مؤشر sp500 بـ (0.12)،وهذا قد لا يعكس حتما العدوى التي عرفت مصر انخفاضا في مؤشر البورصة سنة 2008 نتيجة ظهور إشاعات فرض ضرائب ورسوم على المعاملات في البورصة. وعليه حبذت هذه الأخيرة تراجع المؤشر.
- كما أن ارتفاع معامل الارتباط لا يدل حتما على وجود ترابط بين البورصات المدروسة والدليل على ذلك بورصة الجزائر التي عرفت خلال سنة 2008 ارتفاعا في مؤشرها والتي ليس لها أي روابط مع البورصات المتقدمة.
- كما يتضح لنا أن السعودية عرفت اكبر ارتفاعا في معامل الارتباط خلال فترة الأزمة وهذا يرجع إلى انفتاحها سنة 2008 أمام الاستثمار الأجنبي عن طريق انضمامها إلى منظمة التجارة الخارجية.
- كما ترجع العلاقة العكسية لمعامل ارتباط دول مجلس التعاون الخليجي مع مؤشر sp500 خلال فترة الاستقرار إلى الأزمة التي عرفتها الدول العربية سنة 2006 والتي مست بدرجة أولى هذه الدول.
- كما أن ترابط الأسواق المالية الملاحظة سابقا يمكن أن تكون وراء انتقال عدوى الأزمة أو لارتباط الأسواق المالية فيما بينها وفي هذه الحالة الخيرة تعتبر العدو

غير مباشرة وهي راجعة إلى الروابط ما بين الأسواق المالية التي تأثر بعضها البعض

وفي الأخير يمكن القول انه صعب جدا التعرف على الأسباب الحقيقية لارتفاع معامل الارتباط بالاعتماد على احتساب هذه الأخيرة فقط بدون دراسة نظرية للأسواق المالية المدروسة أي أن ارتفاع معامل الارتباط قد يكون راجع لأسباب داخلية أي خاصة بالدولة بحد ذاتها أو لانتقال العدوى، وبمعنى آخر فان زيادة معامل الارتباط قد يرجع لعوامل تختلف عن عدوى الأزمة ليس فقط صدمة مشتركة كما تم الإشارة إليها في الجانب النظري بل حتى إلى عوامل داخلية تخص البورصة مثل تأثيرات نفسية وإشاعات أو حتى صدمة داخلية.

رابعا: الحلول المقترحة

وفى هذا المقام نوصي بالموجبات الآتية:

1- أن تقوم الحكومات العربية وبصفة خاصة البنوك المركزية باتخاذ القرارات الإستراتيجية الرقابية على المعاملات في أسواق المال النقد وعلى المؤسسات المالية بما يوقف ويحد من تفاقم الأزمة، أي رقابة حكومية فعالة عملية على المعاملات في أسواق النقد والمال.

2- دعم المؤسسات المالية المتعثرة بسبب الأزمة بالسيولة وفق خطط وسياسات و برامج عملية وتحت رقابة البنوك المركزية العربية ولا يترك الحبل على الغارب .

3- إصدار قوانين بمنع (إيقاف) بعض المعاملات التي كانت من أسباب الأزمة ومنها على سبيل التأكيد ما يلي :

-عمليات المشتقات المالية الوهمية (الميسر) وما في حكمها.

-عمليات جدولة الديون والتوريق وفق نظام الفائدة الربوية.

-عمليات تمويل الأعمال بنظام الفائدة وتطبيق صيغ التمويل الإسلامية.

-عمليات غسل الأموال القذرة السائدة في أسواق النقد والمال.

4- تحرير المعاملات من قيود الدولار واستخدام سلة عملات مختلفة وذلك لتوزيع المخاطر، فمن أسباب الأزمة الحالية باعتراف علماء وخبراء المال والاقتصاد فى الدول العربية وغيرها هو سيطرة الدولار على المعاملات.

5- إيقاف استثمار أموال العرب في أسواق النقد والمال الأمريكية والأوربية إلا عند الضرورة المعتبرة قانونياً، وأن يكون خيرات العرب للعرب وخيرات المسلمين للمسلمين.

6- دعم رجال الأعمال المخلصين لأوطانهم الذين يعملون في مجال الصناعة والزراعة والخدمات الضرورية وذلك للمحافظة على معدلات التنمية الفعلية وذلك من خلال نظام التمويل بالمشاركة كبديل لنظام التمويل بالفائدة الربوية الذي ثبت فشله.

7- أن تنشئ البنوك والمصارف المركزية في الدول العربية تكتلا أو اتحادا لمواجهة هذه الأزمة تحت رعاية جامعة الدول العربية ، حيث أن ضخامة الأزمة فوق مستوي وقدرات كل دوله عربية لوحدها.

8- توجيه حركة النقد والمال وفق الأولويات الإسلامية وهى الضروريات والحاجيات والتوقف عن تمويل المشروعات التى تقع فى مجال الكماليات والترفيهات وذلك للمحافظة على ضروريات وحاجيات الطبقة الفقيرة والمتوسطة من الناس .

9- تطبيق نظام زكاة المال واستخدام جزء من الحصيلة فى دعم الغارمين بسبب تلك الأزمة.

10- تطبيق قواعد ومفاهيم وصيغ الاستثمار والتمويل الإسلامية حيث هى المنقذ من هذه الأزمة.

خاتمة الفصل

لقد ساهمت الأزمة المالية في تكبد أكبر مؤسسات المال والأعمال الأمريكية والأوربية خسائر ضخمة مما أدى إلى إفلاس، تأميم، اندماج واستحواذ العديد منها الأمر الذي تطلب تدخل الدولة من خلال إتباع سياسات تهدف إلى إعادة إنعاش الاقتصاد، باعتبار أن الأزمة لم تقتصر على القطاع المالي بل أثرت على القطاع الحقيقي كنتيجة لانخفاض الاستهلاك الأمريكي هذا ما يسمى بأثر الرفاهية .

كما تراجعت معظم أسواق المال العربية بشكل ملحوظ نتيجة للأزمة المالية العالمية لكن يبقي الاقتصاد الحقيقي العربي بمنأى عن تأثيراتها نسبيا، وهذا يرجع إلى فائض في السيولة الناتج عن الطفرة النفطية في السنوات الأخيرة.

لكن يعد التراجع التي سجلته البورصات العربية والذي قدر بنسبة 49.4 %مرتفع جدا مقارنة بالتراجع المسجل في البورصات المتقدمة مثل تراجع مؤشر (SP500) بنسبة 38.48 %، إلا أن السبب في هذا التراجع يختلف، فمن جهة كان السبب الرئيسي للتراجع البورصات المتقدمة مثل(أمريكا، طوكيو و انجلترا) هو الخسائر المحققة من قبل المؤسسات المدرجة في البورصات، في حين يعود تراجع البورصات العربية إلى سلوك القطيع وتخوف المستثمرين المحليين.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

بناءا على أهداف الموضوع ومحاولة الإجابة على الإشكالية التي كانت على النحو التالي: **ما أهم الأزمات المالية العالمية؟ وما مدى تأثير أزمة الرهن العقاري على الأسواق المالية العربية** ؟.توصلنا إلى مجموعة من النتائج:

– من خلال استعراضنا لبعض تعاريف الاقتصاديين للأزمات المالية اتضح لنا الجدل القائم والذي يكمن في تحديد مكوناتها، وبصفة عامة يقصد بالأزمات المالية ذلك الاضطراب الذي يمس أحد متغيرات النظام المالي (سعر الصرف، المديونية، الجهاز المصرفي والبورصة) والذي ينتقل إلى باقي المتغيرات الأخرى نتيجة لمخطر النظام.

– يسمح لنا التحليل التجريبي للأزمات المالية بالتمييز بين ثلاثة نماذج والمتمثلة فيما يلي:

- النماذج من الجيل الأول : تفسر أزمة الأرجنتين من خلال تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي والعجز المستمر في ميزان المدفوعات.
- النماذج من الجيل الثاني : تفسر أزمة آلية سعر الصرف الأوروبي من خلال التوقعات

الذاتية للأعوان الاقتصاديين.

- النماذج من الجيل الثالث : تفسر أزمة جنوب شرق آسيا من خلال نقص المعلومات وهشاشة النظام المصرفي.

– يمكن التمييز مابين أربعة أنواع من الأزمات المالية والمتمثلة في الأزمة البنكية والتي تعكس عدم قدرة البنك على مواجهة طلب الأفراد كنتيجة لتدهور أصوله مقابل التزامات والارتفاع الكبير والمفاجئ في طلب سحب الودائع مما يعرض البنك إلى الإفلاس، وأزمة سعر الصرف التي تعبر عن ذلك التدهور الشديد للعملة المحلية، مما يجبر السلطات المحلية(البنك المركزي)إلى اتخاذ إجراءات عديدة من بينها رفع معدلات الفائدة، التضحية بنسبة من احتياطي الصرف، حيث يمكن لهذه الأزمة أن تتفاعل مع الأولى لإحداث أزمة مزدوجة وهذا و أزمة أسواق مالية التي تعكس ذلك التباعد بين القيمة السوقية والقيمة

الأساسية لأصل ما أو لمؤشر البورصة، وأخيرا أزمة مديونية والتي تعبر عن عدم قدرة البلد على تسديد التزاماته.

– يتضح لنا من خلال استعراضنا لبعض خصائص الأسواق المالية العربية مدى الضعف الذي مازالت تعاني منه سواء من حيث عدد الشركات المدرجة في البورصة، من حيث نسبة الاستثمار المؤسسي أو حتى من حيث ارتفاع درجة تركز التداول على عدد قليل من الشركات والتي تقدر في العديد من الدول العربية بأكثر من% 50، كما تعاني البورصات العربية من انخفاض الرسملة البورصية وضعف فرص التنويع مما يجعلها اقل جاذبية للاستثمار الأجنبي وأكثر عرضة للاضطرابات.

– إن أهم ما يميز الأسواق المالية العربية هو التقلبات الشديدة في الأسعار الناتجة عن تأثيرالإشاعات و المعلومات غير الصحيحة وكذا المضاربة وقد يرجع ذلك إلى أن اغلب المستثمرين الأفرا د يتأثرون بسلوك المستثمرين الكبار، وعليه فإن أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصات العربية لا تعكس بصفة جيدة وضعيتها الحقيقية.

– تعاني الأسواق المالية العربية من انخفاض درجة انفتاحها على الخارج ومن ثمّ انخفاض نسبة المستثمرين الأجانب في الداخل مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين المحليين.

– يعكس التكامل المالي الدولي عملية اتصال الأسواق المالية فيما بينها، مؤدية إلى سوق مالية عالمية موحدة، الذي يقوم على تساوي الفوائد والمعاملات كذلك.

– شجعت عملية الاندماج و الاستحواذ الارتباط فيما بين أسواق الأسهم الخليجية، وتكامل هذه الأسواق مع الأسواق العالمية وخاصة مع ارتفاع أسعار البترول خلال السنوات الأخيرة.

– تفتقر الأسواق المالية العربية لمستثمرين التأسيسيين ماعدا عدد قليل جدا من صناديق الاستثمار وصناديق الثروة السيادية، وبالتالي أغلب المستثمرين في البوصات العربية هم أفراد مع عدد قليل جدا من المؤسسات.

– يشير ارتفاع معامل الارتباط خلال فترة الأزمة إلى انتقال عدوى الأزمات المالية ولكن ليس في كل الحالات لاحتوائه على مجموعة من النقائص.

ومن هنا يتضح لنا الثبات النسبي للفرضية القائلة " **تعتبر الأسواق المالية العربية امتداد**

للأسواق المالية الدولية "فمن جهة مازالت العديد من الأسواق المالية العربية غير منفتحة كليا على الاستثمار الأجنبي مع فرضها قيود على الاستثمار الأجنبي ومن جهة أخرى إن استعراضنا لخصائص الأسواق المالية العربية يتبن لنا أنها مازالت تعاني من مشاكل ونقائص مثل اقتصار التعامل على الأسهم والسندات مما لا يحفز المستثمرين الأجانب على الدخول إلى البورصات العربية أو حتى انخفاض الاستثمار المؤسسي مما يعرض البورصات العربية للمضاربة، الأمر الذي لا يحفز المستثمرين الأجانب على الدخول إلى البورصات العربية.

– تعد الأزمة المالية الراهنة أكثر تعقيدا مقارنة بالأزمات السابقة مثل :أزمة جنوب شرق آسيا لأن الابتكار المالي)التوريق (أدى إلى ظهور أصول مالية في غاية التعقيد مثل (,Moody's إلى درجة عجز وكالات التصنيف الائتماني العملاقة(ABS,MBS) عن التقييم الجيد لهذه الأصولStandard&poor, Fitch) .

– بروز عون اقتصادي جديد على الساحة الاقتصادية العالمية المتمثل في صناديق الثروة السيادية ، والتي ازداد دورها خاصة خلال فترة الأزمة، و يرجع النمو السريع لهذه الصناديق في الفترة الأخيرة إلى ارتفاع أسعار البترول، فكانت تكمن إستراتيجية هذه الصناديق في البداية في المساهمة في رأس مال المؤسسات الأجنبية التي هي بحاجة إلى سيولة، ولكن نتيجة للخسائر التي تكبدتها هذه الصناديق وتأثر البورصات العربية بالأزمة تغيرت إستراتيجيتها بحيث أصبحت تستثمر في الداخل مثل المساهمة في رأسمال البنوك المحلية .

– يعد توريق قروض الرهن العقاري أي تحويل الخطر المالي من عون اقتصادي إلى مستثمرين وبيعها في البورصات في مختلف أنحاء العالم سببا في انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى مختلف الدول، وحتى إلى بعض الدول العربية، غير أنه تختلف الإحصائيات المعلن عنها في تقديراتها لنسبة حيازة البنوك العربية لهذه الأصول والتي تتراوح ما بين 1 % و 2% ، وتعد هذه النسبة ضعيفة جدا. غير أن هذا لا يعني قلة تأثر البورصات العربية بالأزمة بل الانخفاض كان حادا بحيث تراجع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 49.43 % سنة 2008، وهي نسبة تعد مرتفعة إذا ما

قورنت بالتراجع الذي شهدته بورصات الدول المتقدمة مثل تراجع مؤشر بورصة نيويورك S&P 500 بـ38.48%

– يرجع التراجع الحاد في البورصات العربية إلى تأثير مجموعة من العوامل لعل أهمها:تأثير الإشاعات وتخوف المستثمرين العرب باعتبار نسبة كبيرة منهم أفراد بالإضافة إلى الهروب نحو النوعية وسلوك القطيع.

– يختلف نوع تأثر البورصات العربية عن البورصات المتقدمة، حيث يرجع سبب تأثر البورصات العربية إلى خروج الأجانب وإتباع الأفراد سلوكهم ومن ثم التخلص من أوراقهم المالية، أما البورصات المتقدمة فيرجع التراجع الحاد في أداءها بدرجة أولى إلى الخسائر والإفلاسات الضخمة للمؤسسات المدرجة في البورصة.

ومن هنا يتضح لنا ثبات الفرضية القائلة" كانت لأزمة الرهن العقاري تأثيرات نفسية على البورصات العربية أكثر منها حقيقية "

– تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي من أكثر الدول العربية تأثرا بالأزمة نتيجة الروابط بينها وبين البورصات المتقدمة وهذا الذي تبين لنا من خلال احتسابنا لمعامل الارتباط وتحليل أدائها كذلك.

– يكون مفهوم عدوى الأزمات المالية حسب البنك الدولي ساري المفعول أكثر في الدول المتقدمة أين يتحكم في الأسعار أساسيات السوق وكذا الأرباح المحققة فعلا من قبل المؤسسات المسعرة في البورصة وليس الإشاعات والمضاربات كما هو الحال في الدول العربية.

الاقتراحات:

1–ضرورة تشجيع إدراج أسهم باقي المؤسسات العربية في الأسواق المالية لما لها من عامل يساهم في تحقيق الاستقرار والتقليل من المضاربة وقد يكون هذا التشجيع من خلال إعفاء جزئي أو كلي للمؤسسات من دفع الضرائب.

2–إن الحد من التأثيرات العنيفة للأزمات المالية في الفترة المستقبلية قد يتطلب تشجيع زيادة إنشاء صناديق الثروة السيادية العربية باعتبار هذه الأخيرة تحقق فوائض ضخمة جراء تصديرها للبترول، وإقامة ملتقيات وحملات لتوعية المستثمرين باعتبار أغلبيتهم أفراد للتقليل من حدة تخوفهم وتصفية محافظهم المالية.

3- ضرورة وضع قوانين للحد من المضاربة التي ينتج عنها ارتفاع الأسعار إلى مستويات غير معقولة .مثل فرض ضرائب على التعاملات فرض عقوبات للمضاربين.

4- إن زيادة تكامل الأسواق المالية العربية مع باقي الأسواق المالية الدولية في السنوات الأخيرة وخاصة خلال فترة الأزمة، قد يجعل من الضروري إيجاد حلول أكثر فعالية لمواجهتها

5- تشجيع مواصلة فتح الأسواق المالية العربية على الاستثمار الأجنبي لما له من عامل يساهم في نقل التكنولوجيا و زيادة المنافسة.

6- إن استعمال معامل الارتباط للكشف عن مدى انتقال عدوى الأزمات المالية يتطلب بالإضافة إلى احتسابه دراسة نظرية للأسواق المدروسة.

آفاق الدراسة:

إن البحث في موضوع الأزمات المالية وكذا الأسواق المالية العربية لا يزال واسعا وجدير بالاهتمام لاسيما أن العالم يعيش اليوم أعنف الأزمات المالية، في ظل استمرار تراجع مؤشرات الاقتصاد الكلي مثل ارتفاع معدل البطالة بالنسبة لدول العربية .

الكثير من النقاط التي يمكن أن تكون بمثابة إشكالية لبحوث جديدة والتي نعرضها فيما يلي:

1-دور الإشاعات في نشوب الأزمات المالية في الدول العربية ومدى القدرة التحكم فيها.

2-دور المنتجات المالية الجديدة في نشوب الأزمات المالية.

3-اثر الأزمات المالية الدولية على باقي متغيرات النظام المالي(سعر الصرف، الجهاز المصرفي والمديونية).

المراجع

أولا: اللغة العربية

1- <u>الكتب</u>

1) احمد النجار، **الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية**، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية الطبعة الثانية، 2001 .

2) احمين شفير، ترجمة محمد لخضر بن حسين، **الأزمات الاقتصادية، فعلها ووظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والنامية**،المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل،1995.

3) أشرف شمس الدين، **أسس الاستثمار في الأسهم و أساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية**، الإمارات العربية المتحدة ، ديسمبر 2005.

4) الداوي الشيخ، **الأزمة المالية انعكاساتها و حلولها**، مداخلة مقدمة ضمن مؤتمر "الأزمة المالية العالمي و كيفية

5) السبهاني عبد الجبار،**الأزمة المالية المعاصرة في عيون طالب اقتصاد إسلامي** 2008.

6) بلوافي احمد، **أزمة عقار..أم أزمة نظام**، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة،، 2009.

7)جمال جويدان الجمل، **دراسات في الاسواق المالية والنقدية** ،دار الصفاء للنشر والتوزيع ،عمان ،2002.

8) حسني المصرفي، **شركات الاستثمار**، دار النهضة، القاهرة 1981 .

9) رمزي زكي، **انفجار العجز، الموازنة العامة للدولة في ظل المنهج الانكماشي و المنهج التنموي**، دار المدى للثقافة و النشر، دمشق، ط1، 2000.

10) شابرا, محمد عمر، **الأزمة المالية العالمية- هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها؟**، ترجمة د.رفيق المصري، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي،جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009.

11) عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية بين ضروريات تحول الاقتصادي والتحرير المالي**، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2006.

12) عاطف وليم أندراوس، **السياسة المالية وسوق الأوراق المالية**،الإسكندرية ،مؤسسة شباب الجامعة، 2005

13) عبد الحكيم الشرقاوي، **العولمة المالية وإمكانات التحكم عدوى الأزمات المالية**،الإسكندرية، دار الفكر الجامعي،2005.

14) عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي،**العولمة المالية وإمكانات التحكم (عدوى الأزمات المالية)**، دارالفكرالجامعي،2003.

15) عبد المجيد قدي، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية**،ديوان المطبوعات الجامعية،الجزائر.

16) عبد المنعم السيد علي، **دور السياسة النقدية في التنمية الاقتصادية**، القاهرة، مركز الدراسات والبحوث العربية، 1975.

17) عصام يوسف عاشور، **محاضرات عن النقد والائتمان في البلاد العربية**، مع تأكيد على سوق بيروت النقدية المالية، 1962.

18) محسن أحمد الخضيري، **إدارة الأزمات**، ط1، القاهرة ، مصر، 2002.

19) محسن سيد قنديل، **الكتاب السنوي لسوق الأوراق المالية 1954/1953** وكذلك محمد كاظم، الكتاب السنوي للمساهمين، السنة الثالثة، 1960.

20) محمد صالح القريشي، **المالية الدولية**، دار الوراق للنشر و التوزيع، ط1، عمان الأردن، 2007.

21) مروان عطون ، **الأسواق النقدية و المالية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال**، طبعة 3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2005.

22) طاهر حيدر ، **مبادئ الاستثمار** ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ،عمان ،الاردن،ط3 1997.

2- الرسائل العلمية

23) أوكيل نسيمة،**الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها** أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2008.

24) بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.

25) وليد أحمد صافي، واقع وأفاق الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر، 2003.

26)خليل حسن خليل، **دور رؤوس الأموال الأجنبية في تنمية الاقتصاديات المتخلفة مع دراسة خاصة باقليم مصر**، أطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر ،2005.

27) ايت بشير عمار، **الأزمات المالية وإصلاح النظام النقدي الدولي**، رسالة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2000-2001.

28) بن ثابت علال، **الأسواق المالية بين مظاهر التجديد و الأزمات**، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002-2003.

29) عبد السلام عقون ،**الأزمة المالية العالمية 2008 واليات ادارتها** ،مذكرة ماجستير جامعة المدية ، الجزائر ،2008-2009.

3- المجلات و الدوريات

30) مجلة التمويل و التنمية ديسمبر 2002

31) مجلة التمويل والتنمية،العدد سبتمبر 2004 .

32) البحيري صورية بنت مسلم، إدارة الأزمات في المدارس المتوسطة، مجلة العلوم التربوية والدراسات الإسلامية، 2006، عدد 18.

33) كريستين مولدر، تحديد مكان التعرض للمخاطر المالية مفتاح الوقاية من الأزمات،مجلة التمويل والتنمية ،العدد5،ديسمبر2002.

34) غلير أورتيز مارتينز، ماهية الدروس المستفادة أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35 العدد 6 جوان 1998.

35) محسن حسنين، البورصة في مصر ديكور أم أداة للتنمية الاقتصادية، مجلة أكتوبر، العدد 316 بتاريخ 14 نوفمبر 1982.

36) مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد 513، القاهرة، فيفري 1977.

37) حكمت نشا شيبي، خطوة عملية على طريق تطوير الكويت كمركز مالي، مجلة الاقتصادي الكويتي، غرفة تجارة وصناعة الكويت، أكتوبر 1976 .

38) زياد الدباس،عشرة تحديات تواجه أسواق الأسهم العربية،جريدة الرأي الاقتصادي 12 ديسمبر 2001

39) الحمش منير، الأزمة المالية والاقتصادية بين التفسير المالي والاقتصادي، مجلة شؤون الأوسط، عدد 130.

40) عويضة أحمد، الأزمة المالية العالمية و تأثيراتها، مجلة سوق المال الفلسطيني ، العدد7 ، أكتوبر 2008.

41) جريدة النهار، مقال بتاريخ: 2007/11/26 .

42) المناعي جاسم، الأزمة المالية العالمية ، صندوق النقد العربي، مقال منشور بتاريخ 21-09-2008.

43)عويضة أحمد، الأزمة المالية العالمية و تأثيراتها، مجلة سوق المال الفلسطيني العدد7 ، أكتوبر 2008.

44)علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران، **التطور و الهيكل المالي و النمو الاقتصادي حالة مصر** ، 1974-2002 أوراق صندوق النقد العربي العدد التاسع، أبو ظبي أبريل 2004 .

45) فوزي زكي، **المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية**، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر، دار الخلدونية، العدد الثاني، 2000.

4- **ندوات و مقالات**

46)هشام البساط، **التطورات الحديثة في السوق المالية اللبنانية واتجاهاتها المستقبلية**، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق رأس المال في الدول العربية، أبو ظبي، 4-6 فيفري 1984.

47)الجنابي هيل عجمي،**مناخ الاستثمار المباشر بين الدول العربية**،ورقة عمل مقدمة لمؤتمر العلوم المالية والمصرفية الأول المنعقد في جامعة اليرموك في 23- 25 /1998/11.

48)العتوم عامر، **دور المصارف الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية**، عن المؤتمر الثاني للعلوم المالية بعنوان (مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية)، جامعة اليرموك، 28/29/نيسان(ابريل)،2010 .

49) زايري بلقاسم، **الأزمة المالية المعاصرة: الأسباب والدروس المستفادة**، الملتقي الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، 25-26 نوفمبر 2005، جامعة شلف.

50)رمضان علي شراح، مستقبل الأسواق الأوراق المالية في دول المجلس التعاون الخليجي في ضوء نشأتها وتطورها، مجلة آفاق اقتصادية، العدد 86، 2001،

4-<u>مواقع الانترنيت</u>

51)http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTARABICHOME/

52)html:\\www.etudiantdz.com/vb/t15039

53)www://.aljazeera.net

54)http://faculty.yu.edu.jo/Sabhany/

55)http://www.aljazeera.net/NR/exeres/34BAECB7-FD94-434A-B9BF-840271453.ht

56)http://www.alaswaq.net/views/2008/10/12/.

57)www.tap.infi.tn وكالة تونس إفريقيا للأنباء

58)http://www.aabfs.org/Ar/temp/Home.aspx الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية58)http://www.amf.org.ae/ar)

59)http://www.mesc.com.jo مركز دراسات الشرق الأوسط

60)http://www.wsj.com

61)http://sa.investing.com/indices/المؤشرات-العالمية

ثانيا: اللغة الأجنبية

62)Ross levine, Sara Zevos, "Stock Market Development and Long Run Growth", World Bank, Working Paper, N°1582, Washington, D.C, 1996,

63) Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, La bourse des valeurs Alger: Edition BOUCHENE. 1993 .

64) Bertrand JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques. Paris : Dunod. 1997.

65) Asli DEMIRGUC-KUNT, Ross LEVINE, (1996), "Stock Markets, Corporate finance and Economic Growth: Overview", World Bank, Working Paper WPS 678-37.

66) communique de l'agence tunis afrique presse(tap).

67) Montialoux Claire et Zucman Gabriel, comprendre la crise des subprime, rapport regards croises.sur l'économie, disponible sur internet,

68) Baudet Marie-Béatrice et De Tricornot Adrien, Comprendre les plans de sauvetage, journal le. monde, 18-10-2008.

69) jacquillat bertrand, instituer de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières, revue problème économique, n°2958, novembre.

70) banque de France, document et débat, n2.

الملاحق

ملحق رقم 1 : قيمة المؤشرات عند نهاية كل شهر للبورصات العربية وبعض البورصات المتقدمة لسنة 2003

	FTSE	s p500	nikkei	AMF	بورصة عمان	البحرين	تونس	السعودية	سلطنة عمان	الكويت	لبنان
جانفي	3567.4	855.7	8339.94	102.84	115.18	113.51	25.63	134.82	83.13	162.4	37
فيفري	3655.6	841.15	8363.04	99.65	109.46	107.86	25.27	128.02	82.35	157.74	36.94
مارس	3684.8	858.48	7986.72	102.88	114.13	105.65	25.02	134.53	85.27	167.79	36.7
أفريل	3926	916.92	7831.42	109.71	123.47	108.21	28.76	140.78	89.6	193.25	36.42
ماي	4048.1	963.59	8424.51	116.08	129.92	110.91	28.36	154.45	92.94	205.89	38.78
جوان	4031.2	974.5	9083.11	119.17	135.7	117.6	27.88	161.65	98.44	198.11	41.79
جويلية	4157	990.31	9563.21	127.51	149.04	118.04	28.43	177.24	102.99	207.53	38.74
اوت	4161.1	1008.01	10343.55	134.78	157.31	124.87	27.57	192.56	104.34	216.79	38.48
سبتمبر	4091.3	995.97	10219.05	139.73	163.58	114.72	28.74	192.52	106.83	239.58	36.31
اكتوبر	4287.6	1050.71	10559.59	132.06	158.85	130.57	28.4	180.48	112.22	242	34.46
نوفمبر	4342.6	1058.2	10100.57	137.8	178.68	131.56	29.09	192.3	114.13	246.89	34.01
ديسمبر	4476.9	1111.92	10676.64	141.87	181.03	134.63	30.26	201.98	114.8	258.93	36.57

مصر	المغرب	ابوظبي	دبي	دوحة	الخرطوم	الجزائر
36.02	128.34	107.2	120.92	135.29		
36.13	136.41	108.08	123.86	144.14	93.81	99.36
33.59	142.86	107.14	123.08	141.82	98.55	99.38
32.52	135.65	108.49	120.31	151.71	100.32	100.38
32.21	148.3	112.92	120.35	165.32	101.07	100.76
35.48	158.13	111.95	119.04	163.97	104.49	96.23
35.65	166.73	112.43	122.24	181.06	104.49	92.71
34.61	163.16	122.96	134.18	197.66	93.63	96.58
37.76	166.2	125.12	135.09	213.41	92.46	94.13
41.65	177.95	135.5	148.29	199.93	95.3	98.05
43.68	179.55	137.26	149.45	203.72	96.52	98.86
43.86	187.28	138.57	151.05	216.45	97.47	107.48
43.42	197.56	136.53	156.12	209.36	97.7	100.36

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي.

http://sa.investing.com/indices/المؤشرات-العالمية

the wall street journal

ملحق رقم 2: قيمة المؤشرات عند نهاية كل شهر للبورصات العربية وبعض البورصات المتقدمة لسنة 2004

	FTSE	s p500	nikkei	AMF	بورصة عمان	البحرين	تونس	السعودية	سلطنة عمان	الكويت	لبنان
جانفي	4390.7	1131.13	10783.61	146.47	194.77	130.93	30.48	212.81	121.1	259.25	35.11
فيفري	4492.2	1144.94	11041.92	151.38	196.25	132.95	30.27	221.44	122.98	259.04	36.05
مارس	4410.7	1132.17	11683.42	156.13	187.65	133.17	31.17	239.97	124.26	259.54	38.52
افريل	4489.7	1107.3	11761.79	160.31	182.91	136.57	30.81	252.21	128.72	243.52	46.2
ماي	4430.7	1120.68	11236.37	160.4	185.56	138.43	30.95	252.27	135.74	249.73	45.6
جوان	4464.1	1140.84	11858.87	163.11	189.77	139.03	30.66	259.14	146.26	248.33	51.13
جويلية	4413.1	1101.72	11325.78	172.83	198.16	140.53	29.35	282.29	145.82	262.59	52.6
اوت	4459.3	1104.24	11081.79	177.87	196.11	154.73	29.74	292.23	145.55	264.3	47.94
سبتمبر	4570.8	1114.58	10823.57	184.28	207.21	153.6	29.96	310.59	148.48	267.5	53.19
اكتوبر	4673.8	1130.51	10734.71	184.54	225.61	160.48	31.21	350.76	146.7	270.74	48.91
نوفمبر	4703.2	1173.82	10899.25	207.48	267.63	159.4	31.26	409.97	145.23	287.34	52.96
ديسمبر	4814.3	1211.92	11488.76	215.67	272.88	160.09	31.69	410.53	138.71	286.62	53.21

مصر	المغرب	ابوظبي	دبي	دوحة	الخرطوم	الجزائر	فلسطين
48.14	204.2	140.39	171.36	210.79	95.76	107	
46.99	215	146.59	171.2	237.55	95.69	106.29	
50.23	218.41	146.29	172.49	261.88	99.33	103.74	
54.83	220.04	139.3	186.06	290.72	100.45	102.69	
50.93	221.42	146.74	198.97	268.45	104.83	99.34	
51.31	218.09	157.46	219.54	250.05	93.82	103.11	
55.33	216.34	163.68	232.17	259.52	95.07	100.7	
60.02	220.64	166.52	242.66	270.95	95.23	99.66	
63.63	222.74	171.74	262.34	260.91	95.81	99.7	
65.94	191.86	170.2	258.19	262.93	108.99	99.06	
68.57	196.12	200.92	285.19	284.67	126.74	100.74	
74.18	220.65	228.26	349.7	307.29	148.23	0	

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي.

http://sa.investing.com/indices/المؤشرات-العالمية

the wall street journal

ملحق رقم 3: قيمة المؤشرات عند نهاية كل شهر للبورصات العربية وبعض البورصات المتقدمة لسنة 2005

	FTSE	s p500	nikkei	AMF	بورصة عمان	البحرين	تونس	السعودية	سلطنة عمان	الكويت	لبنان
جانفي	4852.3	1181.27	11387.59	230.5	318.15	168.56	30.62	421.51	146.96	299.81	56.33
فيفري	4968.5	1203.6	11740.6	259.89	320.7	180.54	30.46	473.86	149.43	304.92	52.54
مارس	4914	1172.92	11723.63	289.91	348.87	181.15	30.66	530.76	173.62	331.71	57.22
افريل	4801.7	1156.85	11008.9	312.67	461.51	184.49	33.07	564.73	180.68	220.1	62.33
ماي	4964	1191.5	11276.59	314.56	447.67	194.49	32.41	606.45	195.43	192.54	60.83
جوان	5113.2	1191.33	11584.01	357.18	479.88	186.95	31.8	695.21	207.55	162.41	77.1
جويلية	5282.3	1234.18	11899.6	334.7	535.52	175.16	32.01	662.14	204.87	128.22	82.62
اوت	5296.9	1220.33	12413.6	382.83	551.4	172.97	31.84	777.7	199.41	169.21	74.97
سبتمبر	5477.7	1228.81	13574.3	393.54	522.31	180.14	31.87	788.72	188.28	179.48	82.09
اكتوبر	5344.3	1202.76	13867.86	393.56	533.39	176.38	32.13	778.94	192.18	201.82	81.64
نوفمبر	5423.2	1249.48	14872.15	405.98	604.6	178.46	31.32	852.97	185.37	198.84	83.9
ديسمبر	5618.8	1248.29	16111.43	413.31	554.5	183.11	31.93	878.4	186.37	205.26	108.69

مصر	المغرب	ابوظبي	دبي	دوحة	الخرطوم	الجزائر	فلسطين
98.7	214.11	246.27	362.18	376.06	182.52	99.67	230.5
110.2	210.68	271.03	396.86	540.74	229.58	100.87	259.89
106.82	204.4	346.67	455	596.81	193.49	99.52	289.91
113.36	209.51	405.07	654.07	518.09	220.1	97.93	244.43
114.18	211.81	365.97	661.35	461.41	192.54	95.99	236.76
126.68	207.83	381.99	360.71	564.16	162.41	96.53	230.67
126.56	217.66	314.04	632.63	539.08	128.22	98.59	245.3
125.86	229.74	354.46	835.85	631.66	169.21	98.87	307.65
141.19	223.08	372.19	911.59	636.89	179.48	98.94	303.12
141.94	230.52	369.3	916.91	637.57	201.82	99.88	323.65
143.21	238.89	352.61	956.49	553.34	198.84	100.69	441.31
162.85	238.6	353.44	328.27	554.59	205.26	103.12	385.65

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي.

http://sa.investing.com/indices/المؤشرات-العالمية

the wall street journal

ملحق رقم 4: قيمة المؤشرات عند نهاية كل شهر للبورصات العربية وبعض البورصات المتقدمة لسنة 2006

	FTSE	s p500	nikkei	AMF	بورصة عمان	البحرين	تونس	السعودية	سلطنة عمان	الكويت	لبنان
جانفي	5760.3	1280.08	16649.82	437.4	612.46	192.75	33.83	975.74	206.12	183.12	154.06
فيفري	5791.5	1280.66	16205.43	423.19	508.07	188.96	34.35	987.58	200.37	190.85	124.3
مارس	5964.6	1294.83	17059.66	392.53	477.84	180.8	37.41	897.39	203.71	204.12	131.48
أفريل	6023.1	1310.61	16906.23	331.3	475.6	177.3	39.5	899.4	193.5	391.7	132.5
ماي	5723.8	1270.09	15467.33	265.6	461.5	173.2	40.4	597.5	184.3	387.5	126.2
جوان	5833.4	1270.2	15505.18	309.7	410.3	173.9	38.5	691.4	182.6	391	126.2
جويلية	5928.3	1276.66	15456.81	284	398.4	177.4	36.7	579.4	167.6	373.9	116.5
أوت	5906.1	1303.82	16140.76	293.4	421.7	166.8	38	587.8	181.4	391.2	124
سبتمبر	5960.8	1335.85	16127.58	298.1	413	190.2	40.4	605.1	195.1	406.3	120.2
أكتوبر	6149.6	1367.81	16375.26	270.1	413.7	189.5	44.2	510.6	205.5	422.2	119.5
نوفمبر	6048.8	1400.63	16274.33	240	373.2	183.3	45.1	431.8	193.7	394	102.1
ديسمبر	6220.8	1418.3	17225.83	231.5	366.7	187.1	52.5	364.8	117.9	350.9	102.8

مصر	المغرب	ابوظبي	دبي	دوحة	الخرطوم	الجزائر	فلسطين
187.87	306.26	313.12	777.19	531.8	183.12	102.63	346.2
171.54	304.2	307.03	698.94	436.11	190.85	101.63	304.7
156.29	328.83	305.97	607.88	457.46	204.12	102.08	298.83
155.2	365.4	251.2	522.6	458	206.8	56.9	228
134.4	315.7	242.3	450.1	387.8	187.2	62.9	193.7
132.1	324.6	240.2	486.2	388.7	192.9	63.7	190.8
136.1	332.5	234.8	390.2	405.1	188.5	63.8	184.7
148.8	364.5	249	427.2	401.8	187.2	67	221.3
155.8	360.2	239.9	415.7	391	193.9	68.1	215.1
157.5	379.8	232.2	412.1	375.5	198.2	68.5	211
160	401.3	207.5	378.4	319	184	67.2	223.1
172	395.4	268.4	497.7	368.2	196.3	66.9	219.8

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي.

http://sa.investing.com/indices/المؤشرات-العالمية

the wall street journal

ملحق رقم 5: قيمة المؤشرات عند نهاية كل شهر للبورصات العربية وبعض البورصات المتقدمة لسنة 2007

	FTSE	s p500	nikkei	AMF	بورصة عمان	البحرين	تونس	السعودية	سلطنة عمان	الكويت	لبنان
جانفي	6203.1	1438.24	17383.42	222.8	411.3	174.9	65.6	327.8	122.4	356.8	109.4
فيفري	6171.5	1406.82	17504.19	240.8	439.8	178.6	67.4	383.8	121.9	356.6	105.4
مارس	6308	1420.86	17287.65	234.8	410.3	160.3	60.8	363.1	113.1	363.4	108.9
أفريل	6449.2	1482.37	17400.41	234.5	398.7	160.8	61.4	350.5	115.2	376.6	107.1
ماي	6621.4	1530.62	17975.75	246.9	386.5	172.1	58.3	351.6	121.5	415.1	110.8
جوان	6607.9	1503.35	18138.359	239.9	379	172.8	57.7	327.5	125.6	421.8	105.4
جويلية	6360.1	1455.27	17248.891	248.5	374.3	183.8	54.9	350.7	127.1	439.5	104.2
أوت	6303.3	1473.99	16569.09	255.2	370.2	182.6	55.6	383.3	133.6	443.1	103.7
سبتمبر	6466.8	1526.75	16785.689	259.1	377.9	185.3	56	389	138.2	446.4	120
اكتوبر	6721.6	1549.38	16737.631	286.6	451.5	191.9	57.87	406.3	160.2	444.7	125.7
نوفمبر	6432.5	1481.14	15580.67	296.5	479.2	168	58.42	452.3	167.2	421.3	133.5
ديسمبر	6456.9	1468.36	15307.78	328.7	522.6	209.4	58.42	555.6	177.9	444.4	135

مصر	المغرب	ابوظبي	دبي	دوحة	الخرطوم	الجزائر	فلسطين
169.01	452	272.6	485.2	343.9	181.4	65.6	200.9
178.3	478.9	281.8	519.5	327.2	180.6	67.4	210.9
244.9	529	254.3	444.8	308.2	177.7	68.1	221.9
259.9	580.3	261.3	446.2	328.2	202.8	68.6	188.8
277.5	542.5	304.3	509.2	367.7	204.2	67.3	175.9
271.8	530.5	300.4	502.3	370.6	171.9	68.8	178.2
284.2	531.9	299.9	481.1	393.4	164.6	69.4	164.4
268.6	557.5	296.6	478.3	377.2	155.6	69.4	152.9
309.4	576.6	304.6	475.6	415.3	152.2	69.8	182.9
328.7	583.6	357	582.1	481.7	160.3	71.6	179.5
330.4	575	348.7	588.1	470.7	162.6	71.4	186.8
353.1	571.9	358.9	592.4	478.7	182.9	67.2	189.5

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي.

http://sa.investing.com/indices/المؤشرات-العالمية

the wall street journal

ملحق رقم 6: قيمة المؤشرات عند نهاية كل شهر للبورصات العربية وبعض البورصات المتقدمة لسنة 2008

	FTSE	s p500	nikkei	AMF	بورصة عمان	البحرين	تونس	السعودية	سلطنة عمان	الكويت	لبنان
جانفي	5879.8	1378.55	13592.47	310.3	542.9	213.8	57.58	473.1	178.3	482.1	132.9
فيفري	5884.3	1330.63	13603.02	329.6	600	220.5	58.1	497.3	198	495.8	130.8
مارس	5702.1	1322.7	12525.24	310.4	568	210.6	59.52	437.9	196.4	508.3	141.1
افريل	6087.3	1385.59	13849.99	330.8	590.5	214.8	62.4	483.4	212.5	515.7	153.4
ماي	6053.5	1400.38	14338.54	317.4	636.1	216.1	63	461.4	215.1	526.4	175.3
جوان	5625.9	1280	13481.38	320.5	746.3	212.7	65.4	454.9	213.8	536.2	183.7
جويلية	5411.9	1267.38	13376.81	300.1	736.1	200.3	65	428.1	196.8	502.2	179.1
اوت	5636.8	1282.83	13072.87	287	663	194.3	70.2	435.1	168	473.7	164.3
سبتمبر	4902.45	1164.74	11259.86	252.5	612.3	180.7	69	369	156.2	429.3	161.7
اكتوبر	4377.34	968.75	8576.98	199.4	461.2	159.9	61.5	270.8	113.5	318.7	141.1
نوفمبر	4288.01	896.24	8512.27	171.3	403.9	138.8	59.4	225.3	113.6	294.2	118.9
ديسمبر	4434.17	903.25	8859.56	166.2	406.9	134.6	59.3	226.8	103.3	265.3	116.8

مصر	المغرب	ابوظبي	دبي	دوحة	الخرطوم	الجزائر	فلسطين
341.4	624.3	382	579.3	473.8	174.4	67.1	212.1
375.6	657.4	382.7	628.9	522.3	172.9	69.5	215.2
391.2	681.1	365	577.1	475.9	179.2	70.3	232.3
400.4	658.1	398.4	609.3	562	179.2	69.9	254.2
393.5	660.4	410.7	602.3	569.6	176.6	71.6	244.1
366.6	648.7	407	585.2	567.4	176.9	71	240.8
306.6	645.5	411.7	574.1	564.6	177.4	74.5	242.3
289	614.3	378.1	515.2	513.9	166.1	73.2	227
263.6	548.3	333.3	452.8	471.3	173.4	73.1	222.7
182.2	500	295	339.4	369.8	170.3	67.3	184.9
173.1	483.1	241	239.2	336.6	173.1	63.6	146
173.5	463	198.8	207.4	372.4	172.4	64.6	155.4

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على : قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، صندوق النقد العربي.

http://sa.investing.com/indices/المؤشرات-العالمية

the wall street journal

ملحق رقم 7: قيمة المؤشرات عند نهاية كل شهر لبعض البورصات المتقدمة لسنتي : 2009-2010

مؤشر	NIKKEI	مؤشر	FTSE	مؤشر	SP500
ديسمبر 2010	10228,92	ديسمبر 2010	5899,94	ديسمبر 2010	1257,64
نوفمبر 2010	9937,04	نوفمبر 2010	5528,27	نوفمبر 2010	1180,55
أكتوبر 2010	9202,45	أكتوبر 2010	5675,16	أكتوبر 2010	1183,26
سبتمبر 2010	9369,35	سبتمبر 2010	5548,62	سبتمبر 2010	1141,2
أغسطس 2010	8824,06	أغسطس 2010	5225,22	أغسطس 2010	1049,33
يوليو 2010	9537,3	يوليو 2010	5258,02	يوليو 2010	1101,6
يونيو 2010	9382,64	يونيو 2010	4916,87	يونيو 2010	1030,71
مايو 2010	9768,7	مايو 2010	5188,43	مايو 2010	1089,41
ابريل 2010	11057,4	ابريل 2010	5553,29	ابريل 2010	1186,69
مارس 2010	11089,94	مارس 2010	5679,64	مارس 2010	1169,43
فبراير 2010	10126,03	فبراير 2010	5354,52	فبراير 2010	1104,49
يناير 2010	10198,04	يناير 2010	5188,52	يناير 2010	1073,87
ديسمبر 2009	10546,44	ديسمبر 2009	5412,88	ديسمبر 2009	1115,1
نوفمبر 2009	9345,55	نوفمبر 2009	5190,68	نوفمبر 2009	1095,63
أكتوبر 2009	10034,74	أكتوبر 2009	5044,55	أكتوبر 2009	1036,19
سبتمبر 2009	10133,23	سبتمبر 2009	5133,9	سبتمبر 2009	1057,08
أغسطس 2009	10492,53	أغسطس 2009	4908,9	أغسطس 2009	1020,62
يوليو 2009	10356,83	يوليو 2009	4608,36	يوليو 2009	987,48
يونيو 2009	9958,44	يونيو 2009	4249,21	يونيو 2009	919,32
مايو 2009	9522,5	مايو 2009	4417,94	مايو 2009	919,14
ابريل 2009	8828,26	ابريل 2009	4243,71	ابريل 2009	872,81
مارس 2009	8109,53	مارس 2009	3926,14	مارس 2009	797,87
فبراير 2009	7568,42	فبراير 2009	3830,09	فبراير 2009	735,09
يناير 2009	7994,05	يناير 2009	4149,64	يناير 2009	825,88

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على : http://sa.investing.com/indices/المؤشرات-العالمية

ملحق رقم 8: قيمة المؤشرات عند نهاية كل شهر لبعض البورصات المتقدمة لسنتي : 2009-2010

	سنة 2009				سنة 2010			
	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
SP500	786,28	903,76	1021,73	1082,31	1115,93	1102,27	1097,38	1207,15
FTSE	3968,62	4303,62	4883,72	5216,04	5407,56	5219,53	5343,95	5701,12
NIKKEI	7890,67	9436,4	10327,53	9975,58	10471,34	10069,58	9243,57	9789,47

المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على : http://sa.investing.com/indices/المؤشرات-العالمية

ملحق رقم 9 : قيمة المؤشرات عند نهاية الربع الأول للبورصات العربية لسنة 2009

مؤشر صندوق النقد العربي
AMF Indices

Market				2009		2008	السوق
	مارس March	فيفري Feb	جانفي Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Exchange	208.7	197.3	188.9	208.7	198.8	365.0	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	402.4	399.0	403.8	402.4	406.9	568.0	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	119.6	118.5	124.4	119.6	134.6	210.6	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	220.9	209.6	230.5	220.9	226.8	437.9	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	225.1	215.9	234.0	225.1	265.3	508.3	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	423.0	443.7	418.7	423.0	463.0	681.1	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	60.6	62.9	63.2	60.6	64.6	70.3	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	64.3	62.0	62.0	64.3	59.3	59.5	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	197.6	196.0	193.3	197.6	207.4	577.1	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	165.4	168.5	170.1	165.4	172.4	179.2	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	180.0	179.0	177.8	180.0	155.4	232.3	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	88.9	92.5	92.3	88.9	103.3	196.4	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	259.1	240.0	292.0	259.1	372.4	475.9	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	101.0	104.8	106.0	101.0	116.8	141.4	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	146.0	139.0	153.4	146.0	173.5	391.2	بورصتي القاهرة و الاسكندرية
Composite Index	150.0	144.3	153.3	150.0	166.2	310.2	**المؤشر المركب**

ملحق رقم 10 : قيمة المؤشرات عند نهاية الربع الثاني للبورصات العربية لسنة 2009

مؤشر صندوق النقد العربي
AMF Indices

Market					2009	2008	السوق
	جوان June	ماي May	أفريل April	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Exchange	214.8	218.5	207.4	214.8	208.7	407.0	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	407.7	422.4	407.7	407.7	402.4	746.3	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	118.7	121.5	119.7	118.7	119.6	212.7	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	262.0	277.5	263.2	262.0	220.9	454.9	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	245.9	247.3	230.1	245.9	225.1	536.2	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	471.3	451.2	431.2	471.3	423.0	648.7	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	62.5	63.6	62.8	62.5	60.6	71.0	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	74.8	71.7	70.6	74.8	64.3	65.4	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	411.0	428.6	373.5	411.0	197.6	585.2	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	156.3	164.5	167.7	156.3	165.4	176.9	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	182.1	179.5	183.3	182.1	180.0	240.8	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	160.3	156.4	144.3	160.3	88.9	213.8	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	352.0	365.6	303.5	352.0	259.1	567.4	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	199.7	169.1	151.7	199.7	101.0	183.7	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	168.3	176.4	155.2	168.3	146.0	366.6	بورصتي القاهرة و الاسكندرية
Composite Index	195.9	200.2	183.4	195.9	150.0	320.5	**المؤشر المركب**

ملحق رقم 11 : قيمة المؤشرات عند نهاية الربع الثالث للبورصات العربية لسنة 2009

مؤشر صندوق النقد العربي
AMF Indices

Market				2009	2008	السوق
	سبتمبر Septe	أغسطس August	يوليو July	الربع الثالث Q3	الربع الثاني Q2	الربع الثالث Q3	
Abu Dhabi Securities Exchange	254.4	241.5	231.3	254.4	214.8	333.2	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	398.7	383.6	397.3	398.7	407.7	612.3	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	117.6	115.7	113.2	117.6	118.7	180.7	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	297.0	264.6	269.5	297.0	262.0	369.0	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	237.6	241.9	237.0	237.6	245.9	429.3	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	449.7	458.1	457.2	449.7	471.3	548.3	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	63.3	63.2	63.0	63.3	62.5	73.1	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	81.4	76.2	72.7	81.4	74.8	69.0	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	500.4	443.0	423.7	500.4	411.0	452.8	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	164.7	168.5	175.2	164.7	156.3	173.4	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	177.1	175.5	173.6	177.1	182.1	222.6	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	188.7	183.9	171.3	188.7	160.3	156.2	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	408.7	398.0	377.0	408.7	352.0	471.3	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	204.1	198.8	208.5	204.1	199.7	161.7	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	201.7	189.8	182.5	201.7	168.3	263.6	بورصتي القاهرة والإسكندرية
Composite Index	206.8	195.1	192.0	206.8	195.9	252.5	**المؤشر المركب**

ملحق رقم 12 : قيمة المؤشرات عند نهاية الربع الرابع للبورصات العربية لسنة 2009

مؤشر صندوق النقد العربي
AMF Indices

Market					2009	2008	السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Exchange	225.5	221.6	244.8	225.5	254.4	198.8	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	381.3	382.2	384.2	381.3	398.7	406.9	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	111.5	108.1	114.0	111.5	117.6	134.6	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	291.5	302.8	296.7	291.5	297.0	226.8	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	218.8	213.2	225.3	218.8	237.6	265.3	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	446.0	442.6	463.1	446.0	449.7	463.0	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	63.8	63.6	64.8	63.8	63.3	64.6	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	85.7	83.2	79.7	85.7	81.4	59.3	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	405.1	428.6	502.9	405.1	500.4	207.4	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	142.5	144.6	148.4	142.5	164.7	172.4	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	176.6	182.5	180.5	176.6	177.1	155.4	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	185.9	186.7	186.5	185.9	188.7	103.3	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	386.9	404.1	402.4	386.9	408.7	372.4	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	218.4	214.4	219.0	218.4	204.1	116.8	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	170.0	174.2	196.2	170.0	201.7	173.5	بورصتي القاهرة والإسكندرية
Composite Index	196.3	205.1	209.8	196.3	206.8	170.2	**المؤشر المركب**

ملحق رقم 13 : قيمة المؤشرات عند نهاية الربع الأول والثاني للبورصات العربية لسنة 2010

مؤشرات صندوق النقد العربي
AMF Indices

Market				2010	2010	السوق
	يونيو June	مايو May	ابريل April	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Exchange	281.4	288.8	305.8	281.4	326.4	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	385.3	386.7	425.9	385.3	417.9	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	108.9	113.9	121.9	108.9	122.0	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Exchange	303.1	302.8	342.5	303.1	333.5	السوق المالية السعودية
Kuwait Stock Exchange	265.1	261.1	288.0	265.1	297.0	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	529.4	546.0	553.4	529.4	526.4	بورصة الدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	67.6	64.9	64.4	67.6	64.8	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	92.8	95.6	93.2	92.8	91.5	بورصة تونس
Dubai Financial Market	329.9	348.2	379.8	329.9	351.4	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	155.3	151.3	153.9	155.3	148.3	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	168.9	164.5	167.2	168.9	164.4	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	277.9	283.7	302.1	277.9	314.1	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	513.6	508.3	555.5	513.6	554.3	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	227.3	241.4	237.0	227.3	249.3	بورصة بيروت
Egypt Stock Exchange	199.3	208.8	221.5	199.3	221.2	البورصة المصرية
Composite Index	217.9	220.2	240.8	217.9	238.9	المؤشر المركب

ملحق رقم 14 : قيمة المؤشرات عند نهاية الربع الثاني والثالث للبورصات العربية لسنة 2010

مؤشرات صندوق النقد العربي
AMF Indices

Market				2010	2010	السوق
	سبتمبر Sep	أغسطس Aug	يوليو July	الربع الثالث Q3	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Exchange	294.11	273.82	299.97	294.11	281.38	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	383.10	368.86	377.97	383.10	385.27	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	113.28	112.79	110.53	113.28	108.93	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Exchange	317.67	303.85	304.65	317.67	303.07	السوق المالية السعودية
Kuwait Stock Exchange	284.15	251.94	254.75	284.15	265.06	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	541.86	516.19	527.66	541.86	529.36	بورصة الدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	70.00	68.50	70.27	70.00	67.64	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	108.79	97.49	101.12	108.79	92.75	بورصة تونس
Dubai Financial Market	373.61	336.84	341.07	373.61	329.90	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	146.41	145.90	154.63	146.41	155.28	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	162.14	157.69	162.35	162.14	168.94	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	298.04	284.84	281.26	298.04	277.88	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	568.62	537.24	520.95	568.62	513.59	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	226.81	223.33	216.70	226.81	227.34	بورصة بيروت
Egypt Stock Exchange	210.10	201.91	199.06	210.10	199.34	البورصة المصرية
Composite Index	230.14	217.33	219.18	230.14	217.90	المؤشر المركب

ملحق رقم 15 : قيمة المؤشرات عند نهاية الربع الثالث والرابع للبورصات العربية لسنة 2010

مؤشرات صندوق النقد العربي
AMF Indices

Market				2010	2010	السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	اكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	
Abu Dhabi Securities Exchange	299.30	305.27	313.85	299.30	294.11	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	392.76	395.40	393.97	392.76	383.10	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	110.76	112.58	112.68	110.76	113.28	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Exchange	331.97	318.43	317.76	331.97	317.67	السوق المالية السعودية
Kuwait Stock Exchange	283.11	279.06	288.27	283.11	284.15	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	583.01	552.78	570.45	583.01	541.86	بورصة الدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	74.36	70.37	70.42	74.36	70.00	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	95.83	98.28	101.44	95.83	108.79	بورصة تونس
Dubai Financial Market	367.02	377.28	386.67	367.02	373.61	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	146.68	145.18	147.41	146.68	146.41	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	156.87	158.09	163.53	156.87	162.14	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	305.25	296.72	298.73	305.25	298.04	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	630.84	588.33	569.76	630.84	568.62	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	229.65	225.06	223.71	229.65	226.81	بورصة بيروت
Egypt Stock Exchange	215.96	209.88	211.68	215.96	210.10	البورصة المصرية
Composite Index	240.04	232.87	234.21	240.04	230.14	المؤشر المركب