



جامعة قاصدي مرباح ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير  
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير  
تخصص : مالية الأسواق

بعنوان:

## أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية

دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009

إشراف الدكتور:

مسعود صديقي

إعداد الطالب:

محمد الهاشمي حجاج

نوقشت بتاريخ: 23 ماي 2012

أمام لجنة المناقشة:

الدكتور: يوسف قريشي (أستاذ محاضر بجامعة ورقلة)..... رئيسا  
الدكتور: مسعود صديقي (أستاذ محاضر بجامعة ورقلة)..... مقرر  
الدكتور: سويسي هواري (أستاذ محاضر بجامعة ورقلة)..... مناقشا  
الدكتور: عبد الوهاب دادن (أستاذ محاضر بجامعة ورقلة)..... مناقشا  
الدكتور: إلياس بن ساسي (أستاذ محاضر بجامعة ورقلة)..... مناقشا

السنة الجامعية 2011-2012

بسم الله الرحمن الرحيم

«قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا إنك أنت العليم الحكيم»

البقرة (الآية 31)

الإهداء

إلى روح جدتي رحمها الله...

إلى أُمي الغالية.....

إلى أبي العزيز.....

إلى إخوتي الأعزاء...

إلى أساتذتي الأفاضل....

إلى كل الأصدقاء.....

إليهم.....أهدي هذا الجهد

محبة...ووفاء...وعرفةانا

## شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين و الصلاة والسلام على اشرف المرسلين.

أتقدم بجزيل الشكر و عظيم الامتنان و بأسمى عبارات التقدير و الاحترام إلى  
أستاذي الفاضل: الدكتور مسعود صديقي جزاه الله خير الجزاء على إسهامه  
الكبير في انجاز هذا البحث.

كما أتوجه بخالص شكري و تقديري إلى كل من مد لي يد المساعدة في إتمام  
وإنجاز هذا البحث، أسأل الله أن يجزيهم عني خير الجزاء.

يعالج هذا البحث موضوع الأزمة المالية والاقتصادية العالمية 2008 وانعكاساتها على أسواق الأوراق المالية العربية، وتهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعرف على حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية، تبدأ أولاً بخلفية عامة عن الأزمات السابقة التي واجهتها الرأسمالية، ثم تبيان البوادر الأولى لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، والتعرف على آثارها المختلفة على المستويين الأمريكي والعالمي والحلول التي طرحت للخروج منها، ثم بعد ذلك إعطاء صورة عن انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية.

بعد استعراض مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأزمة المالية والاقتصادية العالمية، جاءت الدراسة العملية كمحاولة لتحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009 قسمت إلى فترتين (قبل وبعد إفلاس بنك ليمان برادرز)، باستخدام الأسلوب الإحصائي (t-test des échantillons indépendants) ومعامل ارتباط بيرسون لغرض المقارنة بين مجموعتين للأداء وبيان الفرق بينهما. أظهرت نتائج الدراسة إلى أن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.

الكلمات الدالة: الأسواق المالية، العولمة المالية، الأزمة المالية، أزمة الرهن العقاري.

## Résumé :

Cette étude traite le sujet de la crise financière et économique mondiale et ses effets sur les marchés boursiers arabes, elle a pour but d'essayer de comprendre la réalité et l'étendue de la crise financière mondiale. Elle commence, en un premier lieu, par donner une idée générale sur les différentes crises précédentes qu'a connu le capitalisme, elle monte ensuite les signes précurseurs de la crise hypothécaire américaine, puis fait connaître son impact au niveau américain et mondial et les solutions adoptées pour s'en sortir et finit par donner une image des effets de la crise financière mondiale sur les performances des marchés boursiers arabes.

Après avoir passé en revue les différents aspects théoriques relatifs à la crise financière et économique mondiale, cette étude pratique est considérée comme une tentative pour analyser l'impact de la crise financière mondiale sur la performance de la bourse de Doha durant la période 2007 – 2009. Elle est divisée en deux périodes (avant et après la faillite de la banque Lehman Brothers) en utilisant la méthode statistique (t-test des échantillons indépendants) et le Coefficient de corrélation de Pearson à des fins de comparaison entre deux groupes de performances et l'état de la différence entre eux. Les résultats de l'étude ont démontré que la crise financière mondiale a eu des effets sur la bourse de Doha.

mots clés : Les marchés financiers, La mondialisation financière, la crise financière, la crise hypothécaire.

## المحتويات

II	الإهداء.....
III	الشكر.....
IV	الملخص.....
V	فهرس المحتويات، الجداول و الأشكال البيانية.....
01	المقدمة العامة.....
10	<b>الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية.....</b>
12	المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية.....
12	المطلب الأول: الأسواق المالية- مفاهيم أساسية.....
18	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية مفهومها، أنواعها و وظائفها.....
24	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
31	المطلب الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.....
35	المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية و سيولته.....
35	المطلب الأول: أنظمة المعلومات و أهميتها.....
39	المطلب الثاني: مفهوم و متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
44	المطلب الثالث: المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.....
48	المطلب الرابع: سيولة سوق الأوراق المالية.....
52	<b>الفصل الثاني: العولمة و أثرها على أسواق الأوراق المالية.....</b>
54	المبحث الأول: عولمة أسواق الأوراق المالية و انعكاساتها.....
54	المطلب الأول: العولمة نظرة شاملة.....
59	المطلب الثاني: العولمة المالية.....
62	المطلب الثالث: التحرير المالي و عوامل اندماج أسواق الأوراق المالية.....
63	المطلب الرابع: مؤشر العولمة و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية.....
66	المبحث الثاني: أزمات أسواق الأوراق المالية.....
66	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية و أنواعها.....
68	المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية و قنوات انتشارها.....
72	المطلب الثالث: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية.....
75	المطلب الرابع: أهم أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية.....

94	..... الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008، الأسباب، التداعيات، و السياسات الاحتوائية.....
96	..... المبحث الأول: حقيقة و أبعاد الأزمة المالية العالمية.....
96	..... المطلب الأول: نشأة و تطور الأزمة المالية العالمية.....
108	..... المطلب الثاني: عوامل و أسباب الأزمة المالية العالمية.....
123	..... المطلب الثالث: الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية.....
128	..... المطلب الرابع: السياسات الاحتوائية القطرية و الإقليمية للأزمة المالية.....
133	..... المبحث الثاني: الأزمة المالية و أسواق الأوراق المالية العربية.....
134	..... المطلب الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية.....
136	..... المطلب الثاني: سلبيات و معوقات أسواق الأوراق المالية العربية.....
138	..... المطلب الثالث: تطورات و أداء أسواق الأوراق المالية العربية.....
141	..... المطلب الرابع: تأثير الأزمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية.....
145	..... الفصل الرابع: تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.....
147	..... المبحث الأول: التعريف بسوق الدوحة للأوراق المالية.....
147	..... المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية.....
155	..... المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق الدوحة للأوراق المالية.....
157	..... المطلب الثالث: تطور و أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.....
167	..... المطلب الرابع: دراسة استقرارية مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية.....
176	..... المبحث الثاني: دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.....
176	..... المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة.....
178	..... المطلب الثاني: دراسة أثر الأزمة المالية في الأداء العام لسوق الدوحة للأوراق المالية.....
183	..... المطلب الثالث: دراسة أثر الأزمة المالية في أداء القطاعات الاقتصادية.....
192	..... المطلب الرابع: دراسة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر و أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.....
195	..... الخاتمة.....
201	..... الملاحق.....
215	..... قائمة المراجع.....
225	..... فهرس المحتويات.....

## قائمة الجداول

74	الجدول (1-2): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية.....
81	الجدول (2-2): تطور أهم المؤشرات الاقتصادية في منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية.....
82	الجدول (3-2): نسب التغيير في قيم مؤشرات الأسهم لبعض الدول خلال سنة 1987.....
85	الجدول (4-2): متوسط نسبة المدخرات الخاصة في بعض دول شرق آسيا و الولايات المتحدة.....
86	الجدول (5-2): نسبة الاستثمار في دول شرق آسيا و بعض الدول الأخرى.....
91	الجدول (6-2): صافي تدفقات رأس المال في سبعة دول آسيوية.....
92	الجدول (7-2): معدلات البطالة لبعض الدول الآسيوية خلال الفترة 1997 - 1999.....
110	الجدول (1-3): ميزان العمليات الجارية في بلدان مختلفة.....
118	الجدول (2-3): إصدارات الأوراق المالية في الولايات المتحدة.....
121	الجدول (3-3): التصنيف الائتماني للسندات حسب وكالات Moody's و S&P و Fich.....
127	الجدول (4-3): معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية و أكبر القطاعات المتضررة خلال سنة 2008.....
130	الجدول (5-3): التدابير المعتمدة و خطط الإنقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في بعض الدول الأوروبية.....
141	الجدول (6-3): أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2007.....
142	الجدول (7-3): مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية خلال سنة 2008.....
164	الجدول (1-4): معلومات حول أداء بورصة قطر خلال الربع الثالث و الرابع لسنة 2009.....
170	الجدول (2-4): نتائج اختبار ADF.....
171	الجدول (3-4): نتائج اختبار Phillips et Perron.....
172	الجدول (4-4): نتائج اختبار KPSS.....
173	الجدول (5-4): دالة الارتباط الذاتي البسيط و الجزئي لسلسلة مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية.....
174	الجدول (6-4): نتائج اختبار ARCH-LM.....
177	الجدول (7-4): الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية حسب القطاعات.....
179	الجدول (8-4): مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
179	الجدول (9-4): التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الدوحة للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
181	الجدول (10-4): الانحراف المعياري و المتوسط الحسابي لمؤشر سوق الدوحة للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
181	الجدول (11-4): نتائج اختبار t للفروق في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل و بعد وقوع الأزمة المالية
183	الجدول (12-4): مؤشر قطاع البنوك للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
184	الجدول (13-4): التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع البنوك.....
184	الجدول (14-4): الانحراف المعياري و المتوسط الحسابي لمؤشر قطاع البنوك للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
185	الجدول (15-4): نتائج اختبار t للفروق في أداء قطاع البنوك للفترة قبل و بعد وقوع الأزمة المالية.....
185	الجدول (16-4): مؤشر قطاع الخدمات للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
186	الجدول (17-4): التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع الخدمات.....

186	الجدول (4-18) : الانحراف المعياري و المتوسط الحسابي لمؤشر قطاع الخدمات للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
187	الجدول (4-19) : نتائج اختبار t للفروق في أداء قطاع الخدمات للفترة قبل و بعد وقوع الأزمة المالية.....
188	الجدول (4-20) : مؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
188	الجدول (4-21) : التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع الصناعة.....
189	الجدول (4-22) : الانحراف المعياري و المتوسط الحسابي لمؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
189	الجدول (4-23) : نتائج اختبار t للفروق في أداء قطاع الصناعة للفترة قبل و بعد وقوع الأزمة المالية.....
190	الجدول (4-24) : مؤشر قطاع التأمين للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
191	الجدول (4-25) : التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع التأمين.....
191	الجدول (4-26) : الانحراف المعياري و المتوسط الحسابي لمؤشر قطاع التأمين للفترة قبل و بعد الأزمة المالية.....
192	الجدول (4-27) : نتائج اختبار t للفروق في أداء قطاع التأمين للفترة قبل و بعد وقوع الأزمة المالية.....
193	الجدول (4-28) : معامل الارتباط بين أداء سوق الدوحة و تعاملات غير القطريين للفترة قبل الأزمة المالية.....
193	الجدول (4-29) : معامل الارتباط بين أداء سوق الدوحة و تعاملات غير القطريين للفترة بعد الأزمة المالية.....

## قائمة الأشكال البيانية

13	الشكل (1-1): السوق المالية والمؤسسات العاملة بها.....
20	الشكل (2-1): الأسواق الأولية.....
22	الشكل (3-1): مكونات السوق المالي.....
36	الشكل (4-1): العلاقة بين البيانات و المعلومات.....
37	الشكل (5-1): وظائف و مهام نظام المعلومات.....
41	الشكل (6-1): التغير في ظل الكفاءة الاقتصادية و الكفاءة الكاملة.....
44	الشكل (7-1): المعلومات و آلية تسعير الورقة المالية.....
47	الشكل (8-1): العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق الأوراق المالية.....
61	الشكل (1-2): منافع العوالة المالية.....
70	الشكل (2-2): قنوات انتشار الأزمات المالية.....
98	الشكل (1-3): ملكية المنازل و معدل الرهون العقارية في الولايات المتحدة للفترة 1997-2007.....
101	الشكل (2-3): المنتجات العقارية المهيكلة.....
102	الشكل (3-3): الرقم القياسي لأسعار المنازل في الولايات المتحدة خلال الفترة 1998-2008.....
104	الشكل (4-3): أسعار العقارات في بريطانيا بين عامي 1975-2006.....
109	الشكل (5-3): إجمالي عجز الموازنة و الزيادة في الدين العام للولايات المتحدة خلال الفترة 2001-2009.....
109	الشكل (6-3): العجز التجاري للولايات المتحدة خلال الفترة 1980-2010.....
111	الشكل (7-3): نمو الناتج المحلي الإجمالي في اقتصاديات الدول المتقدمة.....
112	الشكل (8-3): تطور الدين العام في الولايات المتحدة.....
113	الشكل (9-3): معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية.....
114	الشكل (10-3): تطور مؤشر أسعار الفائدة الاحتياطي الفدرالي للإقراض بين البنوك خلال 1984-2008.....
117	الشكل (11-3): سيرورة عملية التوريد.....
125	الشكل (12-3): آثار الأزمة المالية العالمية مقارنة بمتوسط حالات الكساد السابقة منذ الحرب العالمية الثانية.....
143	الشكل (13-3): الحجم النسبي للأسواق العربية خلال عام 2008.....
158	الشكل (1-4): تطور مؤشر سوق الدوحة المحسوب من قبل AMF خلال سنة 2008.....
159	الشكل (2-4): تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال سنة 2009.....
160	الشكل (3-4): تطور الرسملة البورصية لسوق الدوحة خلال السداسي الثاني لسنة 2009.....
161	الشكل (4-4): تطور قيمة الأسهم المتداولة في سوق الدوحة خلال الفترة 2005-2009.....
161	الشكل (5-4): التوزيع القطاعي لقيمة الأسهم المتداولة على القطاعات بسوق الدوحة خلال سنة 2009.....
162	الشكل (6-4): متوسط التداول اليومي لسوق الدوحة خلال السداسي الثاني لسنة 2009.....
162	الشكل (7-4): معدل دوران الأسهم لسوق الدوحة بحسب القطاعات خلال سنة 2009.....
163	الشكل (8-4): عدد الأسهم المتداولة بحسب القطاعات في سوق الدوحة خلال سنة 2009.....

- 166 .....الشكل (4-9): تطور سعر صرف الريال القطري مقابل الدولار الأمريكي للسداسي الثاني لسنة 2009.....
- 168 .....الشكل (4-10): تطور مؤشر بورصة قطر للفترة 1-10-2007-30-9-2009.....
- 174 .....الشكل (4-11): تطور الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية.....
- 175 .....الشكل (4-12): التوزيع الاحتمالي لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى.....
- 180 .....الشكل (4-13) : التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل الأزمة المالية.....
- 180 .....الشكل (4-14) : التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة بعد الأزمة المالية.....

# المقدمة العامة

## أولاً: طرح الإشكالية

شهدت الرأسمالية العديد من الأزمات المالية خلال تاريخها الطويل، وتعد أزمة الكساد الكبير في حقبة الثلاثينيات من القرن الماضي أخطر وأكبر أزمة عمت مختلف دول العالم، انهارت بسببها كل الافتراضات النظرية للاقتصاد الحر التي قامت عليها النظرية الكلاسيكية للاقتصاد الرأسمالي، إذ لم يستطيع الافتراض الكلاسيكي أن يواجه هذا الامتحان الصعب الذي تعرض له، فازدادت التقلبات الدورية وانهارت الأسواق المالية وتضخمت أعداد العاطلين عن العمل في الولايات المتحدة وبريطانيا ودول أخرى كثيرة.

وفي ظل التغيرات الجذرية التي عرفها النظام الرأسمالي وبعد وضع نهاية للاقتصاد الحر برزت النظرية الكيترية<sup>1</sup>، التي أكدت على أهمية التدخل الحكومي في اقتصاد السوق والذي يمكن من تحقيق الاستخدام الشامل، واستمر الأثر الكيترية في السياسات الاقتصادية والمالية في الولايات المتحدة بشكل خاص والبلدان الأخرى في أوروبا وغيرها، بوجه عام، وذلك منذ نهاية الحرب العالمية الثانية ليتوقف ذلك الأثر مع بداية عقد السبعينيات من القرن الماضي، بعد ظهور تغيرات ومشاكل وأزمات اقتصادية عالمية شهدتها الدول الرأسمالية.

ونتيجة للأوضاع الجديدة التي عرفتها الدول الرأسمالية، سرعان ما ظهرت انتقادات للنظرية الكيترية وحلت محلها الليبرالية الجديدة أو ما يمكن تسميته " الكلاسيكية المحدثّة الجديدة" والمتمثل بمدرسة النقديين (مدرسة شيكاغو)<sup>2</sup>، التي راهنت على كفاءة نظام السوق والاقتصاد الحر ودور القطاع الخاص، وعملت على تقليص دور الدولة في الاقتصاد وتوفير حرية كاملة لحركة الأسعار وإتاحة المزيد من الحرية للأفراد، وتفعيل سياسات تحرير مبادلات السلع والخدمات وحركة رؤوس الأموال، وخصخصة القطاع العام، مع حصر التدخل الحكومي في مجال الدفاع والتعليم والخدمات مثل الصحة وغيرها.

ساعدت الليبرالية الجديدة على ظهور أزمات مالية عديدة منذ سبعينيات القرن الماضي في آسيا وأوروبا وبعض دول أمريكا اللاتينية كالمكسيك والأرجنتين، تمخضت عنها نتائج كارثية هزت أركان الرأسمالية، وتعد الأزمة المالية الأخيرة التي شهدها العالم منذ منتصف سبتمبر من عام 2008 أخطر وأكثر حدة، وأثبتت حدة تداعياتها منذ اندلاعها وحتى الآن على أنها أخطر بكثير من الأزمات التي عرفها النظام الرأسمالي منذ نشأته بما في ذلك أزمة الكساد الكبير، لأن نتائجها السلبية طالت الاقتصاد الحقيقي وسادت تقريبا معظم دول العالم

<sup>1</sup> وضعها كيتر في عام 1936 في كتابه الشهير النظرية العامة للاستخدام والفائدة والنقود، الذي انتقد فيه كل الافتراضات التي قامت عليها النظرية الاقتصادية الكلاسيكية.

<sup>2</sup> برعامة ميلتون فريدمان، الذي حاز على إثرها على جائزة نوبل للاقتصاد في عام 1976.

الرأسمالي في وقت واحد، لأنها تحدث في ظل توحيد الأسواق العالمية وانفتاحها على بعضها البعض وظهورها كسوق واحدة، أو في ظل ما يعرف بالعولمة المالية.

لقد ظهرت الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة ما يسمى بأزمة الرهن العقاري الأمريكية، وكانت البداية الحقيقية للأزمة بعد إفلاس بنك ليمان برادرز أحد أكبر البنوك العالمية، وباعتبار أن الاقتصاد الأمريكي يعد أكبر اقتصاد في العالم فقد تحولت الأزمة الأمريكية للرهن العقاري إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، وأخذت بذلك الأوضاع الاقتصادية العالمية تشهد تحولات جذرية معقدة ومتشابكة، تعصف بمعظم دول العالم في وقت واحد، ودخول اقتصاديات دول كثيرة في مرحلة صعبة من الركود، وانهايارات متتالية في البورصات العالمية، فضلا عن تدهور أوضاع عدد كبير من المؤسسات المالية من بنوك وشركات التأمين ومؤسسات التمويل العقاري في مختلف دول العالم.

كغيرها من الدول النامية لم تكن الدول العربية بمنأى عن الآثار السلبية لتداعيات الأزمة المالية العالمية، وذلك لاعتماد اقتصاديات الدول العربية بشكل كبير على الولايات المتحدة ودول الاتحاد الأوروبي تصديرا واستيرادا، حيث تراجع بسبب الأزمة الطلب على النفط والمواد الأساسية، التي تمثل صادراتها مصادر الدخل الرئيسية لعدد كبير من الدول العربية، كما تراجع الإيرادات العامة للدول العربية غير النفطية نتيجة انخفاض مداخيل السياحة والصادرات وتقلص تدفقات الاستثمارات المالية الأجنبية المباشرة من الخارج في ظل الركود الذي يسود العالم.

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

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

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

و للوقوف على هذه الإشكالية، نقوم بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- أفرزت الأزمة المالية الأمريكية آثار سلبية على معظم دول العالم، في ظل ذلك ما هي العوامل التي أدت إلى تحول الأزمة المالية الأمريكية إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية؟
- مع تصاعد الأزمة المالية وتحولها إلى أزمة اقتصادية عالمية ثم اتخاذ العديد من الإجراءات والسياسات لاحتواء الآثار السلبية للأزمة المالية، هل تمكنت الرأسمالية العالمية من الخروج من هذه الأزمة والحد من تداعياتها؟
- هل توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية؟

#### ثانيا: فرضيات البحث

بهدف السيطرة على موضوع البحث والإجابة على إشكاليته الرئيسية، سنعمد الفرضية الأساسية الآتية:

"لا يمكن أن تتأثر الأسواق المالية العربية بتداعيات الأزمة المالية العالمية وتتعرض للتقلبات نظرا لصغر حجم التداول وقلّة عدد الشركات المدرجة فيها وانغلاق العديد منها على المستثمر الأجنبي".

وبناء على التساؤلات الفرعية، يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- إن شدة اعتماد اقتصاديات معظم دول العالم على الولايات المتحدة وارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية العالمية بالسوق المالية الأمريكية يجعلها غير بعيدة عن أي أحداث تجتاح الاقتصاد الأمريكي، ولا يمكن لها أن تتفادى تداعيات الأسواق المالية الأمريكية وانعكاسات صدماتها السلبية.

- إن تداعيات الأزمة المالية العالمية وآثارها الناتجة عنها لم تبلغ مداها حتى الآن، إذ لا زالت تداعياتها تظهر بين الحين والآخر كما يحدث حاليا في منطقة اليورو، حيث أن احتواء مثل هذه الأزمة وتدابيرها يحتاج إلى عدة سنوات.

- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية العالمية.

### ثالثا: أهمية البحث

تكمن أهمية هذا البحث في أنه يعالج موضوع الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي أدت إلى حدوث انهيارات كبيرة في أكبر اقتصاديات العالم وتراجع للأسواق المالية العالمية، وساهمت في ظهور انتقادات كبيرة وغير مسبوقه على الليبرالية الجديدة من قبل عدد كبير من الاقتصاديين والسياسيين والمفكرين من مختلف الاتجاهات في الولايات المتحدة وبقية الدول الرأسمالية، كما تكمن أهمية البحث في تسليط الضوء على الأسواق المالية العربية ومدى قدرتها على مواجهة مثل هذه الأزمات المالية التي تمس الاقتصاد العالمي.

### رابعا: أهداف البحث

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

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالأسواق المالية، مع تحديد موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية؛
- محاولة الكشف عن أهم أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية، والتعرف على العولمة منافعها، ومخاطرها، وآثارها على أسواق الأوراق المالية؛
- محاولة تبيان البوادر الأولية لأزمة الرهن العقاري الأمريكية، والتعرف على تداعيات الأزمة المالية العالمية، والحلول التي طرحت للخروج منها؛
- محاولة اختبار فيما إذا كان هناك اثر لهذه الأزمة على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، والقطاعات العاملة فيه.

## خامسا: حدود الدراسة

تحاول هذه الدراسة تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/9/1-2009/8/30، قسمت إلى فترتين الأولى قبل وقوع الأزمة (إفلاس بنك ليمان برادرز) وشملت سبتمبر 2007 ولغاية شهر أوت 2008، والثانية انحصرت بين سبتمبر من العام 2008 ولغاية شهر أوت من العام 2009. وقد اعتمدنا في دراستنا على سوق الدوحة للأوراق المالية كونها تعد سوق دولية وتعتبر من أهم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الرسملة، وحجم التداول، وعدد الشركات المدرجة، إضافة إلى التنظيم الجيد واستعمال أحدث وسائل الاتصال وغيرها من المعايير.

## سادسا: المنهج المستخدم والأدوات المستعملة

تم الاعتماد بشكل أساسي على المنهج الوصفي في الجوانب النظرية المرتبطة بالأزمة المالية العالمية، والجوانب المتعلقة بالأسواق المالية، كفاءتها ومؤشراتها، وأثر العولمة عليها، كما تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة عند تحليل أثر الأزمة المالية على سوق الدوحة للأوراق المالية بالاعتماد على أساليب إحصائية متعددة.

## سابعا: أسباب اختيار الموضوع

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

- 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 جديدة 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 تأثيرها بتداعيات الأزمة المالية العالمية؛
- لقد انصب اهتمامنا بسوق الدوحة للأوراق المالية كونه يعد أحد أهم الأسواق المالية الخليجية والعربية.

## ثامنا: هيكل البحث

لإنجاز هذا البحث قمنا بتقسيمه إلى أربعة فصول رئيسية، تسبقهم مقدمة تتضمن الأبعاد الأساسية لموضوع البحث وإشكاليته، وتعقبهم خاتمة تتضمن النتائج النظرية والتطبيقية للبحث، إضافة إلى بعض التوصيات التي رأينا بأنها ضرورية بناء على النتائج المتوصل إليها، تليها آفاق للبحث، وتتمثل هذه الفصول فيما يلي:

- الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية، وفيه تم التعرض إلى المفاهيم الأساسية حول الأسواق المالية حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى مفهوم الأسواق المالية وأنواعها، وتحديد موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية، وفي المبحث الثاني تم تناول كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته، بعرض لمفهوم ومتطلبات كفاءة السوق، وتحديد الدور المباشر وغير المباشر للسوق الكفاء، إضافة إلى أهمية المعلومات في سوق الأوراق المالية، وأخيرا تم التعرض إلى سيولة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بكفاءة السوق.

- الفصل الثاني: العولة وأثرها على أسواق الأوراق المالية، تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، تم التعرض في المبحث الأول إلى عولة أسواق الأوراق المالية وانعكاساتها، بداية بمفهوم العولة وتجلياتها وأهم العوامل التي أدت إلى ظهورها، كما تم التطرق في نفس المبحث إلى منافع العولة المالية ومخاطرها وإلى مؤشر العولة وانعكاساته على أسواق الأوراق المالية، بينما يتم التعرض في المبحث الثاني إلى أهم أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية، بداية بأزمة الكساد الكبير مرورا بأزمة البورصات في الولايات المتحدة والأزمة الآسيوية، وأخيرا الأزمة البورصية بداية القرن الحالي.

- الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب، التداعيات، و السياسات الاحتوائية، اهتم هذا الفصل بحقيقة الأزمة المالية العالمية وتداعياتها، حيث تم التعرض في المبحث الأول إلى طبيعة هذه الأزمة وأهم أسبابها ومؤثراتها، وإلى العوامل التي أدت إلى تحول الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية وآثارها على الاقتصاديات العالمية، وإلى أهم الإجراءات والسياسات التي اتخذت لمواجهتها، بينما تناولنا في المبحث الثاني الأزمة المالية وأسواق الأوراق المالية العربية، حيث تم التعرف على واقع أسواق الأوراق المالية العربية، وأهم سلباتها ومعوقاتها، وأخيرا تم التعرض إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية.

- الفصل الرابع: تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، ويعتبر هذا الفصل دراسة تطبيقية، والذي قسم كذلك إلى مبحثين؛ الأول تم به التعريف بسوق الدوحة للأوراق المالية، مع عرض لأدائه، ولتطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، ثم دراسة استقرارية مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية،

بينما تم في المبحث الثاني دراسة تأثير الأزمة المالية في الأداء العام لسوق الدوحة، وإلى تحليل أثر الأزمة في أداء القطاعات الاقتصادية، وأخيرا تحليل العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأداء السوق.

### تاسعا: الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الأزمات المالية، وركزت أغلبها على أزمة وول ستريت (1929) وأزمة دول جنوب شرق آسيا، كما اهتمت دراسات أخرى بالأسواق المالية العربية وركزت كثيرا على خصائص هذه الأسواق ومعوقاتها. وفيما يلي بعض الدراسات التي تم الاطلاع عليها:

- نسيم أوكيل: الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها- مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا- البحث عبارة عن أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2008، تدور إشكالياتها حول مدى إمكانية التوقي من الأزمات المالية، جاءت هذه الدراسة في ستة فصول عرضت فيها الباحثة إلى أهم الأزمات المالية التي ضربت الاقتصاديات الناشئة بالتركيز على أزمة دول جنوب شرق آسيا. إلا أن أهم مأخذ عليها حسب رأينا، هو افتقارها إلى الجانب التقني ومدى إمكانية إيجاد آلية للتنبؤ المبكر بالأزمات المالية والتركيز فقط على تشخيص مثل هذه الأزمات.

- رشيد بوكساني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه دولة مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006، تدور إشكالية البحث حول المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة وأوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تطويرها قصد ترابطها، ويهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى محاولة البحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها، وتقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية، واستطاع الباحث من خلال هذه الدراسة من إرساء إطار نظري ثري حول أسواق الأوراق المالية ومعوقاتها في الدول العربية، غير أن أهم مأخذ في رأينا، هو افتقارها لإشكالية واضحة المعالم، واهتمامها فقط بالاقترحات التشريعية والتنظيمية لتفعيل الأسواق المالية العربية، دون النظر إلى التحديات التي قد تواجهها الأسواق العربية في ظل العولمة وانفتاح الأنظمة المالية في الدول العربية على الأسواق المالية العالمية.

- سامية زيطاري: ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، البحث عبارة عن أطروحة دكتوراه دولة قدمت سنة 2004 بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة

الجزائر، جاءت هذه الدراسة في جزأين، حيث اهتم الجزء الأول بأسواق الأوراق المالية، وتم تقسيمه إلى ثلاثة فصول هي، الفصل الأول مفهوم أسواق الأوراق المالية ونشأتها؛ الفصل الثاني الأسواق الناشئة خصائصها ودورها في ترقية الاستثمار والتنمية المالية والنمو؛ الفصل الثالث تطرق لنشأة وخصائص أسواق الأوراق المالية العربية، بينما تم تناول في الجزء الثاني إلى ديناميكية أسواق الأوراق المالية العربية ومقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة، واستطاعت الباحثة تقديم جانب تقني مهم جدا فيما يتعلق بفعالية أسواق الأوراق المالية في الدول المتطورة والدول النامية، كما ركزت على دراسة اندماج أسواق الأوراق المالية ففي الدول العربية، غير أنها أهملت في رأينا، جانب مهم يتعلق بكفاءة أسواق الأوراق المالية العربية.

الفصل الأول:

الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة النظم الرأسمالية، حيث يتم من خلالها تجميع مدخرات بعض الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض مالية قد لا تحتاج إليها في زمن معين وترغب في استثمار هذا الفائض بدلاً من الاحتفاظ به في صورة سيولة نقدية تمثل رأس مال عاطل، وتوجيه تلك المدخرات إلى وحدات اقتصادية أخرى تعاني عجزاً في مواردها المالية وتسعى لطلب هذه الفوائض لمواصلة نشاطها الاقتصادي مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وتطوير سوق السلع والخدمات في الدول، كذلك قد تلجأ الأنظمة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص لتجميع رؤوس الأموال من الأسواق المالية من أجل التنمية الاقتصادية.

تعتبر أسواق الأوراق المالية إحدى أهم مكونات السوق المالية والتي يتم من خلالها الاتصال بين عرض وطلب رأس المال طويل الأجل، وتحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث أنها تمثل مرآة للاقتصاد التي تتواجد به. وستتناول في هذا الفصل الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، حيث نتناول المبحث الأول موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية، بينما نعرض في المبحث الثاني تحليل لمفاهيم ومعايير كفاءة السوق.

## المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالأسواق المالية وعلى وجه الخصوص أسواق الأوراق المالية في معظم الاقتصادات العالمية بغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، والتي أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد، وتعتبر أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي لديها سيولة غير مستغلة، بالإضافة إلى الدور الحيوي والمهم التي تؤديه في تمويل القطاعات التي تعاني عجزا في السيولة النقدية.

### المطلب الأول: الأسواق المالية - مفاهيم أساسية

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

#### 1- مفهوم السوق المالية

الأسواق المالية مثل أي أسواق أخرى التي توفر نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليهما معا عن طريق الجمع بين طرفين أحدهما محتاج للخدمة والآخر مانح لهذه الخدمة. فالأسواق المالية بوجه عام هي الوسيط الذي يعرض المدخرون الراغبون في الاستثمار من خلال مدخراتهم إما بشكل مباشر أو من خلال وسطاء على مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأشخاص الذين يحتاجون هذه الأموال.

يعرف السوق المالية بأنه "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه"<sup>1</sup>.

بينما يعتبر أوليفر بيكون بأن السوق المالية هي السوق الأم للأسواق التي تتعامل في الأصول والأدوات المالية القصيرة والطويلة الأجل حيث يرى بأن:

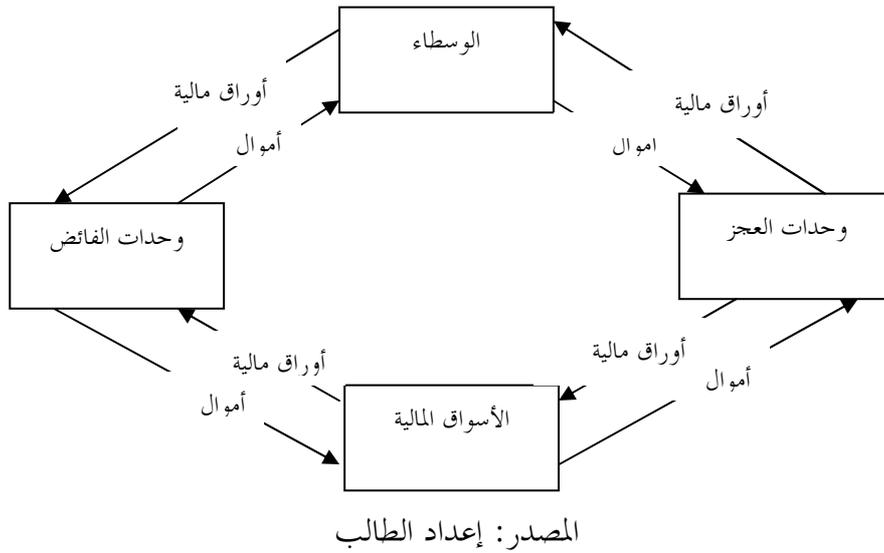
*" le marché financier a un sens un peu plus large : il recouvre tous les échanges de capitaux investis à moyen et long termes, ce qui ajoute aux valeurs mobilières des opérations de prêts*

<sup>1</sup> محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2006، ص ص 164-165.

*bancaires ou privés. Il s'oppose au marché monétaire, qui concentre les échanges de liquidités à court terme : argent au jour le jour ou à quelques mois"*<sup>2</sup>

وعليه، فإن مفهوم السوق المالي طبقاً للمفاهيم السابقة، تحقق مزايا لكل من وحدات الفائض ووحدات العجز، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (1-1) : السوق المالية والمؤسسات العاملة بها



يتضح من الشكل أعلاه بأن السوق المالية تقدم خدمات إلى الوحدات التي تعاني العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها وبكلفة أقل، أما بالنسبة للوحدات التي لديها فائض فإنها تستفيد من آلية السوق، وعليه فإن الأسواق المالية تسمح بتوفير أرضية للعرض والطلب على الأموال، حيث تتاح العديد من الفرص الاستثمارية والمتنوعة أمام المدخرات للمساهمة في إنشاء الكثير من شركات المساهمة أو توسيع القائمة منها. وخلاصة القول أن السوق يقوم على ثلاثة أركان أساسية هم المقرضين والمقرضين وفئة الوسطاء.

## 2- الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية

يتطلب إنشاء سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها في الآتي:<sup>3</sup>

أ- زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة: حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم.

<sup>2</sup> Oliver Picon, la bourse, Ed. Dalloz , paris 2000, p 12

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة 2003، ص 9.

ب- تحويل المدخرات إلى استثمارات: حيث تعتبر السوق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات، وذلك لكون هذا السوق مجالاً لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية.

ت- إنشاء بورصات للأوراق المالية: حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث يلعب كلا من القطاع العام والقطاع الخاص دوره في هذا الشأن.

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

### 3- عوامل نجاح السوق المالي

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي، ولكن لنجاح هذا السوق يشترط توفر جملة من المتطلبات والشروط وإن اختلفت من سوق مالي إلى آخر، إلا أنها في مجملها تكون متشابهة، نذكر أهمها:<sup>4</sup>

- وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضيء صيغة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب والاحتيال.

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم، الثقة في النظام السياسي والاقتصادي لدوره في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

- فلسفة اقتصادية (*la philosophie économique*) واضحة تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة المختلطة والخاصة، ويتبعها من أنظمة وقوانين.

- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات.

<sup>4</sup> أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص ص 112-113.

- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.

- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرصة (*Créer la possibilité*) وتجميع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب فاعليتها بتسويق الإصدارات.

- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال. إذ وجود السوق يحفز هذه المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية.

- توفر نظام للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي (*La situation financière*) لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن وضع المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.

- العمل على وجود نظام ضريبي مرن وفعال يراعي متطلبات المجتمع في التنمية من حيث الإعفاءات الضريبية على بعض أنواع الإصدارات.

- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار وشركات المساهمة العامة وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.

- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.

#### 4- أنواع الأسواق المالية

يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق داخل السوق المالي هما:

- أسواق النقد
- أسواق رأس المال

## 4-1- الأسواق النقدية

عرفها البعض بأنها السوق التي تتعامل في أدوات الدين القصيرة والمتوسطة الأجل<sup>5</sup>، ويعد هذا التعريف أكثر التعريفات إيجازاً وأوسعها انتشاراً. وعرفها البعض الآخر بأنها "عبارة عن أسواق الاستثمار قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها عن سنة واحدة، أي أنها عبارة عن أسواق يتم فيها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية والأجنبية لأجل أقل من سنة، ويتركز هذا السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب والعرض"<sup>6</sup>.

و يتصف السوق النقدي بعدد من الخصائص أهمها:<sup>7</sup>

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

تعتبر البنوك المركزية والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الكبرى أو الوساطة المكون الرئيسي لهذه السوق، نظراً لما تمتاز به من ملاءة وحجم أموال ضخمة وتكاد تكون المخاطرة شبه معدومة، أما نسبة الهامش فيها فهي منخفضة جداً، إلا أن ضخامة الأسواق تعطي عائداً مقبولاً، لذلك نجد الأفراد العاديين والمؤسسات الصغيرة لا تقبل على هذه السوق ولا يهتمون بها لعدم قدرتهم على توفير الكم الهائل والضخم من الأموال، وبالتالي نجد هذه الأسواق تمتاز بدرجة عالية من الأمان وبقدر كبير من السيولة والمرونة العالية، الأمر الذي يجعل استثمار الأموال بها سهل الاسترداد إما لقصر الفترة الزمنية أو لسهولة تسهيل الأصول المستثمرة فيها هذه الأموال<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> Dov Ogien, Pratique des Marche Financier, Ed. Dunod, Paris 2007, P 37.

<sup>6</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 24.

<sup>7</sup> عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006، ص 363.

<sup>8</sup> إبراهيم أبو بكر المدني، الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، مجلة دولية متخصصة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، العدد 17، ص 44.

ومن أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي، شهادات الإيداع القابلة للتداول، والقبولات المصرفية، وأذونات الخزانة<sup>9</sup> والأوراق التجارية المصدرة من قبل مؤسسات مالية تتمتاز بدرجة عالية من المتانة المالية وضخامة رؤوس أموالها.

#### 4-2- أسواق رأس المال

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

*« on attribue au marché des capitaux les transactions qui ne sont pas effectuées sur le marché monétaire, en particulier les achats et la vente d'actions. Ces titre sont plus risqué, avec des échéances à moyen ou à long terme. Ces sont les obligations gouvernementales de longue échéance, les obligations corporatives, les actions privilégiées et les actions ordinaires. les marchés de capitaux existent sous la forme de marché primaire et de marché secondaire»<sup>10</sup>.*

فحسب هذا المفهوم فإن سوق رأس المال تتسم بالمخاطرة مقارنة مع سوق النقد لطول آجالها. ولذا فأولوية المستثمر نحو عوائد تكون مرتفعة قياسا بذلك العائد في سوق النقد، هذا من جانب، ومن جانب آخر تتميز سوق رأس المال عن سوق النقد بأنها تعتبر أكثر تنظيمًا، وكبير حجم الصفقات المنفذة به من قبل المتخصصين والمتعاملين في السوق الذين يلعبون دورا مهما في تفعيل حركة التداول.

تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة أو فورية وأخرى أسواق العقود المستقبلية، حيث الأسواق الحاضرة هي تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها فور إتمام الصفقة، أما أسواق العقود المستقبلية فهي تتعامل بالأسهم والسندات ولكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق. وعليه، فالاختلاف الأساسي بين تلك النوعين من الأسواق يبرز في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها في كل من السوقين، حيث يجري تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل<sup>11</sup> في أسواق النقد، في حين يجري تداول الأدوات المالية طويلة الأجل<sup>12</sup> في أسواق رأس المال.

<sup>9</sup> أذونات الخزانة: وهي أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها ما بين 91 يوما وهو حدها الأدنى، و364 يوما وهو حدها الأقصى، وتعد من أقل أدوات السوق مخاطرة وأكثرها سيولة.

<sup>10</sup> Narjess Boubakri, Yoser Gadhoum, Imed Chkir, Maher kooli, Le Principes de la Finance d'entreprise, Gaétan Morin éditeur, canada 2005, p 10.

<sup>11</sup> هي الأدوات التي تتداول في أسواق النقد وفترة استحقاقها أقل من سنة.

<sup>12</sup> هي الأدوات التي تتداول في أسواق رأس المال وفترة استحقاقها أكثر من سنة.

## المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية مفهومها، أنواعها ووظائفها

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

### 1- مفهوم سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل معين. ويعرف سوق الأوراق المالية بأنه "السوق التي تتم فيها عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات والأوراق المالية الأخرى (شهادات الاستثمار، أوراق مساهمة)، وتجرى هذه العمليات في مكان محدد ومعروف، وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليدها يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات للمقبلين على الاستثمار والمضاربين على تقلبات الأسعار"<sup>13</sup>.

ويعرف أيضا بأنه "السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بسمي (البورصة)، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية"<sup>14</sup>.

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

<sup>13</sup> الياس بن ساسي، يوسف قريش، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2006، ص 433.

<sup>14</sup> ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص 05.

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

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

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

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

## 2- مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين رئيسيين هما:

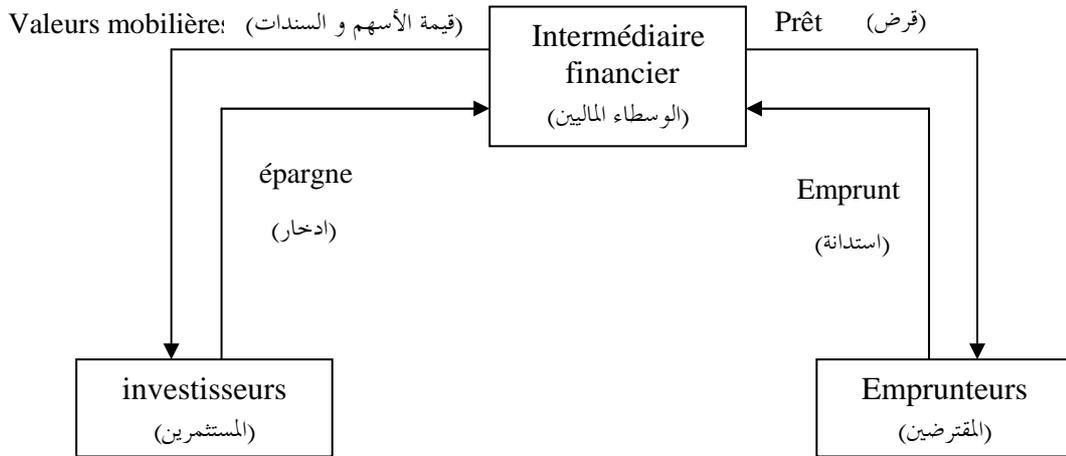
- السوق الأولية.
- السوق الثانوية.

### 2-1- السوق الأولية

وهي سوق الإصدارات الجديدة، حيث تسمح هذه السوق للأعوان الاقتصاديين بالتزود بالأموال الضرورية لتمويل مشروعاتهم الاستثمارية، فهذا السوق يؤدي دور الوساطة بين المستثمرين والمقترضين<sup>15</sup>. حيث تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الأوراق المالية والمكاتب بها.

<sup>15</sup> Pierre Ramage, Le Marche Financier, édition d'organisation, Paris 2002, p 26.

الشكل (1-2) : الأسواق الأولية



المصدر: Pierre ramage, Loc cit

و يتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب هي:

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

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

## 2-2- السوق الثانوية

السوق الثانوية والتي يطلق عليها سوق التداول وهي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي سبق إصدارها بالسوق الأولي<sup>16</sup>. تستمد السوق الثانوية أهميتها من كونها توفر عنصر السيولة نسبياً للإصدارات الجديدة في السوق الأولية، وعليه فإن فاعلية السوق الثانوية وكفاءتها هي امتداد لكفاءة وفاعلية السوق الأولية، ومن جهة أخرى، تقوم السوق الثانوية بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو حتى في طريقه للتقدم، إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً، حيث يتم على مستوى السوق الثانوية تسهيل الأوراق المالية، أي تحويلها بسهولة إلى نقود عن طريق البيع، ومما لا شك فيه أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية تجعلها أكثر قبولا وجاذبية، حيث يكون من السهل بيعها وتحويلها إلى نقود بسرعة وبدون خسائر.

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

### أ- الأسواق المنظمة

ويطلق عليها بورصة الأوراق المالية، حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع والشراء، وتكون الأوراق المالية المتداولة فيه مسجلة ومستوفاة لشروط التداول.

### ب- الأسواق غير المنظمة

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

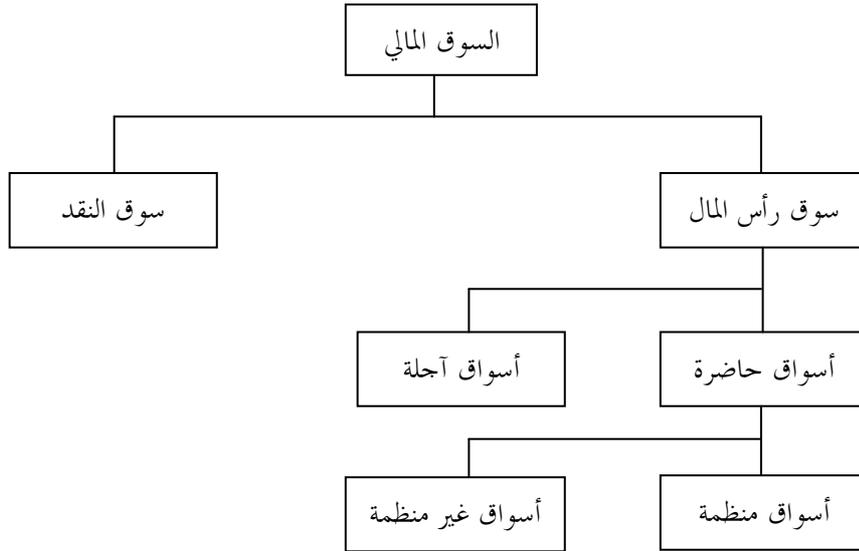
### ت- الأسواق الثالثة

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

<sup>16</sup> Pierre Ramage, Loc Cit.

وهي التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى وبين المستثمرين والتي يكون الهدف منها استبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى. والشكل الموالي يوضح الأنواع المختلفة للأسواق المالية:

الشكل (1-3): مكونات السوق المالي



المصدر: إعداد الطالب

### 3- خصائص أسواق الأوراق المالية

تتميز أسواق الأوراق المالية ببعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:

- تعد سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً مقارنة مع الأسواق المالية الأخرى، باعتبار أن المتعاملين في هذه السوق من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها، وفي أغلب البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كمية المبيعات، كما أن الصفات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية

كبيرة نسبيا مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء<sup>17</sup>.

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

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

#### 4- وظائف أسواق الأوراق المالية

تؤدي أسواق الأوراق المالية وظيفتها التمويلية والاستثمارية بشكل عام من خلال قيامها بتيسير مهمة انتقال الموارد المالية من المقرضين إلى المقترضين أو من قبل الذين لديهم فائض مالي إلى الذين لديهم عجز مالي. وقد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية إستلزمها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والشركات. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى العرض وقوى الطلب، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وبشكل أكثر تفصيلا يمكن حصر أهم وظائف البورصة بالأمور المحددة التالية:<sup>18</sup>

- حشد المدخرات المالية باتجاه خلق الاستثمارات المالية وزيادة الإنتاج.
- تسيير سبل البيع والشراء بين المتعاملين كافة والمحافظة على قدر معين من السيولة.
- نشر الوعي الاستثماري (sensibilisation des investissements) بين المدخرين والمقترضين.
- إيجاد سوق مستمرة من خلال إيجاد مشترين وبائعين دائمين.
- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المستثمرين.
- المساعدة على التنبؤ (prévision) باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل.

<sup>17</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2008، ص 46.

<sup>18</sup> محمود الشواورة، نفس المرجع السابق، ص 59.

- توفير المعلومات (*Fourniture d'information*) وتحقيق عوائد مجزية لكل من المقرضين والمقترضين.

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

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

#### 1- الأسهم

تعد الأسهم أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، كما أن هناك العديد من التصنيفات للأسهم، وتتميز بعدة خصائص ومزايا تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى. ويعرف السهم بأنه "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصة في رأس مال الشركة"<sup>19</sup>، وإصدار الأسهم من قبل الشركات وبيعها في السوق المالي يعد وسيلة تستخدمها الشركات للحصول على الأرصدة النقدية لتمويل نشاطاتها، وأن سوق الأسهم يعتبر من أوسع أسواق المال في الدول الصناعية.

تتميز الأسهم بدرجة مخاطرة عالية وتعد من أكثر الأدوات استعمالاً بين المستثمرين، بحيث ترتب لحاملها حقوقاً عديدة من أهمها حق الحصول على الأرباح، وحق التصويت في الجمعية العامة، وحق الاكتتاب (*droit de souscription*) في الأسهم الجديدة، وحق توقف مسؤوليته عند حدود ملكيته فيها، وحق فحص السجلات والقوائم المالية، إلى آخره من الحقوق التي يعطيها إياها قانون الشركات.

تعكس تغيرات قيمة الأسهم في السوق المالي مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة، كما أن لسوق الأسهم دوراً هاماً في اتخاذ القرارات الاستثمارية، لأن سعر الأسهم سوف يؤثر في حجم الأرصدة النقدية التي يمكن الحصول عليها عن طريق بيع الأسهم من أجل تمويل النشاطات الاستثمارية، حيث تستخدم هذه الأموال

<sup>19</sup> محمد مطر، مرجع سابق، ص 210.

لشراء الآلات والمعدات وتسهيل العملية الإنتاجية. ومن جهة نظر المستثمر فإن للسهم أكثر من قيمة مالية، يمكن استعراضها كالتالي:

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

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم الخصائص ما يلي:<sup>20</sup>

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

<sup>20</sup> أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 122.

يمكن أن يأخذ السهم عدة أنواع وعدة أشكال وتميز في هذا الجزء بين نوعين من الأسهم هما: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

أ- الأسهم العادية: هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال نشاطها أو في أصولها عند تصفيتها وتصدر الأسهم العادية غالبا في فترة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، وليس لها تاريخ استحقاق محدد، طالما أن الشركة قائمة ومستمرة. وإلى جانب الحصول على جزء من أرباح الشركة وجزء من أصول الشركة في حالة التصفية، تحول الأسهم لحاملها الحقوق التالية:

- تعطي لحاملها حق التصويت والاشتراك في الجمعيات العمومية باعتبارهم أصحاب المشروع ومالكه.
- تعطي لحاملها حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال.
- تعطي لحاملها حق الإطلاع على المركز المالي للشركة وكافة السياسات والقراءات المتعلقة بوضعية الشركة وتسيير شؤونها.
- تعطي لحاملها حق نقل الملكية (البيع) دون الرجوع للشركة.

للسهم العادي قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. وتمثل القيمة الاسمية القيمة المثبتة على صك السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية والمتمثلة في مجموع كل رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية<sup>21</sup>.

يمكن تقسيم الأسهم من حيث الشكل إلى أسهم لحاملها وأسهم اسمية، بحيث أن الأسهم لحاملها هي الأسهم التي تتداول بين المستثمرين بدون أن تحمل اسم المالك على وجه الصك، وتنتقل الملكية للسهم بمجرد الحياة الفعلية للسهم، ويتم إصدار أسهم لحاملها فقط في حالة ما إذا كانت القيمة مدفوعة بالكامل. بينما الأسهم الاسمية هي التي يسجل اسم صاحبها على وجه الصك. ويسجل بسجلات الشركة، وعند بيع السهم لمستثمر آخر يلزم نقل الملكية في سجلات الشركة.

<sup>21</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص 07.

ب- الأسهم الممتازة: وهي الأسهم التي تقع بين السندات والأسهم العادية، وتجمع بين خصائصهما، حيث توفر هذه الأسهم امتيازات إضافية لحاملها لا يتمتع بها حامل السهم العادي سواء كان في الأرباح الموزعة سنويا أو تصفية أصول الشركة عند الإفلاس أو عند تسهيل أصولها. أما المميزات التي يتمتع بها حامل السهم الممتاز فنذكر منها:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة.
- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية عن الأصول.
- حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى.

## 2- السندات

تعتبر السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، وتعرف بأنها "ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار"<sup>22</sup>. وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها الشركات المساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال، وتعتبر عن مديونية أو قروض للغير بقيمة اسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكونه طويل نسبيا. وبالمقارنة مع السهم، تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:<sup>23</sup>

- السندات أداة دين: يرتب السند لحامله عن الشركة المصدرة حق دائنيه، يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء عن أرباح الشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس.
- السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، والسند في ثبات دخله يشبه السهم الممتاز.
- محدودية الأجل: دائما يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه، ويسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له.

<sup>22</sup> محمد مطر، مرجع سابق، ص 220.

<sup>23</sup> أنس البكري، وليد صافي، مرجع سابق، ص 108.

- قابلية السند للتداول: وهذه الخاصية تشبه خاصية تداول السهم، خاصية التداول هذه تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة لكننا سنقتصر على بعض الأنواع وهي كالاتي:<sup>24</sup>

- السندات المضمونة: وهي سندات صادرة بقيمة اسمية تكتتب بفائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة.

- السندات القابلة للتحويل: وهي سندات تعطي لحاملها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر معين وخلال مدة معينة.

- سندات محلية: وهي سندات تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

- سندات دولية: وهي سندات تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين.

- السندات متوسطة وطويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة أو متوسطة الأجل ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.

### 3- المشتقات المالية

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

<sup>24</sup> الياس بن ساس، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص 437.

### 3-1- مفهوم المشتقات المالية

المشتقات المالية هي "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو سلعة أو عملات أجنبية، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيرا المضاربة"<sup>25</sup>.

### 3-2- أنواع المشتقات المالية

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

- عقود الخيار.
- العقود المستقبلية.
- عقود المقايضات.

#### أ- عقود الخيارات

عقود الخيارات عبارة عن "عقد بين طرفين يعطي حامله الحق في شراء أو بيع سهم أو سند معين بسعر معين خلال مدة معينة أو في تاريخ معين وتسمى بالمشتقات لأنه يتم اشتقاقها من الأسهم العادية والسندات وتصدر من المستثمرين مباشرة ولا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية فيها وتعطي حاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد أو بيع للسهم ذاته بعد أو خلال مدة معينة بسعر محدد"<sup>26</sup>. ويسمى الخيار الذي يعطي لمالكه الحق في الشراء بخيار الشراء (call option)، في حين يطلق على الخيار الذي يعطي لمالكه الحق في بيع الأصل محل الخيار خيار البيع (put option).

ويمكن التمييز بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي، فعند الالتزام بممارسة الحق في تاريخ معين فإن ذلك يتبع عقود الخيار الأوروبية (European options)، بينما إعطاء حق التنفيذ لعقد الخيار خلال فترة

<sup>25</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص ص 60-61.

<sup>26</sup> محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 86.

معينة، فإن ذلك يتبع نموذج عقود الخيار الأمريكية (American options). وبصفة عامة فإن الخيارات هي أدوات للتأمين ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شرائها أو بيعها في المستقبل.

#### ب- العقود المستقبلية - الآجلة -

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

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

#### ت- عقود المبادلات

تشكل المقايضات صورة من صور المشتقات المالية وتسرى عقودها على أسعار الفائدة والعملات. ويعرف عقد المبادلة بأنه "اتفاق تعاقدية يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، وبتعهدات. بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر ودون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول"<sup>27</sup>. فخلافا لعقود الاختيار تعتبر عقود المبادلة ملزمة للمتعاملين، كما أن المتحصلات والمدفوعات بين الأطراف نتيجة التحركات

<sup>27</sup> محمد مطر، مرجع سابق، ص 316.

السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

## المطلب الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تمثل مؤشرات أسواق الأوراق المالية أحد أهم المعلومات التي تهم المستثمرين والمضاربين في الأسواق المالية، نظرا لأهميتها في تعريف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة التي تهتم بالنواحي المالية، وقصد التعرف على أكثر مؤشرات أسواق الأوراق المالية يتم تقسيم هذا المطلب إلى العناصر التالية:

- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية
- الاستخدامات الأساسية للمؤشرات
- كيفية بناء المؤشرات
- بعض المؤشرات العالمية

### 1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

المؤشر هو أداة لقياس مستوى الأسعار في سوق المال<sup>28</sup>، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات أو الصناديق... إلخ، ارتفاعا أو انخفاضاً. كما أنه يعطي مؤشرا لوضع الاقتصاد<sup>29</sup>، ويعتبر مؤشر الأسهم معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق. ويكون المؤشر جيدا إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية، ويقوم المؤشر على عينة من أسهم الشركات المتداولة في أسواق رأس المال، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.

ويمكن وصف حالتين أساسيتين للمؤشر، فعندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي، أما عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع نكون في حالة السوق التزولي.

<sup>28</sup> منير هندي، مرجع سابق، ص 241.

<sup>29</sup> أنس البكري، وليد صافي، مرجع سابق، ص 244.

## 2- استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تمه للمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في السوق المالي، ومن أهم استخدامات المؤشر:<sup>30</sup>

أ- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر مقارنة التغير في مردودية محفظة الأوراق المالية مع التغير في مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة.

ب- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للمتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

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

## 3- كيفية بناء المؤشرات

هناك عدة شروط لبناء المؤشرات في الأسواق المالية وأهمها:

أ- ملائمة العينة

تعرف العينة بأهما مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين، وحتى تمثل هذه العينة أساساً ملائماً يجب توفر الشروط التالية:<sup>31</sup>

- حجم العينة: القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما زاد حجم العينة كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

<sup>30</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، صص 39-40.

<sup>31</sup> الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 147.

- اتساع العينة: ونعني به التوازن في التمثيل، فإذا كان المؤشر يقيس الاقتصاد يجب أن تتضمن العينة مؤسسات من مختلف القطاعات الممثلة للاقتصاد.

- مصدر العينة: ونقصد مصدر المعلومات المتعلق بسعر الأسهم الداخلة في حساب المؤشر، ويتمثل هذا المصدر في سوق المال الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

ب- الأوزان النسبية لمفردات العينة

وتعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مدخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم الواحد داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المدخل هي:<sup>32</sup>

- مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.

- مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

- مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر. ويحسب اعتمادا على العلاقة التالية:

$$index_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Beginibg index value}$$

حيث:

$index$ : قيمة المؤشر في الفترة  $t$

$P_t$ : إقفال أسعار الأسهم في الفترة  $t$

$Q_t$ : عدد وحدات الأسهم في الفترة  $t$

$P_b$ : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس

$Q_b$ : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

<sup>32</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص 42.

## 4- بعض مؤشرات البورصات العالمية

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

## - مؤشر داو جونز للصناعة Daw Johnes industrial

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، ويقيس هذا المؤشر مستوى أسعار 30 سهم شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في وول ستريت، وهذه الشركات تعتبر من أكبر وأقوى مجموعة الشركات الأمريكية. ويحسب هذا المؤشر كالاتي:

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

حيث:

$D_j I_t$ : قيمة المؤشر في الفترة t

$P_{it}$ : سعر السهم i في الفترة t

$D_{adj}$ : المعامل المرجح في الفترة t

## - مؤشر ستاندرد أندبور Standard &amp; poor index 500

يحتوي هذا المؤشر على 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين).

و فيما يلي بعض مؤشرات البورصات في أهم الدول الأوروبية والآسيوية:

إنكلترا

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

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

البورصة.

فرنسا

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

ألمانيا

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

اليابان

- مؤشر Nikkei: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.

### المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته

تفيد المعلومات المتوفرة في سوق الأوراق المالية في توقع العائد وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية التي تعتبر أساس القرار الاستثماري، كما أن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة وخاصة.

وبناء عليه، فإن كفاءة السوق تمثل قدرة السوق على استيعاب المعلومات المتاحة أساسا لتقييم واتخاذ القرارات الاستثمارية، ولتوضيح كل ذلك، نحاول تقسيم هذا المبحث إلى العناصر التالية:

- أنظمة المعلومات وأهميتها

- مفهوم ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

- المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية

- سيولة سوق الأوراق المالية

### المطلب الأول: أنظمة المعلومات وأهميتها

تعد عملية اتخاذ القرارات عملية صعبة تتطلب فهما واضحا لطبيعتها ومعلومات كافية ودقيقة لاتخاذها، لأن القرارات الخاطئة غالبا ما تعود إلى نقص المعلومات وعدم كفايتها، وتساهم أنظمة المعلومات في الحصول على معلومات صحيحة، دقيقة، وملائمة في الوقت المناسب وذلك عن طريق جمع البيانات ومعالجتها وإعدادها لتخرج كمخرجات صالحة للاستعمال، كما تساهم في تحقيق الاتصال الفعال بين مراكز صنع القرار المختلفة في المؤسسة وتبادل المعلومات فيما بينها.

## 1- مفهوم نظام المعلومات

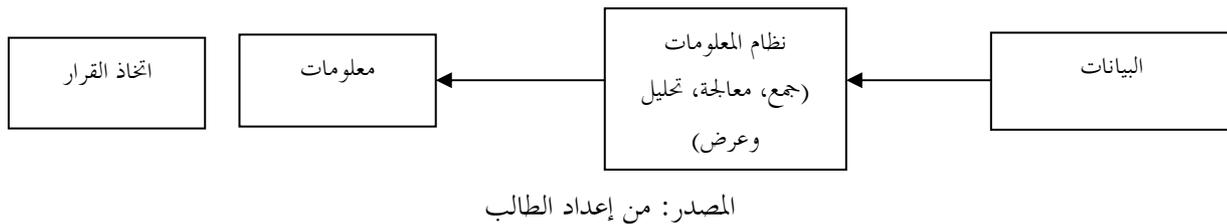
إن أهم ما يميز العصر الحديث هو التطور الحاصل في تكنولوجيا المعلومات بشكل أدى إلى توسيع مجالات الاتصالات بين الأفراد والمجتمعات وحول العالم إلى قرية صغيرة. وهذه الاتصالات ما هي إلا معلومات يتم نقلها من جهة لأخرى، وبذلك أصبحت المعلومات وسيلة بالغة الأهمية في المساعدة على اتخاذ القرارات من أجل الوصول إلى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

المعلومات هي "معطيات تم تسجيلها وتنظيمها وتصنيفها في قالب معين لإظهارها عند الحاجة إليها"<sup>33</sup>، وبحيث تكون لها قيمة حقيقية بالنسبة لمتخذ القرار، وبالتالي فإن المعلومات عبارة عن مخرجات لنظم معالجة البيانات والتي أعطت لها معنى بالنسبة لمستخدميها، وحتى تكون المعلومات ذات فائدة ينبغي أن تشمل بعض الشروط أهمها:

- أن تساعد على تخفيض من حالة عدم التأكد المستقبلي؛
- أن تكون سريعة التأثير على القرارات؛
- أن تؤدي إلى المساعدة في تغيير نتائج القرار.

ويمكن التعبير عن العلاقة بين البيانات والمعلومات من خلال الشكل التالي:

الشكل (1-4): العلاقة بين البيانات والمعلومات



لقد أصبحت اليوم أنظمة المعلومات تؤدي دوراً أساسياً ومهماً في المؤسسة مهما كان حجمها، وذلك نتيجة التزايد المستمر لدور المعلومات والحاجة الماسة إلى تنظيمها بشكل يؤدي إلى الاستفادة القصوى منها. ويمكن اعتبار نظام المعلومات على أنه مجموعة منظمة من الموارد والبرمجيات، والأفراد، والبيانات، والعمليات والتي تسمح باستقبال ومعالجة وتخزين وبت المعلومات في شكل (بيانات، نصوص، صور،

<sup>33</sup> إبراهيم بخي، دور الانترنت وتطبيقاته في مجال التسويق، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2002، ص 16.

صوت.. إلخ) في المؤسسة. كما اعتبرت نظم المعلومات كذلك على أنها "مجموعة الإجراءات التي يتم من خلالها تجميع أو استرجاع، تشغيل، تخزين ونشر المعلومات، بغرض دعم عمليات صنع القرار وتحقيق الرقابة داخل المنظمة"<sup>34</sup>. ويتضح من هذا التعريف أن لنظام المعلومات دورين أساسيين هما:

- دور وصفي: حيث يسمح بإعطاء صورة صحيحة عن وضعية المؤسسة، أو عن ميزانيتها المحاسبية مثلاً.

- دور المعالجة ونقل المعلومات بشكل منظم: مثل إرسال الأوامر، توحيد طريقة العمل... إلخ.

وعليه، فنظام المعلومات نظام فرعي لنظام المؤسسة، يقوم بإنتاج المعلومات من أجل مساعدة الأفراد في أداء المهام التشغيلية، التسيرية، واتخاذ القرارات.

## 2- وظائف نظام المعلومات

إن أهم ما يهدف إليه نظام المعلومات هو تمكين المديرين وأصحاب القرار داخل المؤسسة من تحكم جيد في أداء المؤسسة<sup>35</sup>، حيث يقوم نظام المعلومات بعدة وظائف لتوفير المعلومات الضرورية للمؤسسة، والتي تتمثل في تجميع البيانات ثم ترتيبها لتسهيل معالجتها وتخزينها، لاستعمالها لاحقاً، كما في الشكل التالي:

الشكل (1-5): وظائف ومهام نظام المعلومات



المصدر: من إعداد الطالب

- تجميع البيانات: تتمثل في النشاطات الداخلية للمؤسسة مثل التقارير، والاجتماعات وغيرها بالإضافة إلى المصادر الخارجية مثل المسح الشامل والمقابلة، ويتم إدخالها إلى النظام وتخزينها.

<sup>34</sup> مداني بن بلغيث، أهمية إصلاح النظام المحاسبي للمؤسسات في ظل أعمال التوحيد الدولية بالتطبيق على حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005/2004، ص 53.

<sup>35</sup> نفس المرجع والصفحة سابقاً.

- تشغيل البيانات: حيث يتم معالجة البيانات وتحويلها إلى معلومات باستخدام كافة وسائل المعالجة مثل التصنيف والترتيب والتلخيص...إلخ.
- إدارة البيانات (تخزينها): وهي الوحدة التنظيمية التي تعمل على تخزين وتحديث البيانات ووضعها في ملفات وقواعد البيانات والقيام بتحديثها، وإجراء عمليات تشغيل عليها لتحويلها إلى معلومات مفيدة تهم المستخدم.
- رقابة البيانات: بحيث قد تكون الرقابة من خلال كلمات السر للمستخدمين أو من خلال برامج توضح كافة الإجراءات التي تمت على البيانات والمعلومات.
- توزيع المعلومات: وهي الخلاصة النهائية لعملية معالجة البيانات والوصول إلى المعلومات المطلوبة من قبل المستخدمين من النظام.

### 3- أنواع نظم المعلومات

يضم النظام المتكامل للمعلومات الإدارية العديد من الأنظمة الفرعية والتي منها:

- نظام المعلومات الإنتاجي: تختص وظيفة الإنتاج بتحويل مجموعة من المدخلات إلى مجموعة من المخرجات، حيث يرافق الوظيفة الإنتاجية نظام للمعلومات يتعلق بالتخطيط والتوجيه ونظام آخر للمعلومات يتعلق بالهندسة الصناعية والذي يتضمن معلومات حول إعداد وتصميم المنتجات وتطويرها.
- نظام المعلومات الخاص بالبيع و التسويق: يهتم هذا النظام المعلوماتي بتخزين ومعالجة المعلومات وتقديم التقارير المتعلقة بتلقي الطلبات والتخطيط والتنبؤ بالمبيعات ودراسة السوق للتعرف على الوضع التنافسي للمؤسسة ودراسة رغبات وأسواق المستهلكين والترويج للمنتجات...إلخ.
- نظام المعلومات الخاص بالعمال: يختص هذا النظام المعلوماتي بالعاملين في المؤسسة فهو يقوم بتخزين ومعالجة البيانات اللازمة لعمليات تخطيط وتنظيم الوظائف التنفيذية المتعلقة باستخدام وتطوير العنصر البشري في المؤسسة والحفاظة عليه.
- نظام المعلومات الحاسبي: يعتبر نظام المعلومات الحاسوبية أحد المكونات الأساسية لنظام المعلومات الإدارية، وينحصر الفرق بينهما في أن الأول يختص بالبيانات والمعلومات الحاسوبية بينما يختص الثاني بكافة البيانات

والمعلومات التي تؤثر على نشاط المؤسسة<sup>36</sup>. ويقوم نظام المعلومات المحاسبي بتسجيل ومعالجة البيانات المالية التي تتعلق بأصول وخصوم المؤسسة داخل المؤسسة وبينها وبين المحيط، لذلك يستخدم البيانات الموجودة في نظم المعلومات الأخرى.

## المطلب الثاني: مفهوم ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

أثارت إشكالية كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام الكثير من الباحثين، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة، فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة. سنعرض في هذا المطلب لمفهوم الكفاءة ومتطلباتها والدور المباشر وغير المباشر للسوق الكفء وأخيرا للمعلومات وأهميتها في كفاءة السوق.

### 1- مفهوم كفاءة السوق

تدور نظرية الكفاءة حسب مؤسسها فاما حول مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع. فوفقا لمفهوم الكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة عنها<sup>37</sup>، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم، أو في التحليلات أو تقارير حول الحالة الاقتصادية العامة عن أداء الشركات. يمكن تعريف السوق الكفؤ بأنه ذلك السوق الذي يحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا<sup>38</sup>. ويعتبر السوق كفؤ عندما تكون أسعار الأسهم قريبة أو تساوي القيمة الحقيقية، بهذا يضمن تحقيق السعر العادل للسهم، ويحسب هذا السعر بناء على العوائد التي يحققها السهم، أي أن السهم يولد عوائد تعوض المستثمر عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها نتيجة استثماره في هذا السهم حيث:

$$prix\ ajuste = \frac{D_1}{(1+t)^1} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_N}{(1+t)^N}$$

حيث أن:

P: السعر العادل للسهم

D: التدفقات النقدية للسهم (خلال الفترات من 1 إلى N)

<sup>36</sup> مداني بن بلغيث، مرجع سابق، ص 55.

<sup>37</sup> Jean-laurent Viviani, Gestion de Portefeuille, DUNOD, Paris, 1997, P 230.

<sup>38</sup> ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 8.

## t: معدل الخصم لهذه التدفقات النقدية

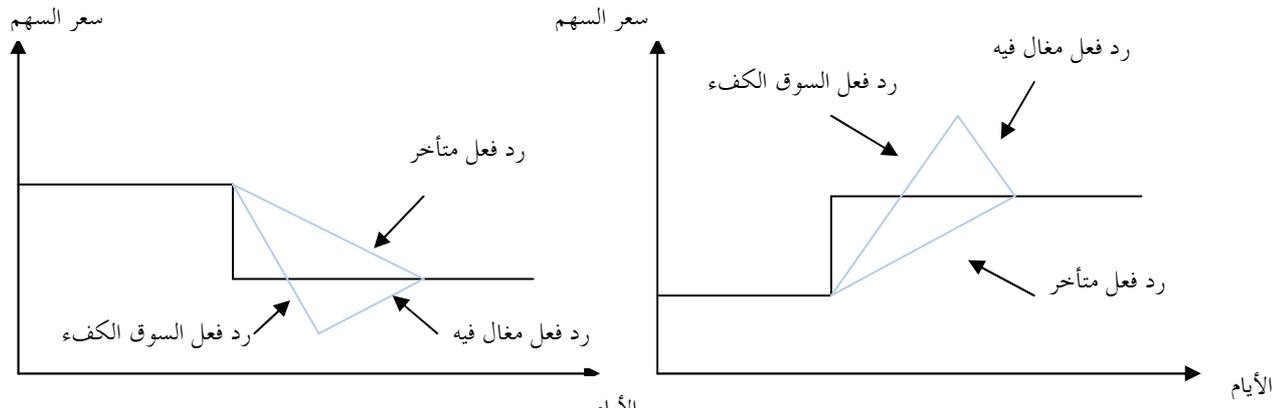
يتضح من خلال التعاريف السابقة لنظرية الكفاءة أنه في ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة العادلة للورقة المالية، وهو ما يضمن تغييرا فوريا في السعر. وبالتالي لن تتاح لأي مستثمر معلومات خاصة من شأنها أن تمنحه فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب المستثمرين الآخرين. وعليه، فمضمون كفاءة السوق تؤكد مفهوم الكفاءة الكاملة، حيث تثير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل، إذ يرى البعض بأنه لكي يكون السوق كفئا لا بد أن يوجد عدد لا بأس به من المستثمرين الذين يعتقدون في أن السوق الكفاء<sup>39</sup>. ولكي تتحقق الكفاءة الكاملة ينبغي توافر الشروط التالية:

- المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين وبدون أي تكلفة، مما يؤدي إلى تماثل توقعات المستثمرين نتيجة تماثل معلوماتهم؛
- أن لا تكون هناك أي قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات، ضرائب وغيرها؛
- ينبغي تواجد عدد كبير من المستثمرين، وبالتالي فإن قرارات أو تصرفات أي واحد منهم لا تؤثر على الأسعار؛
- المتعاملين يتصرفون بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة.

بالنظر إلى هذه الشروط يتضح أنه من الصعب أن تتوافر في أسواق الأوراق المالية الكفاءة الكاملة لصعوبة تحقق هذه الشروط دفعة واحدة. ففي الواقع العملي تتواجد تكاليف المعاملات كما توجد ضرائب تؤثر على تعاملات السوق، إضافة إلى اختلاف الإمكانيات المادية والأهداف الخاصة بالمتعاملين والمستثمرين وقدرتهم على سرعة تفسير المعلومات الواردة، وبالتالي فإن الكفاءة التامة لا تتحقق، وعندها يمكن قبول الكفاءة الاقتصادية، حيث يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، وهذا ما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته السوقية لبعض الوقت، والشكل التالي يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة والاقتصادية ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات:

<sup>39</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 281.

الشكل (1-6) : التغير في ظل الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة



المصدر: فؤاد التميمي، عزمي سلام، مرجع سابق، ص 137

## 2- الدور المباشر وغير المباشر للسوق المالي الكفاء

يؤدي سوق الأوراق المالية دورين أساسيين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر

### 1-2- الدور المباشر للسوق المالي الكفاء

إن المستثمر الذي يقوم بشراء أسهم شركات ما يقوم بهذا الشراء من أجل تحقيق عوائد في المستقبل وكما زادت هذه العوائد زاد الطلب على هذه الشركة مما يعطي الشركة فرصة تستطيع أن تزيد من رأسمالها عن طريق إصدار أسهم جديدة وتسويقها بسرعة بأسعار مناسبة وبكلفة قليلة<sup>40</sup>.

### 2-2- الدور غير المباشر للسوق المالي الكفاء

إن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركات يعد بمثابة مؤشر أمان بالنسبة للمقرضين، مما يعني زيادة الموارد المالية للشركات من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، وعادة ما يكون ذلك بسعر فائدة معقول، وفي الجهة المقابلة الشركات التي لا تتوفر لها فرصة مواتية للاستثمار قد تواجه صعوبة في إصدار وتصريف الأسهم، وحتى إن تم ذلك فيكون بتكلفة عالية، وعند اللجوء إلى الاقتراض فسوف يكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع<sup>41</sup>.

<sup>40</sup> غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 152.

<sup>41</sup> منير هندي، مرجع سابق، ص 500.

### 3- متطلبات كفاءة السوق

تحقق سوق الأوراق المالية هدفها في التخصيص الكفء للموارد المتاحة وتوجيه الموارد إلى أكثر المجالات ربحية، و ذلك من خلال توافر سمتين أساسيتين لكفاءة السوق هما كفاءة التسعير، وكفاءة التشغيل.

#### أ- الكفاءة الخارجية

تسمى كذلك بكفاءة التسعير ويفصد بما أن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة<sup>42</sup>. وأن هذه الأسعار تمثل في أي وقت القيمة الحقيقية للسهم، إلى درجة أن الاستثمار في السوق يعد مباراة عادلة<sup>43</sup>، إذ للجميع فرصة لتحقيق أرباح اعتيادية، لذلك يطلق على هذه السمة بكفاءة التسعير.

لكن في واقع الأمر إن تحقيق عوائد غير عادية ممكنة وليست مستحيلة وذلك بسبب اختلاف خلفيات المستثمرين وقدرتهم على تحليل المعلومات وسرعة استثمار هذه المعلومات للحصول على نتائجها، فمنهم النشط ومنهم الكسول في ذلك، كما يمكن أن تتسرب بعض المعلومات إلى عدد محدود من المستثمرين، فتكون الفرصة متاحة في تحقيق أرباح غير اعتيادية.

#### ب- الكفاءة الداخلية

ترتبط هذه السمة بتكلفة المعاملات، لذا يطلق عليها بكفاءة التشغيل، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق معدل أو هامش ربح مغال فيه<sup>44</sup>. من هنا يتضح أن كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير مرتبطان ارتباط مباشر فإحدهما مكمل للآخرى وخصوصاً كفاءة التسعير فهي تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

42 ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص 10.

43 محمود الداغر، مرجع سابق، ص 287.

44 منير هندي، مرجع سابق، ص 502.

هناك أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها:<sup>45</sup>

- السماح للشركات أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه. وقد أستخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية، حيث صدر تشريع في أول ماي 1975 يسمح بموجبه للشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه في مقابل خلق سوق للأوراق المالية.
- جعل عمولة الشراء محلا للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق.
- القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب والعرض.

#### 4- المعلومات وأهميتها في سوق الأوراق المالية

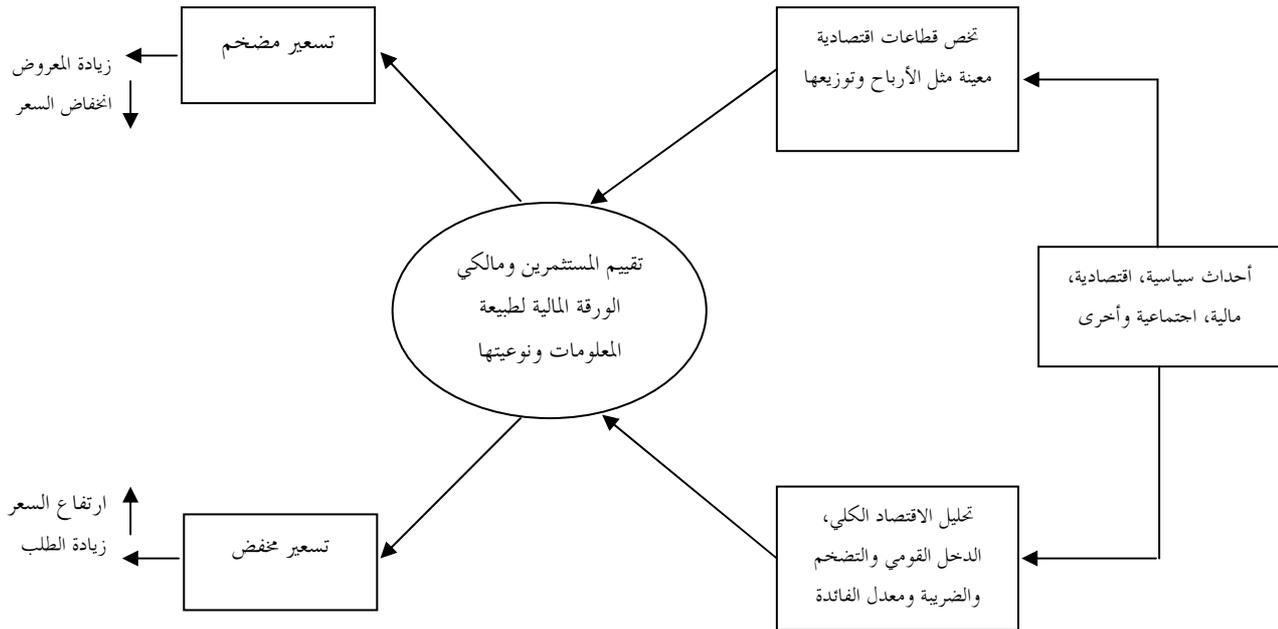
تعد المعلومات من أهم المقومات السائدة لنجاح وتطور أسواق الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفاء للموارد، كما تستخدم من قبل المستثمرين في اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني.

كما توفر المعلومات القدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطر معينة لورقة أو محفظة استثمارية، وتمكن المستثمر من تحديد القيمة المحورية أساس القرار الاستثماري، لكن كون المعلومات متاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أن قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين. ولكن في الأمد الطويل لا بد أن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقرب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية<sup>46</sup>. ويوضح الشكل الموالي أهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سلوك المستثمرين وحملة الأوراق المالية عند تسعير الورقة المالية:

<sup>45</sup> عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 60.

<sup>46</sup> محمود الداغر، مرجع سابق، ص 277.

شكل (1-7) : المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية



المصدر: فؤاد التميمي، عزمي سلام، مرجع سابق، ص 133.

- يتضح مما سبق أن الكفاءة في سوق الأوراق المالية سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على الآتي:
- توفير القدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
  - ينبغي توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركات التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الوضع المالي للشركات ذاتها.
  - يجب أن تتواجد أنواع مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة به بما يلي احتياجات المستثمرين.

### المطلب الثالث: المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر كفاءة السوق المالي مفهوما نسبيا وليس مطلقا، حيث تعكس كفاءة سوق الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وبالتالي أسعار السوق تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الواردة مما يستحيل معه تحقيق أرباح غير اعتيادية. وباعتبار الكفاءة الكاملة في السوق المالي تكاد تكون مستحيلة، وفي المقابل يمكن أن ينفرد بعض المستثمرين بمعلومات خاصة مما يمكنهم من تحقيق أرباح غير

اعتيادية، ومن هنا تتباين الكفاءة وتتخذ عدة مستويات بناء على المعلومات المتاحة حيث تظهر ثلاث صيغ أو مستويات لكفاءة السوق وهي:

- المستوى الضعيف لكفاءة السوق
- المستوى شبه القوي لكفاءة السوق
- المستوى القوي لكفاءة السوق

## 1- المستوى الضعيف لكفاءة السوق

بموجب هذه الصيغة فإن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية مثل حجم الصفقات السابقة أو حركة الأسهم للأيام أو الأسابيع أو الأشهر الماضية. وتكون حركة الأسعار في المستقبل مستقلة تماما عن المتغيرات التي حدثت في الماضي، أي أن التغيرات السريعة المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط<sup>47</sup>، وبالتالي وفي ظل هذا الوضع لا يستطيع المستثمرين تحقيق عوائد استثنائية. وفي ظل المستوى الضعيف للكفاءة تكون الاختلافات واسعة بين السعر السوقي للسهم وقيمه الحقيقية.

لقد اختبرت الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق من خلال العديد من المداخل لتقييم حركة الأسعار العشوائية، والتأكد من مدى ارتباط أسعار الأوراق المالية بالمعلومات الماضية والتي منها اختبار الأنماط وسلسلة الارتباط وقواعد التصفية، واستخدمت العديد من الدراسات هذه الاختبارات وأكدت صحة فرضيات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

## 2- المستوى شبه القوي لكفاءة السوق

تفترض هذه الصيغة بأن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات بما في ذلك المعلومات العامة (تقارير سنوية، إعلانات عن الأرباح، توزيعات الأسهم المجانية.. إلخ)<sup>48</sup>. لذلك وفي ظل هذا المستوى من الكفاءة فإن المستثمرين يستخدمون ما يتاح من معلومات للتقويم ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية<sup>49</sup>، غير أن استجابة أسعار الأسهم بما هو متاح في بداية الأمر قد لا تكون صحيحة، لأنها مبنية على

<sup>47</sup> غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 150.

<sup>48</sup> Abdelfettah Bouri, Gestion Financier, Reliur d'art, Tunisia, 2007, p 254.

<sup>49</sup> محمود الداغر، مرجع سابق، ص 284.

وجهة نظر أولية بشأن هذه المعلومات، إلا أنه يمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثرها على أسعار الأسهم وهذا ما تم توضيحه سابقا عند الحديث عن الكفاءة الاقتصادية للسوق.

يتفق هذا الفرض كثيرا مع فكرة مدرسة التحليل الأساسي الذي يهتم بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية على المستوى العالمي ومستوى الاقتصاد الوطني ومستوى الصناعة وأخيرا على مستوى الوحدة الاقتصادية بهدف تحديد العائد والمخاطر المصاحبة للاستثمار في سهم معين<sup>50</sup>. ولقد اختبرت الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق بوسائل وطرق غير مباشرة، تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات واشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة، وحجم التعامل على الأسهم، وتعتبر المعلومات المحاسبية وإلى غير ذلك، من المعلومات التي تتاح للجميع دون استثناء وتبقى الفرصة متاحة فقط لمن يمتلك معلومات خاصة لتحقيق أرباح غير عادية.

### 3- المستوى القوي لكفاءة السوق

تقتضي هذه الصيغة بأن أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة والمعلومات المميزة أو السرية (*privilégiée*)، وبالتالي يستحيل لأي مستثمر في هذه الحالة أن يحقق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين<sup>51</sup>. غير أنه في الواقع العملي لا يمكن أن تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق هذه الصيغة من الكفاءة، حيث يمكن أن ينفرد كبار الموظفين والمساهمين بمعلومات سرية عن الشركة قبل إعلانها بشكل رسمي، مما يمنحهم الأفضلية في تحقيق أرباح غير عادية قبل باقي المتعاملين.

ويمكن اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منها على تحليل المعلومات الخاصة وهما:<sup>52</sup>

أ- العاملين بالشركة

يملك بعض العاملين بالشركات ميزة معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين، لذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية للتثبيت عن مدى قدرتهم على تحقيق أرباح غير

<sup>50</sup> وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 62.

<sup>51</sup> Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen, Principes de Gestion Financière, Pearson, Paris, 2006, P 375.

<sup>52</sup> منير هندي، مرجع سابق، ص 511

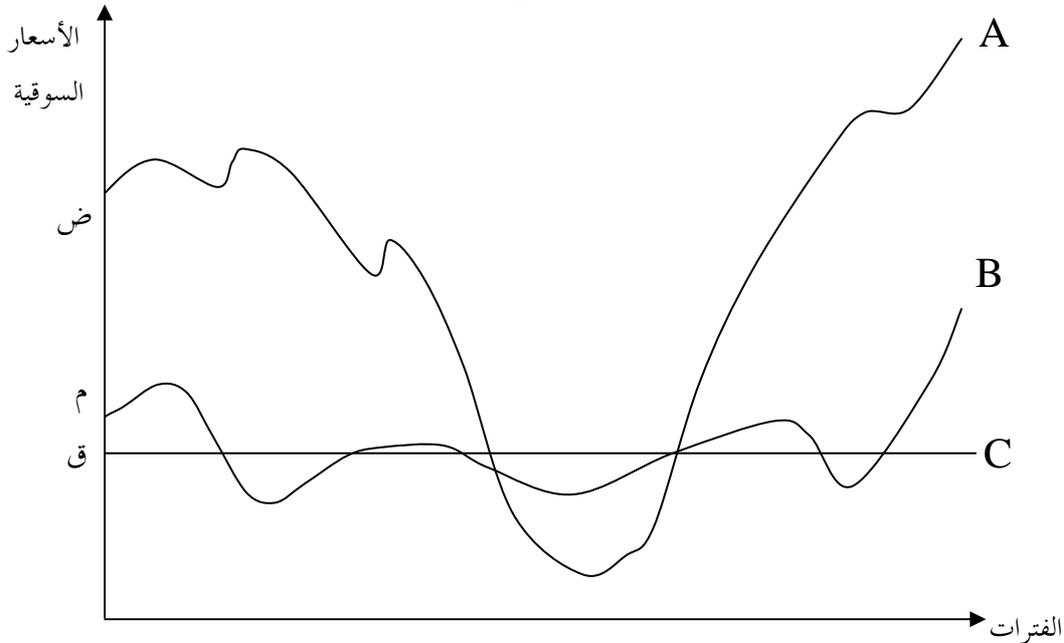
عادية، ومن ثم مدى صحة الفرض القوي للكفاءة من عدمه. وقد أيدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرض السوق الكفاء في شكله القوي.

#### ب- المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية

تمتلك المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة كما تتميز بالقدرة على استخدام أدوات التحليل المالي ومن ثم القدرة على التوقع باتجاهات السوق، وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي.

يتضح من خلال المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، أن هناك خلاف على حقيقة الصيغة القوية والشبه القوية للكفاءة، وأن الصيغة الضعيفة تحظى بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وعموم المتعاملين في السوق بحيث يصعب على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تحليل حركة الأسعار الماضية. ويوضح الشكل الموالي الفروض الثلاثة الخاصة بدرجة كفاءة سوق الأوراق المالية:

الشكل (1-8) : العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق الأوراق المالية



المصدر: وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 65.

يتضح من الشكل وعند المنحنى A الاختلاف الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية، ليعكس الشكل الضعيف لكفاءة السوق، في حين المنحنى B يوضح وجود فروقات صغيرة بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية ليعكس المستوى شبه القوي لكفاءة السوق، بينما يمثل المنحنى C السعر الورقي ويعكس المستوى القوي للكفاءة حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أي فروقات أو اختلافات.

### المطلب الرابع: سيولة سوق الأوراق المالية

تمتاز أسواق الأوراق المالية بدرجة معينة من السيولة والتي تختلف من سوق لأخرى نتيجة تفاوت درجة وعمق ومدى اتساع هذه السوق. وعليه، وقصد التعرف أكثر على السيولة وعلاقتها بكفاءة السوق يتم التعرض في هذا المطلب إلى العناصر التالية:

- مفهوم السيولة وخصائصها
- أساليب توفير السيولة للأوراق المالية
- طبيعة العلاقة بين السيولة وكفاءة السوق
- اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة

#### 1- مفهوم السيولة وخصائصها

يقصد بالسيولة سهولة تسويق الأوراق المالية أي إمكانية شرائها وبيعها بسرعة وبسعر عادل يقترب كثيرا من السعر الذي نفذت به آخر عملية على الورقة المالية ذاتها مع بقاء العوامل المؤثرة على تحديد الأسعار ثابتة<sup>53</sup>. وتجدر الإشارة إلى أن سيولة الأوراق المالية تكتسي أهمية بالغة سواء بالنسبة للمستثمر أو بالنسبة للجهة المصدرة لهذه الأوراق<sup>54</sup>، حيث يؤدي ارتفاع سيولة الورقة المالية إلى زيادة إقبال المستثمرين على تداول مثل هذه الأوراق، وبالتالي زيادة حصيلة الإصدار. كما أن اعتماد المؤسسة على حقوق الملكية كأسلوب في التمويل طويل الأجل يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة نتيجة السيولة العالية لأوراقها.

<sup>53</sup> محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتورا دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر 1999، ص 213.

<sup>54</sup> الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، المدرجة العليا للتجارة، الجزائر، 2005-2006، ص 283.

هناك عدة خصائص التي إن توفرت في السوق تسمح للورقة المالية من أن تسوق بسهولة ويسر وبجد أدنى من التقلب في قيمتها السوقية وتمثل هذه الخصائص في الآتي:<sup>55</sup>

أ- عمق السوق: يقصد بعمق السوق أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المالية، ونتيجة لهذا التعامل النشط بيعا وشراء فإن أي خلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة يؤدي إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، وهو ما يعني ضالة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت، وعلى العكس من ذلك فإن السوق غير العميقة تتصف بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، ومن ثم فإن الخلل في التوازن بين العرض والطلب يؤدي إلى تغيرات كبيرة في الأسعار، ولا شك أن من أهم متطلبات السوق العميقة وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين، حيث يساعد ذلك في تنفيذ أوامر البيع والشراء بسرعة مما يخلق حالة من استمرارية التعامل.

ب- اتساع السوق: تكون السوق متسعة عندما يكون هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية بما يحقق استقرار نسبيا في سعرها ويقلل بالتالي من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية. وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل القرار، كما يتوقع أن يقبل صانع السوق هامش صغير بحيث يعوض ذلك في ارتفاع معدل دوران الورقة المالية.

ت- سرعة استجابة السوق: يقصد بسرعة استجابة السوق أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال تغير طفيف في الأسعار، وهو ما يؤدي إلى ضالة الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة، وتتطلب خاصية سرعة الاستجابة توفر وسائل اتصال فعالة تربط المتعاملين.

## 2- أساليب توفير السيولة للورقة المالية

ثمة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات والتي أهمها:<sup>56</sup>

أ- طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلا من الطرح الخاص لها: حيث يتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للسهم بالسوق ويسهم في رفع سيولة السهم.

<sup>55</sup> منير هندي، مرجع سابق، ص 534-535.

<sup>56</sup> وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 66-67.

ب- تسجيل الأوراق المالية في السوق: إن من شأن ذلك أن يساعد المستثمرين باستمرار من الحصول على معلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلاً عن توفير معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المسجلة مقارنة بغيرها.

ت- إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة: من شأن ذلك أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز سيولة هذه الأوراق، مما يؤدي إلى تزايد الإقبال على هذه الأوراق ومن ثم زيادة معدل دورانها.

### 3- طبيعة العلاقة بين السيولة وكفاءة السوق

من المفيد جدا التأكيد على أن هناك نوعين من التغيرات السعرية، أولهما تغيرات عارضة تحدث إختلالات ظرفية في التوازن بين العرض والطلب مردها إلى تصرفات المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم أي معلومات، ويتعاملون بناء على أحاسيسهم الشخصية، ويطلق على أولئك فريق الضوضاء، أما الثاني فهي تغيرات يحدثها فريق المعلومات حيث تحصل تلك التغيرات مع وصول معلومات جديدة إلى السوق وتحرك الأسعار حينها إلى مستوى جديد بالارتفاع إذا كانت الأخبار تافؤلية، وتتجه نحو الانخفاض إذا كانت الأنباء الواردة غير سارة<sup>57</sup>.

تأسيسا على طبيعة التغيرات السعرية التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية يمكن بحث العلاقة بين مفهوم الكفاءة والسيولة، ففي ظل التغيرات السعرية العارضة ينسجم مفهوم الكفاءة والسيولة، فالتغيرات التي يحدثها فريق الضوضاء لا تقوم على أساس من المعلومات وبالتالي تكون في أضيق نطاق وقد لا تحدث على الإطلاق، وهو ما يتفق ومفهوم الكفاءة للسوق كما ينسجم مع متطلبات السوق<sup>58</sup>.

وعلى خلاف ما سبق، فإن التعارض يبدو واضحا بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، إذ أن أحد المتطلبات الضرورية للسيولة هو توفير سمة انتظام الأسعار أو استقرارها، وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، بل ستتحرك تدريجيا في هذا الطريق، الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة، حيث لن تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة

<sup>57</sup> محمد براق، مرجع سابق، ص 223.

<sup>58</sup> منير هندي، مرجع سابق، ص 559.

بالسرعة المطلوبة، الأمر الذي يفتح المجال أمام بعض المستثمرين من التفرد في تحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر<sup>59</sup>.

#### 4- اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة

رغم التناقض الواضح في كثير من الحالات بين السيولة والكفاءة إلا أنه يمكن التوفيق بينهما، وقد برزت اتجاهات عديدة في الأسواق الأمريكية لتحسين الكفاءة والسيولة معا باستخدام أساليب عدة أهمها:<sup>60</sup>

أ- ترك حرية تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل والسمسار:

تسمح هذه الطريقة بتخفيض تكلفة المعاملات بشكل يسهم في توسيع وعميق السوق ومن ثم مستوى السيولة به. ومن ناحية أخرى يؤدي تخفيض تكاليف المعاملات إلى توافر أحد المتطلبات التي تستلزمها الكفاءة الكاملة للسوق.

ب- استخدام الأدوات المالية المستحدثة

يؤدي استخدام الأدوات المالية المستحدثة في الأسواق في مجال التداول إلى تخفيض تكلفة المعاملات، الأمر الذي ينعكس بالاتجاه على كفاءة وسيولة السوق.

ت- ربط الأسواق بشبكة اتصالات متطورة

حيث تسعى معظم الدول إلى توحيد كافة أسواق الأوراق المالية (المنظمة وغير المنظمة) في سوق قومي واحد وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات إلكترونية متطورة من شأنها أن تزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة.

<sup>59</sup> الجودي صاطوري، مرجع سابق ص 290.

<sup>60</sup> وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 69.

الفصل الثاني:

العولمة و أثرها على أسواق الأوراق المالية

أصبحت العولمة اليوم من أبرز مظاهر التطور على الصعيد العالمي وذلك على الجميع المستويات، الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية، الثقافية، والتكنولوجية، وقد ساهمت عوامل عديدة في رسوخ هذه الظاهرة بشكل ملفت للانتباه كالتقدم التكنولوجي وما نجم عنه من سرعة وانخفاض في تكلفة النقل والاتصالات، وإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود وتحرير الأسواق المالية واندماجها وانتهاج عمليات الخصخصة، وقد نجم عن العولمة الكثير من المخاطر والتحديات، وشهد العالم العديد من الأزمات المالية وانهارت أكبر البورصات العالمية على مدار القرن العشرين.

نحاول من خلال هذا الفصل إعطاء صورة عن العولمة وأهم آثارها على أسواق الأوراق المالية، حيث نتناول في المبحث الأول عولمة أسواق الأوراق المالية، وفيه نتعرض لتحديد مفهوم العولمة وتجلياتها والسياق التاريخي لهذه الظاهرة وكذا العوامل والأسباب التي أدت إلى ظهورها، ثم نتعرض وفي نفس المبحث إلى منافع العولمة المالية ومخاطرها وإلى مؤشر العولمة وانعكاساته على أسواق الأوراق المالية، بينما يتم تناول في المبحث الثاني إلى أهم أزمات الأسواق المالية العالمية، بداية بأزمة الكساد الكبير مروراً بأزمة البورصات في الولايات المتحدة والأزمة الآسيوية، وأخيراً الأزمة البورصية بداية القرن الحالي.

## المبحث الأول: عملة أسواق الأوراق المالية وانعكاساتها

نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى ماهية العملة من خلال تحديد مفهوم العملة وعرض السياق التاريخي لها، بالإضافة إلى التجليات المختلفة لظاهرة العملة ومختلف أهدافها، كما يتم التطرق إلى مفهوم العملة المالية ومظاهرها وكذا عمليات التحرير المالي التي أدت إلى اندماج أسواق الأوراق المالية و أخيرا مؤشر العملة و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية، لذلك يتم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- العملة نظرة شاملة
- العملة المالية
- التحرير المالي وعوامل اندماج أسواق الأوراق المالية
- مؤشر العملة وانعكاساته على أسواق الأوراق المالية

### المطلب الأول: العملة -نظرة شاملة-

شهدت العقود الأخيرة من القرن الماضي - القرن العشرين- العديد من التغيرات السريعة والمتلاحقة، كالتطور الكبير في مجالي الاتصال والمواصلات وتطور وسائل الإنتاج وزيادة دور الشركات المتعددة الجنسيات وظهور تكتلات إقليمية عملاقة، حيث نتج عن كل هذه التغيرات في النظام الاقتصادي العالمي ظهور مفهوم جديد هو ظاهرة العملة<sup>1</sup> والذي يصعب تحديده لسعة نطاقه وتشعب مجالاته لا سيما في جانبه الاقتصادي الذي يشمل العديد من القطاعات سواء الإنتاجية أو التكنولوجية أو المالية.

### 1- تعريف العملة

إنه لمن الصعوبة بمكان تحديد وصياغة تعريف دقيق ومحدد للعملة، ويرجع ذلك إلى تعدد الآراء والوجهات حول هذا المفهوم، وإلى اختلاف فهم هذه الظاهرة ومسبباتها ونتائجها واتجاهات الباحثين وأيديولوجياتهم، فهناك من يعتبرها بأنها ظاهرة إيجابية، بينما يعتبرها البعض الآخر "ظاهرة سلبية وأنها أحد أشكال الهيمنة الرأسمالية وتتماشى مع طبيعتها"<sup>2</sup>، وبالرغم من كل هذا الغموض الذي يكتنف جوهر العملة

<sup>1</sup> Sylvain Allemend, Jean- Claude Ruano-borbalan, La mondialisation, la cavalier bleu, 3<sup>eme</sup> éditions, paris 2008, p 13.

<sup>2</sup> Bertand Blancheton, histoire de la mondialisation, Ed. de Boeck, Bruxelles, 2008, p 6.

وتفاصيلها الدقيقة لم يمنع أدبيات هذا المفهوم من تحديد الخطوط الرئيسية، وأهم الملامح المرتبطة بهذا المصطلح، ولذا نحاول تقديم جملة من التعريفات قصد الوقوف عند المدلول اللغوي والاصطلاحي للعولمة.

تعني العولمة في دلالتها اللغوية جعل الشيء عالميا. بمعنى جعل العالم كله وكأنه في منظومة واحدة متكاملة، وهذا هو المعنى الذي حدده المفكرون باللغات الأوروبية للعولمة (Globalisation) في الإنجليزية و(Mondialisation) بالفرنسية<sup>3</sup>، وقد ظهر هذا المصطلح الجديد مع بداية النصف الثاني من القرن العشرين نتيجة زيادة حركة رؤوس الأموال وترابط الأسواق المالية<sup>4</sup>.

ويشير مصطلح العولمة إلى "عملية تعميق الاعتماد المتبادل (Interdépendance) بين الفاعلين في الاقتصاد العالمي، بحيث تزداد نسبة المشاركة في التبادل الدولي والعلاقات الاقتصادية الدولية لهؤلاء من حيث المستوى والحجم والوزن في مجالات متعددة وأهمها السلع والخدمات وعناصر الإنتاج، مما يترتب عليه زيادة عملية التبادل التجاري الدولي لتشكّل نسبة هامة من النشاط الاقتصادي الكلي وتكون أشكالا جديدة للعلاقات الاقتصادية الدولية في الاقتصاد العالمي"<sup>5</sup>.

يتضح من خلال هذا التعريف بأن العولمة هي عملية قائمة على تعميق الاعتماد المتبادل، بحيث يصبح الاقتصاد العالمي كأنه سوق واحد تزداد فيه نسبة المشاركة في التجارة العالمية على أساس إعادة النظر في مبدأ التخصص وتقسيم العمل الدولي، بحيث يصبح الفاعلون هنا وبالدرجة الأولى الشركات المتعددة الجنسيات حيث يتم حوالي 50% من التجارة العالمية عبر تلك الشركات العملاقة.

كما يمكن اعتبار العولمة بأنها "وصول نمط الإنتاج الرأسمالي عند منتصف القرن العشرين تقريبا إلى نقطة الانتقال من عالمية دائرة الإنتاج وإعادة الإنتاج ذاتها، أي أن ظاهرة العولمة التي تشدها هي بداية عولمة الإنتاج والرأسمال الإنتاجي وقوى الإنتاج الرأسمالية، وبالتالي علاقات الإنتاج الرأسمالية أيضا، ونشرها في كل مكان مناسب وملائم خارج مجتمعات المركز الأصلي، وعليه فالعولمة بهذا المعنى هي رسملة العالم على مستوى العمق بعد أن كانت رسملته على مستوى سطح النمط ومظاهره"<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Vincent Baudrand, Gérard-Marie Henry, Comprendre la Mondialisation, Studyrara Perspectives. France 2006. P 13.

<sup>4</sup> Jacques Audinet, Le Visage de la Mondialisation: du Multiculturalisme au Métissage, les édition de l'atelier, paris 2007, p 07.

<sup>5</sup> شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 16.

<sup>6</sup> مصطفى العبد الله الكفري، عولمة الاقتصاد والتحول لاقتصاد السوق في الدول العربية، منشورات اتحاد الكتاب العرب، دمشق 2008، ص 80.

ويعرف صندوق النقد الدولي العولمة في تقرير أعده سنة 1997 العولمة بأنها "تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم بوسائل منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود والتدفقات الرأسمالية الدولية، وذلك من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا"<sup>7</sup>.

وعليه بعد التطرق لمختلف المفاهيم المطروحة للعولمة والتي هي متنوعة وعديدة، نلاحظ أن مجملها تكاد تكون المكونات الأساسية لتعريف واحد شامل للعولمة فهي تجمع بين جنباتها كونها تمثل حقبة تاريخية وهي تجليات لظواهر اقتصادية وهي أخيرا ثورة تكنولوجية واجتماعية.

## 2- التطور التاريخي للعولمة

يمكن اعتبار العولمة بأنها نتاج مراحل من الزمن والتي تطور فيها مفهوم العولمة وانتشر عبر أفراد المجتمع الدولي، وهو ما يؤكد بأن للعولمة تاريخا قديما. ولقد أصبح مفهوم العولمة أحد المفاهيم الأساسية لتحليل المعالم الرئيسية لها، والتي تتمثل في الجانب الاقتصادي والسياسي والجانب الثقافي إضافة إلى الجانب الاجتماعي ولعل مما جعل العولمة تغرس آثارها في هذه الفترة التاريخية التي يمر بها العالم هو انتشار وتعميق مفاهيم وآثار الثورة التقنية والتكنولوجية من جهة، ومن جهة أخرى التطورات الكبرى التي حدثت في مجال الاتصال التي أحدثت توسع في العالم من خلال تطورات الأقمار الصناعية والجوانب الالكترونية وبروز شبكة الانترنت بكل ما تحمله من مزايا للإنسان وما تقدمه له كوسيلة اتصال عبر كامل أنحاء العالم<sup>8</sup>.

وعند معرفة النشأة التاريخية للعولمة وتطورها ينطلق رونالد برستون من فرضية أساسية مفادها ارتباط ظاهرة العولمة بظاهرة الدولة القومية الموحدة، وبالتالي يعتبر أن نقطة البداية تتمثل في ظهور الدول القومية كحلقة فاصلة في تاريخ المجتمعات المعاصرة، وهذا كون أن قومية الدولة تتمثل في تجانس مجموعة من العوامل منها التجانس الثقافي، ومن جهة أخرى فإن انتشار المجتمعات القومية في القرن العشرين هو فعل من أفعال العولمة كما أن فكرة المجتمع القومي شرط ضروري لتعجيل العولمة التي ظهرت منذ قرن من الزمن.

وبناء على ما سبق من اعتبارات حاول روبرستون صياغة نموذج من خلال التطور الزمني التاريخي والذي أوصلنا إلى الوقت الراهن بتقسيمه إلى خمسة مراحل يمكن سردها فيما يلي:<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Benfreha nor-eddine, les multinationales et le mondialisation enjeux et perspectives pour l'algérie, édition dahlab, alger 1999, p 49.

<sup>8</sup> قدي عبد المجيد، مقدم عبيرات، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد العربي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2002/01، ص 37.

<sup>9</sup> قدي، عبيرات، نفس المرجع السابق، ص 38.

- الفترة الجينينية: وقد بدأت هذه الفترة في أوروبا مع بداية القرن الخامس عشر وحتى منتصف القرن الثامن عشر، وتعتبر هذه الفترة مرحلة نمو المجتمعات القومية، وإضافة للقيود التي كانت سائدة في القرون الوسطى، كما تعمقت الأفكار الخاصة بالفرد والإنسانية، حيث بدأت فيها الجغرافيا الحديثة وشاع التقويم الغريغوري؛

- فترة النشوء: بدأت واستمرت في أوروبا من منتصف القرن الثامن عشر حتى عام 1870 وما بعده. وقد عرفت هذه الفترة تحول حاد في مفهوم الدولة المتجانسة الموحدة، وأخذت في هذا الشأن تتبلور المفاهيم الخاصة بالعلاقات الدولية، وبالأفراد باعتبارهم مواطنين لهم أو ضاع معينة داخل الدولة، وفي هذا الشأن زاد المفهوم الأكثر تحديدا للإنسانية، وزادت إلى حد كبير الاتفاقات الدولية، ونشأت المؤسسات الخاصة بتنظيم العلاقات والاتصالات بين الدول، وبدأت مشكلة قبول المجتمعات غير الأوروبية في المجتمع، وبدأ الاهتمام بموضوع القومية العالمية؛

- فترة الانطلاق: وتعتبر نهاية المرحلة الثانية وبداية للمرحلة الثالثة حيث بدأت عام 1870 واستمرت إلى غاية العشرينيات من القرن العشرين، وفيها ظهرت مفاهيم كونية، مثل "خط التطور الصحيح" و"المجتمع القومي المقبول"، كما نشأت مفاهيم تتعلق بالهويات القومية الفردية، وتم في هذه المرحلة إدماج عدد من المجتمعات غير الأوروبية في المجتمع الدولي، وبدأت عملية صياغة أفكار خاصة بالإنسانية "حقوق الإنسان" ومحاولات تطبيقها، كما حدث تطور كبير في عدد وسرعة الأشكال الكونية بالاتصال، ونشأت في هذه المرحلة الحرب العالمية الأولى وعصبة الأمم؛

- فترة الصراع من أجل الهيمنة: استمرت هذه المرحلة من العشرينيات حتى منتصف الستينات، حيث شهدت خلافات وحروب فكرية حول المفاهيم والمصطلحات الناشئة والمتعلقة بعملية العولمة، حيث بدأت مع مرحلة الانطلاق، كما شهدت هذه الفترة صراعات حول أشكال وصور الحياة المختلفة، وفيها تم التركيز على حقوق الإنسان نتيجة حوادث الحرب التي تم فيها استعمال القنبلة الذرية و بروز دور الأمم المتحدة؛

- المرحلة الخامسة: فترة عدم اليقين: بدأت هذه الفترة مع مطلع الستينات وأحدثت اتجاهات وأزمات في التسعينات، كما أدت إلى إدماج العالم الثالث في المجتمع العالمي، وتعمقت فيها القيم ما بعد المادية، كما شهدت المرحلة نهاية الحرب الباردة، وانتشار الأسلحة النووية، وتوسعت المؤسسات والحركات العالمية. وقد واجهت المجتمعات الإنسانية خلال هذه الفترة وما بعدها مشاكل عديدة منها تعدد الثقافات وتعدد السلالات داخل المجتمع الواحد، كما ظهرت الحقوق المدنية وأصبح النظام الدولي أكثر سيولة حيث أصبحت معظم

الشعوب تتغنى بها، خاصة فيما يتعلق بحماية الأقليات في إطار حقوق الإنسان، وانتهى النظام الثنائي القومية وأصبح المجتمع المدني العالمي يحظى باهتمام بالغ.

### 3- التجليات المختلفة لظاهرة العولمة

للعولمة تجليات متعددة وعناصر متنوعة ولا تقتصر على مجال دون آخر بل أصبحت تشمل جميع جوانب الحياة ولعل أهم أشكالها ما يلي:

#### أ- العولمة السياسية

يركز هذا النوع من العولمة على البعد السياسي، وذلك بالإشارة إلى قضايا سياسية عالمية جديدة ظهرت في الآونة الأخيرة كمتغيرات عالمية، وهي مرتبطة أشد الارتباط بالحالة الأحادية السائدة حاليا، ويمكن اعتبار العولمة السياسية بأنها "عملية تشكيل نظام دولي يتجه نحو التوحيد في قواعده، وقيمه، وأهدافه، مع زعمه العمل على إدماج مجموع البشرية ضمن إطاره"<sup>10</sup>. لذا فالعولمة السياسية تركز على مفهوم أرض بلا حدود والتي تعني الدعوة إلى اعتماد الديمقراطية والليبرالية السياسية وحقوق الإنسان والحريات الفردية، وبهذا فالعولمة السياسية تمثل نهاية الدولة الدائمة والشديدة الحضور (L'état omniprésent) وكذا نهاية الحدود والتكامل الفعلي للجغرافية السياسية.

#### ب- العولمة الثقافية

يهتم هذا النوع من العولمة بالبعد الثقافي للعولمة والذي يشير إلى بروز ثقافة واحدة تحاول السيطرة والهيمنة على غيرها من الثقافات عن طريق نشر مضمونها وأساليب تفكيرها بل وأساليب التعبير والتدوق وأنماط السلوك والنظر إلى الحياة في محاولة منها لكي تحل محل الثقافات الأخرى، وفي ضوء العولمة الثقافية تبرز الثقافة كسلعة عالمية تسوق كأبي سلعة أخرى. وفي هذا الجانب يمكن الإشارة إلى النقاط التالية في إطار التجليات الثقافية:<sup>11</sup>

- إن مظاهر القوة في المجتمع البشري المعولم تكمن في السيطرة على الفضاء، وهو ما يتطلب صناعة متطورة في مجال وسائل الطيران، والصواريخ والأقمار الصناعية؛
- إن المجتمع الصناعي في القرن العشرين تحول إلى مجتمع المعلومات؛

<sup>10</sup> قاسم حجاج، التنشئة السياسية في الجزائر في ظل العولمة بعض أعراض الأزمة ومستلزمات الانفراج، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 2003/02، ص 83.

<sup>11</sup> قدي، عبيرات، مرجع سابق، ص 39.

- إن الإنتاج الثقافي بمفهومه الواسع رياضة، موسيقى عالمية، سينما، المجلات والدوريات ذات الشهرة العالمية والرواج أصبح بأيدي كبار التجار أو أصحاب رؤوس الأموال الضخمة، وبالتالي أصبحت لديهم القدرة على توجيه الرأي العام العالمي وعلى تغيير الدهنيات، وإدخال ثقافات جديدة على مستوى الكرة الأرضية.

#### ت- العولمة الاقتصادية

يركز هذا المفهوم للعولمة على البعد الاقتصادي الذي يحتوي على مؤشرات واتجاهات ومؤسسات اقتصادية عالمية غير معهودة في السابق والتي تتمثل في:

- منظمة التجارة العالمية
- صندوق النقد العالمي
- التكتلات الاقتصادية
- البنك العالمي

تعتبر العولمة أساس مفهوم اقتصادي قبل أن تكون مفهوم علميا أو سياسيا أو ثقافيا أو اجتماعيا كما أن أكثر ما يتبادر في الذهن عند الحديث عن العولمة هو الظاهرة الاقتصادية، فكل المؤشرات تشير إلى أن العولمة الاقتصادية هي الأكثر اكتمالا، وهي توحى بأن العالم الذي تشكل من التسعينات أصبح عالما بلا حدود اقتصادية. وفي هذا الصدد، فالعولمة الاقتصادية تعني "بروز تقسيم عمل جديد للاقتصاد العالمي الذي لم يعد يخضع للرقابة التقليدية والذي لم يعد يؤمن بتدخل الدولة في نشاطاته وخاصة فيما يتعلق بانتقال السلع والخدمات ورأس المال، فالحديث عن العولمة يعني سيطرة نظام اقتصادي وهو الرأسمالية بحدود الكرة الأرضية"<sup>12</sup>.

#### المطلب الثاني: العولمة المالية

تعتبر العولمة المالية هي نتيجة لعملية مسار لتحرير القواعد التي تحكم أداء أسواق المال أو النشاط المالي بشكل عام. بما يقلل من دور الدولة من السيطرة على العمليات النقدية والمالية، بحيث:

*«la globalisation financière est également le résultat d'un processus de déréglementation qui assouplit les régissant le fonctionnement des marchés monétaires ou financiers et l'activité*

<sup>12</sup> بن منصور عبد الله، بخشي غوتي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كاختيار استراتيجي للتكيف مع مستجدات العولمة، المنتدى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسنية بن بوعلي- الشلف - الجزائر، يومي 17 و18 أبريل 2006، ص 1-2.

*des banques et des institutions financières qui y interviennent le contrôle des pouvoirs publics sur les opérations monétaires et financière internationales et nationales s'amointrit»<sup>13</sup>.*

لقد أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا حيث قفزت التدفقات المالية بين الأسواق المالية فقزة هائلة ويكفي للدلالة على ذلك أن نتبع مؤشرين هما:<sup>14</sup>

- المؤشر الأول والخاص بتطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة حيث تشير البيانات إلى أن الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول في عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وإلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام؛

- أما المؤشر الثاني والخاص بتطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، فإن الإحصاءات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 تريليون دولار أمريكي في عام 1995 وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام.

هناك جدل كبير بين الأكاديميين والتطبيقات حول تكاليف العولمة المالية ومنافعها إذ يعتبر بعض الاقتصاديين بأن تدفقات رأس المال مدمرة للاستقرار المالي العالمي، مما يؤدي إلى الدعوة لفرض ضوابط على رأس المال وقيود أخرى على التجارة في الأصول المالية في الأصول الدولية، ويرى آخرون أن الانفتاح المتزايد أمام تدفقات رأس المال، أثبتت عموما أنه ضروري بالنسبة للبلدان التي تسعى للارتقاء من مستوى البلدان ذات الدخل الأدنى إلى مستوى البلدان ذات الدخل المتوسط ويعتبر دعم للاستقرار في البلدان الصناعية. ولهذا الجدل أهمية كبيرة بالنسبة للسياسة الاقتصادية، خاصة وأن اقتصاديات كبيرة مثل الصين والهند اتخذت أخيرا خطوات لفتح حسابات رأس المال بها<sup>15</sup>.

يبين عدد متزايد من الدراسات أن الانفتاح المالي يمكن أن ينهض بتنمية القطاع المالي المحلي، ويفرض الانضباط على السياسات الاقتصادية الكلية، ويولد مكاسب في الكفاءة بين الشركات المحلية بتعريضها

<sup>13</sup> Serge d'agostino, Marc Montoussé, Alain Chaffel, Jean-Marc Huart, 100 Fiches Pour Comprendre la Mondialisation, Ed. Bréal, paris 2006, p 176.

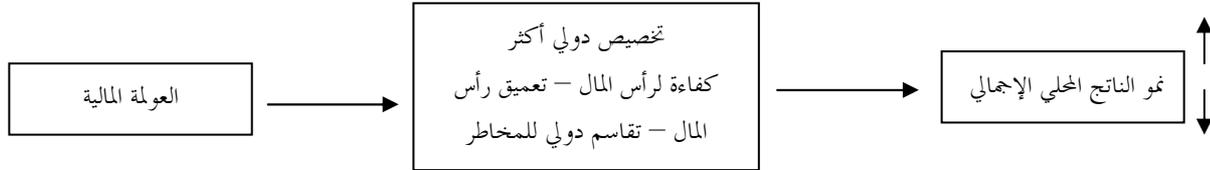
<sup>14</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004 ص 34.

<sup>15</sup> ايهان كوزى، إسوار براساد، كنيث روجوف، وشانج جن وي، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس 2007، ص 9.

للمنافسة من قبل الوافدين الأجانب، وينطلق العنان للقوى التي تؤدي إلى حوكمة أفضل للحكومات والشركات، ويمكن لهذه المنافع الإضافية أن تعزز الكفاءة، ومن ثم نمو إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج<sup>16</sup>. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

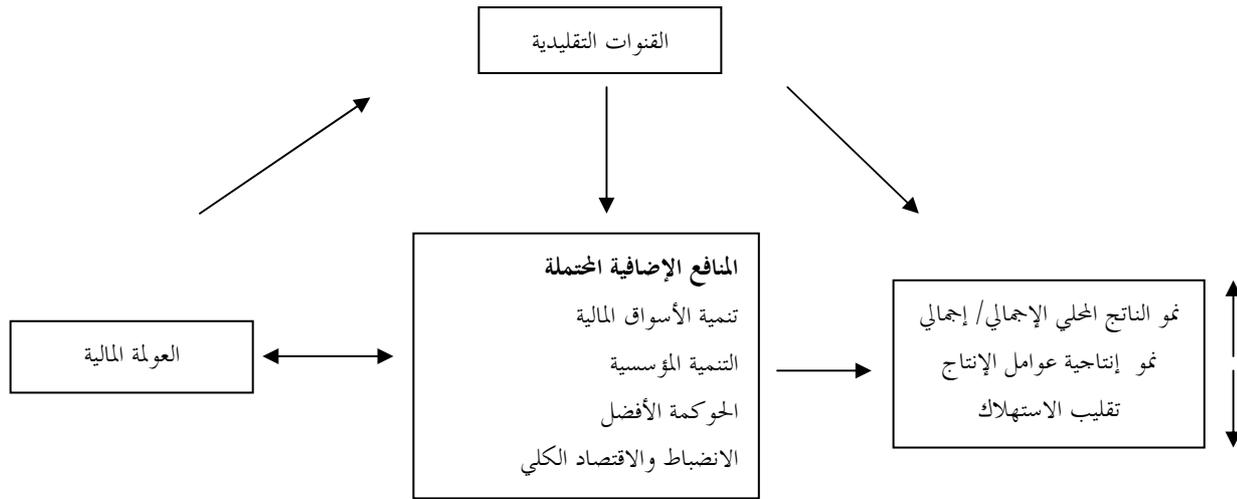
الشكل (2-1): منافع العملة المالية

وجهة النظر التقليدية



تركز وجهة النظر التقليدية على أهمية القنوات التي يمكن من خلالها لتدفقات رأس المال أن تزيد الناتج المحلي الإجمالي وتقلل تقلبات الاستهلاك

منظور مختلف



المصدر: ايهان كوزي، إسوار براساد، كنيث روجوف، وشانج جن وي، مرجع سابق، ص 12.

رغم منافع العملة المالية التي تعود على الاقتصاد العالمي، إلا أنها تحمل في طياتها العديد من المخاطر، فمدى العمولة المالية (*l'ampleur de la globalisation financière*) قد لا يتناسب مع تطور العالم، وبشكل أعم في الاقتصاد العالمي، فعلى سبيل المثال، عندما ترتفع أسعار الأسهم لا يعكس نشاط الشركات المدرجة بل عبارة عن فقاعة الأسعار<sup>17</sup>. وتؤثر العمولة المالية على الأنظمة النقدية والمالية من خلال عدم الاستقرار الناتج

<sup>16</sup> ايهان كوزي، إسوار براساد، كنيث روجوف، وشانج جن وي، مرجع سابق، ص 12.

<sup>17</sup> S d'agostino, M montoussé, A chaffel, J huart, Loc cit.

عن التذبذب المتزايد في مصادر التمويل وفقدان الدول لسيطرتها على سياستها النقدية والمالية<sup>18</sup>، كما يؤدي زيادة ارتباط الاقتصاديات ببعضها البعض إلى إمكانية انتقال عدوى الأزمات المالية بين الدول، إضافة إلى مخاطر المضاربة ومخاطر التقلبات المفاجئة لرأس المال.

### المطلب الثالث: التحرير المالي وعوامل اندماج أسواق الأوراق المالية

يعد التحرير المالي أحد معالم النظام المالي الجديد، وأهم ملامح التطورات الاقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين. وقد ارتبطت سياسات التحرير المالي ارتباطا وثيقا بهيمنة السياسات الليبرالية كسياسات اقتصادية عامة، وكذلك توجه نحو الاندماجات في الاقتصاد العالمي التي تشهدها غالبية الدول. ويشمل التحرير المالي كل ما يتعلق بتحرير أسواق صرف العملات، وقطاع التأمين والبنوك، وتحرير حركة رؤوس الأموال، وتحرير البورصات<sup>19</sup>.

تعتبر العملة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركات رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا<sup>20</sup>. ويمكن إدراج أهم العوامل التي أدت للعملة المالية وإلى اندماج أسواق الأوراق المالية في النقاط الآتية:

- تطور سوق العملة الأوروبية: وتضم سوق اليورو دولار، وسوق العملة الأوروبية الدولية وهي سوق للعملات خارج حدودها الوطنية ولا تخضع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية وقد ساعد على نمو سوق الأورو دولار، عجز ميزان المدفوعات الأمريكي في الستينات وما ترتب عليه من خروج الدولار من الولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى اتساع نشاط الشركات المتعددة الجنسيات، وقد ساعد في إعطاء دفعة قوية لسوق الأورو دولار الارتفاع الشديد في أسعار البترول بعد سنة 1973 وإيداع الدول النفطية لفوائدها في البنوك العالمية في هذا السوق<sup>21</sup>.

<sup>18</sup> أسماء دردور، نسرین بن زواي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العملة المالية، الملتقى العلمي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20 و21 أكتوبر 2009، ص 5.

<sup>19</sup> شذا جمال خطيب، مرجع سابق، ص 27.

<sup>20</sup> عبد المطلب عبد الحميد، العملة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق، ص 33.

<sup>21</sup> رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر 2005-2006، ص 132.

- التكنولوجيات الجديدة للمعلومات والاتصالات: ساهمت التكنولوجيات الجديدة للمعلومات والاتصالات السلوكية واللاسلكية مساهمة فعالة في تكامل الأسواق المالية ونشر تفاعلاتها (diffusion de leurs interactions)، مما أدى إلى زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر وتكثيف الروابط بين مختلف الأسواق المالية<sup>22</sup>.

- وجود الابتكارات المالية الحديثة: ارتبطت العملة المالية بظهور عدد من الأدوات المالية الحديثة التي أخذت تجتذب العديد من المستثمرين. فإلى جانب الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق المالية كالأسهم والسندات أصبح هناك المشتقات التي تتعامل مع المستقبل والتي من أدواتها المبادلات والمستقبلات والخيارات، والتي تطورت عبر الزمن بشكل سريع، وأزالت الكثير من العقبات أمام المستثمرين للتعامل في الأسواق المالية الدولية وبسرعة فائقة.

#### المطلب الرابع: مؤشر العملة وانعكاساتها على أسواق الأوراق المالية

نظرا للتطور السريع الذي شهدته العملة قام بعض الباحثين بوضع أداة لقياس هذه الظاهرة وانتشارها، سميت بمؤشر العملة، وقد بدأت كل من مجلة الشؤون الخارجية فورين افيررز ومجموعة أي تي كيرني الاستشارية في علوم الإدارة بإصدار مؤشر العملة منذ عام 2001 لقياس درجة التكامل والاندماج في الاقتصاد العالمي. وقد دخل في المؤشر 50 دولة ثم ارتفع العدد إلى 62 دولة للعامين التاليين منها دول صناعية ودول نامية تشكل في مجموعها 95% من حجم الاقتصاد العالمي. وقال معدو المؤشر إنه على الرغم من تدهور الأسواق المالية العالمية عام 2000 بانفجار ما يدعى بفقاعة أسهم شركات التكنولوجيا والأزمة التي شهدتها الأرجنتين وقبلها الأزمة المالية الآسيوية وتباطؤ النمو الاقتصادي، كل هذه العوامل لم تؤثر في إهماء تيار العملة أو تحدث نوعا من التفكك في اقتصاد العملة أو تضاعف الأثر البيئي السلبي للعملة عكس ما يصرح به بعض معارضي العملة<sup>23</sup>. ويمكن تلخيص مظاهر عملة أسواق الأوراق المالية في النقاط التالية:

- الترابط بين البورصات
- عملة الأسهم والسندات
- الدور المتزايد لتكنولوجيات المعلومات في عملة الأسواق المالية

<sup>22</sup> Lionel Monnier, Bernard Thiry, Mutations Structurelles et Intérêt Général, Ed .de Boeck, Paris 2007, P 105.

<sup>23</sup> نسيمة أو كيل، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر 2007-2008، ص 134.

## 1- الترابط بين البورصات

تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك، ويمكن الربط بين البورصات بأساليب وآليات مختلفة منها على سبيل المثال ما يلي:<sup>24</sup>

- الربط الحاسوبي للبورصات: يقتضي ذلك وجود شبكة من الحواسيب الالكترونية في البورصات يتم الربط بينها عن طريق الانترنت وشبكة الهاتف، ويمكن أيضا ربط تلك البورصات بشبكات معلومات دول أخرى بصفة مستمرة أو لعدد من الساعات اليومية، فمثلا توحد شبكات معلومات بريطانية يمكن الربط من خلالها بين بورصة لندن وبورصة باريس وفرانكفورت؛
- الربط بالوسطاء الماليين: ويمكن ربط البورصات بالوسطاء الماليين في حالة وجود عدد من ممثلي البورصات العالمية يسمح لهم بالتعامل في البورصات ومسجلين بها. وهم يلعبون دورا هاما في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة؛
- الربط بالشركات المالية العالمية: يمكن الربط بين البورصات الدولية بشكل غير مباشر عن طريق الشركات المالية العالمية ذات المكاتب والفروع في الدول والمراكز المالية؛
- الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: من خلال بناء محفظة الاستثمار الدولية ذات الأوراق المالية والعملات متعددة الجنسيات. وتعتمد الشركات المتعددة الجنسيات وشركات الاستثمار الدولية على هذا النموذج لتوفير المعلومات بصفة مستمرة عن الأوراق المالية وأسعار الصرف والمخاطر وتغيير مكونات محفظة الاستثمار لضمان أعلى عائد وأقل مخاطرة مشتركة؛
- الربط بالسياسات المالية: وذلك عن طريق توحيد السياسات المالية بين البورصات من حيث سياسات الاقتراض والإقراض المالية وسياسات الاستثمار وقوانين شركات المساهمة العامة وشروط تسجيل الأوراق المالية فيها؛

<sup>24</sup> فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، صص 172-174.

- الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع الهياكل التنظيمية بالبورصات الأخرى المستهدف الربط معها مما يعني أن جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق؛
- الربط المتكامل: ترتبط البورصات الأوروبية بأكثر من آلية من الآليات المذكورة أعلاه، حيث ترتبط بالحواسب الالكترونية والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح المالي والربط التنظيمي والتشريعي. وتستخدم الأقمار الصناعية في الاتصالات واستقبال المعلومات بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.

## 2- عولمة الأسهم والسندات

بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينات وبداية الثمانينات وكان الهدف من ذلك البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة، فاختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وآجال وشروط إصدار السندات كل ذلك خلق فرص كبيرة للمؤسسات بإصدارها سنداتها على المستوى الدولي بأحسن الأحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني. ولقد أدى ميل المستثمرين للأوراق القابلة للتفاوض إلى تمكين البنوك الدولية إلى قطع مرحلة جديدة تتمثل في الإصدار الدولي للأوراق المالية القابلة للمشاركة والأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق، وهذه المرحلة تم اجتيازها بتدشين سوق الأورو-أسهم، ويتم إصدار هذه الأسهم في السوق الدولية، ويمكن القول أن ميلاد سوق الأورو-أسهم كان متأخرا مقارنة بالسندات وسوق الصرف<sup>25</sup>.

## 3- الدور المتزايد لتكنولوجيات المعلومات في عولمة الأسواق المالية

لقد ساهمت التطورات الحاصلة في تكنولوجيات المعلومات مساهمة فعالة في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية وولدت توجه عالمي نحو الأسواق المالية، والتي أصبحت مرتبطة فيما بينها بوسائل جد متطورة مما أدى إلى زيادة رسملة البورصات العالمية وزيادة حجم التعامل في أسهمها، وتم التغلب على الحواجز المكانية والزمنية بين الأسواق العالمية، وانخفضت تكلفة الاتصالات المختلفة بدرجة كبيرة وأصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة، وهو الأمر الذي كان له الأثر البالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر.

<sup>25</sup> رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 139.

## المبحث الثاني: أزمات أسواق الأوراق المالية

لقد تعرضت الأسواق المالية العالمية على مر التطور الاقتصادي للعديد من الأزمات تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها أدت إلى تراجع الاقتصاد العالمي وإلى إفلاس العديد من المؤسسات الاقتصادية حول العالم ، وقبل التطرق لمختلف الأزمات البورصية في العالم نحاول من خلال من هذا المبحث الوقوف عند مختلف المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية وأنواعها المختلفة، وإلى الأسباب التي تؤدي إلى نشوءها، بالإضافة إلى أهم المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية، ومن ثم يتم معالجة في هذا المبحث النقاط التالية:

- مفهوم الأزمات المالية وأنواعها
- أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشارها
- المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية
- أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية

### المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية وأنواعها

يواجه أي اقتصاد في العالم أزمة مالية أو اقتصادية عندما يصطدم بعوامل تعيقه عن أداء وظائفه الإنتاجية أو الاستثمارية أو غيرها على النحو الطبيعي الذي يجب أن يكون عليه أو عندما تتفاعل مجموعة من العوامل التي تعيق الأسواق المالية والنقدية عن أداء مهامها في تجميع المدخرات من الوحدات الاقتصادية التي تحقق فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني عجز مالي بحيث تعمل السوق ومن ثم الاقتصاد في تناغم ويرتفع معدل الدخل وينعم المجتمع بمستويات أعلى من الرفاهية الاقتصادية. لذا يعرف البعض الأزمة الاقتصادية بأنها فترة انقطاع في مسار النمو الاقتصادي حيث ينخفض الإنتاج، وتقل معدلات الاستثمار وتزداد معدلات البطالة... الخ، وهو ما قد يحدث على مستوى أي دولة أو منطقة، وقد يحدث على مستوى العالم بأكمله. وبالتالي توصف الأزمة بأنها عالمية حيث يتسع ويتعمق نطاق تأثيرها وتأثرها.

وقد تطرق العديد من الكتاب والباحثين إلى تحديد مفهوم الأزمات المالية من وجهات نظر متعددة، فقد عرفت الأزمة المالية بأنها "التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة دول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار

الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية<sup>26</sup>.

يمكن التمييز بين مجموعة عريضة من أشكال الأزمات المالية، حيث توجد أزمات العملة وأسعار الصرف، والأزمات المصرفية، وأزمات الأسواق المالية وذلك وفق ما يلي:<sup>27</sup>

أ- الأزمة المصرفية: تحدث الأزمة المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في الطلب على سحب الودائع، فيما أن البنك يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض والتشغيل، ويحتفظ بنسبة محددة من هذه الودائع لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة، ويواجه البنك أزمة مصرفية حقيقية عندما يواجه هذا الارتفاع المفاجئ والتزايد الكبير في الطلب على سحب الودائع والتي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى البنوك الأخرى فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية.

وليس بالضرورة أن تكون الأزمة المصرفية هي أزمة سيولة، فهذه الأزمة قد تكون أزمة ائتمان وتحدث هذه الأزمة عندما تتمتع البنوك عن إعطاء القروض ومنحها للزبائن رغم توافر الودائع لديها خوفا من عدم القدرة على تلبية طلبات السحب، وبالتالي تحدث أزمة في الإقراض.

ب- أزمات العملة وأسعار الصرف: تنجم هذه الأزمة عن حدوث تغيرات سريعة وكبيرة في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضا بأزمة ميزان المدفوعات. وتحدث هذه الأزمة عندما تقوم السلطات النقدية باتخاذ قرارات تقضي بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي قد تؤدي لانخفاض سعر تلك العملة.

ت- أزمة أسواق المال: تحدث أزمة أسواق المال عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعا يفوق القيمة العادلة لهذه الأصول وبصورة غير مبررة، وهذا الارتفاع يعرف بظاهرة الفقاعة (*Bubble*)، ويحدث هذا الارتفاع غير العادل في أسعار الأصول عندما يكون الدافع للشراء هو تحقيق الربح الناتج عن ارتفاع الأسعار وليس بسبب قدرة هذه الأصول على توليد الدخل. وتحدث أزمة أسواق المال عندما يتعاضم الاتجاه نحو بيع هذه الأصول فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط، وتحدث حالة الانهيار، وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأصول الأخرى، سواء في نفس القطاع أو ربما تمتد أيضا إلى القطاعات الأخرى.

<sup>26</sup> علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها تداعياتها وسبل العلاج، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات-الفرص-الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص 07.

<sup>27</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009، ص ص 189-190.

ث- أزمة الديون: تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواء الكيانات السيادية أو الخاصة. وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن عدم قدرة القطاع العام بالوفاء بالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وبالتالي إلى أزمة في الصرف الأجنبي.

### المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشارها

رأينا، من خلال العرض السابق، أن هناك اختلافا في أنواع الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي، فمنها ما قد ينتج عن زعر مصرفي بشكل يؤدي إلى حدوث أزمة سيولة لدى البنوك أو أزمة ائتمانية، والذي يترتب عليه كساد أو انكماش اقتصادي، بينما في بعض الأحيان قد يكون السبب هو حالة ارتفاع أسعار الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، أو ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة، والذي يؤدي إلى انهيار الأسواق المالية، أو بسبب أزمة عملة وانهيار أسعار الصرف مما ينتج عنه العديد من الآثار السلبية على مسار النمو الاقتصادي. وهناك قنوات عديدة تساهم في انتشار الأزمات المالية سواء من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام أو من دولة ما إلى دول أخرى.

### 1- أسباب الأزمات المالية

رغم اختلاف الأزمات المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي إلا أن هناك عدة عوامل قد تزيد من حدة وتأثير تلك الأزمات. ويمكن تلخيص أهمها فيما يلي:<sup>28</sup>

أ- عدم استقرار الاقتصاد الكلي

تعتبر التقلبات في شروط التبادل التجاري أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية، فيصعب على عملاء البنوك العاملين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد في حالة انخفاض شروط التجارة الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية أحد مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد

<sup>28</sup> زايدي عبد السلام، مفران يزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، المنتدى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي حميس مليانة، الجزائر يومي 5-6 ماي 2009، صص 10-11.

الكلي والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر في حدوث العديد من الأزمات المالية، أما في الجانب المحلي فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشر لحدوث الأزمات المالية في العديد من الدول النامية، كما أن هناك آثارا سلبية أخرى على مستويات النمو المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

#### ب- اضطرابات القطاع المالي

شكل انهيار أسواق الأوراق المالية والتوسع في منح الائتمان وتدفقات رؤوس الأموال الكبيرة من الخارج القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية. وشهد القطاع المالي توسعا كبيرا، ترافق مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبح المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي وضعف في الاقتصاد.

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

#### ج- ضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية

حيث أن الإطار الذي تعمل فيه البنوك إذا كان ضعيفا أو هشاً فسيؤثر سلباً على أداء البنوك، ويرى معظم المحللين أن النظم المحاسبية المتبعة وإجراءات الإفصاح المحاسبي وكذلك الإطار التشريعي تعتبر من معوقات فعالية جهاز السوق وممارسة الإشراف الفعال على البنوك، وأوجه الضعف هذه تؤدي إلى تدهور معدلات الربحية، ولا يستطيع المستثمر الخاص أو المشرفون على الرقابة على البنوك إدارة وتنظيم البنوك التي ترتكب أخطاء بدون معلومات تتسم بالدقة والموضوعية والشمول حول المقدرة الائتمانية للعملاء والمقترضين، وإذا كان النظام التشريعي يتسم بالتعقيد وبطء الإجراءات وطولها سواء للبنوك للمطالبة بحقوقها تجاه المقترضين أو في حالات

الإفلاس فإن النتيجة هي ارتفاع خسائر البنوك وارتفاع تكاليف الإقراض<sup>29</sup>. كما أن العديد من الدول التي تعرضت لأزمات مالية تعاني من ضعف النظم والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية.

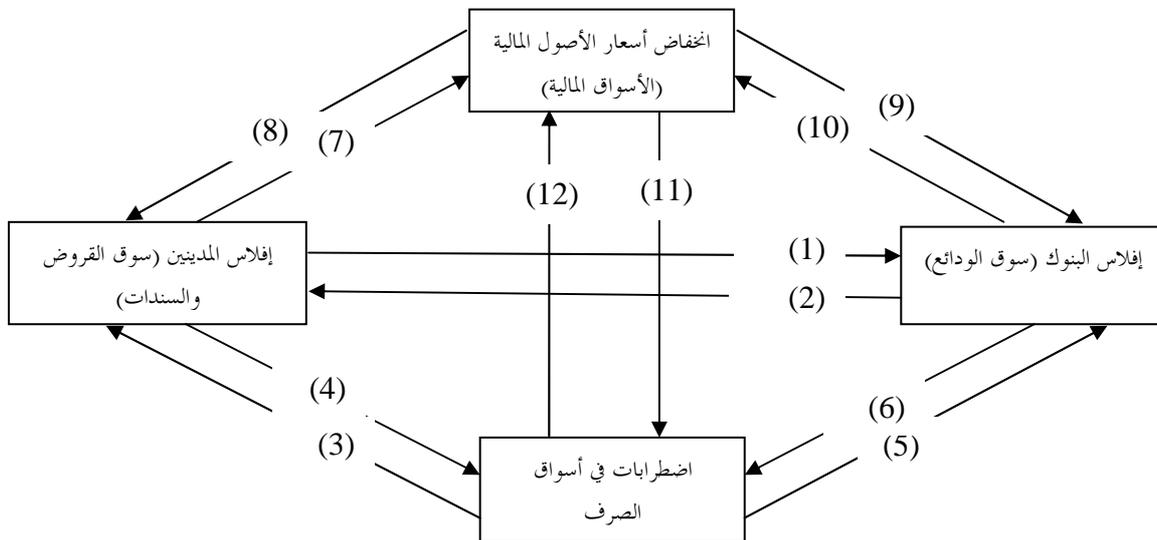
## 2- قنوات انتشار الأزمات المالية

توجد مجموعة من القنوات تساهم في انتشار وتوسع الأزمة المالية، فقد تنتشر الأزمة المالية من أحد أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام الأخرى، كما يمكن أن تتسع لتشمل دول أخرى.

### 2-1- الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد

تمثل الأزمة المالية حالة من الاضطراب المالي تظهر في أحد أقسام النظام المالي الواحد والتمثل في سوق الاستدانة، سوق الصرف، سوق الودائع والسوق المالية لكن سرعان ما تنتقل إلى الأسواق الأخرى عبر قنوات انتشار يمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل (2-2) : قنوات انتشار الأزمات المالية



المصدر: كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص 12.

<sup>29</sup> بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، المنتدى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5-6 ماي 2009، ص 11.

- يوضح هذا الشكل مختلف قنوات انتقال الأزمة المالية عبر أقسام النظام المالي الواحد و ذلك على النحو التالي:
- القناة الأولى: تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول، قد يؤثر سلبا احتمال إفلاسها.
  - القناة الثانية: توضح الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك.
  - القناة الثالثة: أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.
  - القناة الرابعة: إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث تخوف لدى المستثمرين، وبالأخص المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.
  - القناة الخامسة: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف وهو ما يؤدي إلى أزمة مصرفية لدى البنوك.
  - القناة السادسة: إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر في الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.
  - القناة السابعة والثامنة: تمثل القناتين الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.
  - القناتين التاسعة والعاشرية: وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق المال إلى أسواق الودائع والعكس، حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أو راق مالية كما أن البنوك في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية، فقد تضطر بعض البنوك عند إفلاسها إلى بيع حصص أسهمها في السوق المالي ما ينتج عنه انخفاض في أسعار الأسهم وبالتالي حدوث أزمة في سوق رأس المال. كما أن الانخفاض الحاد في مؤشرات البورصة قد يؤدي إلى حدوث أزمة بنكية بإمكانية تعرض عدد كبير من البنوك للإفلاس باعتبارها متعامل في السوق المالي.
  - القناة الحادية عشرة: قد يؤدي انخفاض مؤشرات البورصة إلى طرح الأصول المالية من قبل المتعاملين في السوق المالي وحصولهم على السيولة مما يعني سحب العملة النقدية من السوق وبالتالي حدوث أزمة في سوق الصرف.
  - القناة الثانية عشرة: قد يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى حدوث هلع كبير لدى المستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة والذي ينجم عنه انخفاض في أسعار الأصول المالية في السوق المالي.

## 2-2- الانتقال من دولة إلى دول أخرى

حتى الآن نكون قد تطرقنا إلى قنوات انتشار الأزمة المالية من قسم من أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام، غير أن الأزمة المالية لا تكتفي بمس كافة النظام المالي بل تتسع لتنتقل إلى نظم مالية في دول أخرى غير الدولة المتعرضة للأزمة وذلك بالطرق والقنوات التالية:<sup>30</sup>

- الاتفاقيات التجارية وما قد ينجم عنها من ضغوطات على سعر الصرف.
- الانخفاض السريع والمعتبر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما الذي يدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى وهو الأمر الذي يؤثر سلبيًا على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرين في هذه البلدان.
- وجود علاقات وروابط مالية بين مختلف البلدان التي تؤدي إلى انتشار الانعكاسات السلبية وانتقال الصعوبات المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

### المطلب الثالث: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

في حقيقة الأمر لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلاً بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، بل هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج المستخدم هو بناء نظم للإنذار المبكر، والتي تعتبر أداة دائمة ومستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية أو أزمة عملة، وتقوم بتعريفهم باحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات، وتساعد نظم الإنذار المبكر عموماً فيما يلي:<sup>31</sup>

- التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية في شكل إطار أو هيكل رسمي للتقييم سواء عند الفحص أو بين فترات الفحص.

<sup>30</sup> كمال رزيق، حسن توفيق، مرجع سابق، ص 14.

<sup>31</sup> إسماعيل الطوحي، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة، ص 6-7. من الموقع الإلكتروني

www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/104.doc تاريخ الاطلاع: جويلية 2010

- التعرف على المواقع داخل المؤسسات التي يحتمل أن تكون فيها مشاكل أو تقع فيها بعض الاختلالات.
- المساعدة في تحديد أولويات الفحص والتخصيص الأمثل للموارد الإشرافية والتخطيط المسبق للفحص.
- الاهتمام والتوقيت السليم من قبل المشرفين على البنوك.

كما أن هناك العديد من المخاطر في أنشطة البنوك ومهمة نظم الإنذار المبكر والمؤشرات المالية الرائدة هي توجيه النظر لهذه المخاطر، وتشمل مخاطر السوق، مخاطر الائتمان والسيولة، إضافة لمخاطر التشغيل أو مخاطر الأعمال ويساعد الاكتشاف المبكر لهذه المخاطر واضعي السياسات في اتخاذ إجراءات وقائية لمنع حدوثها أو الحد من الآثار المترتبة عليها بتقليل الخسائر لأدنى حد ممكن إذا لم تكن هناك إمكانية لتجنب هذه المخاطر.

يتسع نطاق المتغيرات، ويتوقف اختيار بعضها دون البعض الآخر على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فإذا كان الاعتقاد السائد أن أسبابها مالية، فسوف يعتمد على العجز المالي، الاستهلاك الحكومي، الائتمان المصرفي للقطاع العام... وغيرها، أما إذا كان الاعتقاد بأن مشكلات القطاع الخارجي مسؤولة أكثر من غيرها في حدوث الأزمات، فإن الأولوية سوف تعطى لمؤشرات أخرى مثل سعر الصرف الحقيقي، ميزان الحساب الجاري، تغيرات معدل التبادل التجاري، تغيرات معدل التبادل الدولي، تفاوت أسعار الفائدة المحلية وغيرها<sup>32</sup>. وقد أظهرت العديد من الدراسات التي شملت دول متقدمة ومتخلفة على أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة المالية بسنة أو سنتين.

ويمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض الدولة لأزمات أو هزات في سوق الأوراق المالية والأسهم والعملات في صنفين هما :

- المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية؛
- المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية.

<sup>32</sup> زايدي عبد السلام، مفران يزيدة، مرجع سابق، ص 8.

ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي :

الجدول (1-2) : المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
- غلبة الأصول المالية عالية المخاطر على أسواق الائتمان	- ارتفاع معدل التضخم
- إطار ضعيف في الجهاز الإداري للإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك	- نمو سريع في التدفق النقدي
- غياب الشفافية والإفصاح عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية	- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات
- ارتفاع حجم الديون الخارجية قصيرة الأجل	- عجز مال متزايد
- ارتفاع معدل التغيير للديون الخارجية	- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد
- سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية	- النمو السريع في الإعتمادات المالية المحلية
- وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في السوق	- كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي
- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأوراق المالية	- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية
- انخفاض معدلات التبادل	- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي
- قطاع التصدير أكثر تركيزا	- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية
- الرقابة على دخول السوق والخروج منه	- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي العالمي
	- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي
	- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح
	- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة

المصدر : عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،

2005، ص 39

وبحسب الجدول أعلاه فإن كل مؤشر من هذه المؤشرات يضم مؤشرات تفصيلية وذلك حسب ظروف كل دولة وطبيعة نظامها المصرفي، ومدى وفرة وجودة البيانات المنشورة عن الجهاز المصرفي، غير أن معظم نظم الإنذار المبكر جاءت من واقع الدول الصناعية المتقدمة وبالتالي قد لا تتلاءم هذه النظم مع ظروف الدول

النامية، لذا اهتمت بعض الدراسات بتطوير هذه النظم والمؤشرات لتلائم ظروف الدول النامية واختيار مؤشرات أكثر صدقا وتعبيرا عنها.

## المطلب الرابع: أهم أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية

سوف نركز من خلال هذا المطلب على أشهر وأكبر الأزمات البورصية في العالم وتحديدًا أزمة الكساد الكبير 1929-1933، ثم أزمة البورصات سنة 1987 وأزمة جنوب شرق آسيا 1997، وأخيرا الأزمة البورصية في بداية القرن الحالي.

### 1- الأزمة البورصية 1929-1933

لقد أصبحت أزمة 1929 والتي تسمى بأزمة الكساد الكبير حالة نموذجية، إذ مهدت الطريق للعديد من البحوث النظرية وفي مجالات مختلفة، فقد كانت لها عواقب اقتصادية وسياسية واجتماعية<sup>33</sup>. وهي لا زالت لحد الآن محط اهتمام الباحثين وتعد هذه الأزمة من أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وأقواها أثرا، ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت آثارها إلى دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي.

أدت هذه الأزمة إلى فقدان شرعية الفروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر "دعه يعمل، دعه يمر". وقام الاقتصاديون في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر. فضلا عن ذلك ظهرت النظرية الكيترية لتؤكد على ضرورة التدخل الحكومي وعدم الاعتماد على السوق الرأسمالي في إصلاح المشاكل تلقائيا. وقد بدأت محاولات العديد من الدول لاحتواء الأزمة خوفا من انهيار مؤسساتها المالية وقطاعها البنكي، فتدخلت لمنع مؤسساتها المالية من الإفلاس وانهيار جهازها المصرفي. واستمرت الأزمة على مدار عقدين من القرن الماضي<sup>34</sup>.

وبحسب ميلتون فريدمان، فإن أصل أزمة 1929 تعود بالدرجة الأولى إلى عدم استقرار النظام المؤسسي النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية، بحيث يرى بأن:

<sup>33</sup> Salah mouhoubi, La face cachée de la crise financière mondiale, édition L'harmattan, paris 2009, p 12.

<sup>34</sup> نصر أبو الفتوح فريد، الرهون العقارية والأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية جامعة المنصورة، مصر 1 و2 أبريل 2009، ص 15.

«l'origine de la crise de 1929 est purement institutionnelle. En 1928 , le siège du federal Reserve Board , banque centrale et organisme régulateur des marchés financiers , a été déplacé de new York à Washington . sa direction fut confiée à un homme politique ignorant de la réalité du fonctionnement des marchés boursiers, et non à un professionnel des marchés financiers . c'est la raison pour laquelle le comité directeur du federal reserve board s'avéra totalement incapable de prendre les mesures adéquates pour contrer l'effondrement des cours boursiers après une décennie de trop forte croissance des cours»<sup>35</sup>.

كما يرى فريدمان بأن البنك الاحتياطي الفيدرالي ارتكب خطأ بإتباعه سياسة ائتمانية صارمة جدا، في حين أنه كان يتطلب إتباع سياسة نقدية توسعية، وذلك بتوفير السيولة الكافية لأجل تحقيق الاستقرار المالي. بحيث يرى بأن:

«L'origine de la crise de 1929 résulterait en premier lieu d'une politique très restrictive du crédit, alors qu'il aurait fallu mener une politique très restrictive du crédit , alors qu'il aurait fallu mener une politique monétaire contracyclique très expansive, afin de permettre aux établissements financiers de compenser les pertes provoquées par les moins-values sur titres par des apports en capitaux empruntés, voire par de la création monétaire pure»<sup>36</sup>.

لقد عرفت فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى نوعا من الاستقرار في العلاقات النقدية والمالية الدولية، واستفاد المواطنون في الولايات المتحدة الأمريكية من زيادات في المستوى المعيشي والاقتصادي عن طريق بعض سياسات الإقراض المسهلة وذلك نتيجة الإصلاحات النقدية والمالية التي شهدتها تلك الفترة، مما أدى إلى زيادة التوسع في الاقتراض لدى المواطن الأمريكي من أجل شراء مختلف المواد الاستهلاكية، وبالتالي زيادة حدة الديون، ونتيجة لهذه الأوضاع فقد شهدت ولاية فلوريدا منذ سنة 1925 ارتفاعا كبيرا في عمليات المضاربة العقارية<sup>37</sup> (la spéculation immobilière) كما انصبت المضاربة على أسواق الأوراق المالية، فعرفت بذلك أسعار الأسهم ارتفاعا جد كبير.

وبفضل التيسيرات الائتمانية الممنوحة من قبل الجهاز المصرفي لذوي الدخول المنخفضة، تمكن الكثيرون من الاستثمار في البورصة. وشهد وول ستريت مزيدا من الارتفاع في أسعار الأسهم خلال شهر سبتمبر من عام 1929، مع قيام المستثمرين بالاحتفاظ أو الزيادة في شراء الأسهم بالسوق. حيث وصل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة إلى مستوى 381 نقطة. ولكن مع حلول شهر أكتوبر بدأت المشاكل، حيث تراجع هذا المؤشر بمقدار 49 نقطة وتحديدا في تاريخ 1929/10/02 ليصل إلى 332 نقطة<sup>38</sup>، وقد أخذت حركات

<sup>35</sup> Jack Forget, Analyse Financière, édition d'organisation, paris, 2005, P 192.

<sup>36</sup> Ibid.

<sup>37</sup> Jean kogej, Les Multations de l'économie Mondiale, Ed. Bréal ,France 2008, P108.

<sup>38</sup> محمد براق، مرجع سابق، ص 270.

الانخفاض في التسارع اعتباراً من 18 أكتوبر 1929 حين هبطت قيمة الأوراق المالية في البورصة بشكل كبير ومفاجئ، حتى جاء يوم الخميس 24 أكتوبر 1929 وبدأ هجوم كثيف لطلبات البيع وتسييل محافظ الأوراق المالية. واستمر سوق الأوراق المالية في الانهيار، حتى بلغت خسارة البورصة في نيويورك في 13 نوفمبر التالي 30 مليار دولار، وظل ينخفض إلى أن فقد مؤشر داو جونز 89% من قيمته في عام 1932<sup>39</sup>. واستمرت الأزمة حتى أن الأسواق المالية استغرقت عدة سنوات للتعافي من هذه الكارثة، واستعادة أسهمها لقيمتها الأصلية.

بالمقارنة مع الأزمات السابقة لأزمة 1929، تميزت هذه الأزمة بجملة من الخصائص من بينها:<sup>40</sup>

- تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله.  
- كانت تتسم بالدورية انطلاقاً من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي.  
- استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبياً ذلك لأنها قد استغرقت مدة قاربت الأربعة سنوات.  
- اتسمت هذه الأزمة بالعمق والحدة بشكل لم يسبق له مثيل حيث انخفضت الودائع لدى البنوك في الولايات المتحدة بحوالي 33%، كما تم إفلاس العديد من البنوك وخسارة العديد من المودعين لمديرتهم. وكان ظهور هذه الأزمة من خلال انهيار أسعار الأوراق المالية التي انخفضت بنسبة 66% في ألمانيا و90% في الولايات المتحدة.

- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة حيث كان سعر الخصم في حدود 5.2% ليصل إلى حدود 2.6% في البنك الاحتياطي الفيدرالي. كما سجل نفس المعدل انخفاضا من 5.5% ليستقر عند 3.1% في بنك إنجلترا.

- الاختلاف الكبير لأمد الأزمة ودرجة حدتها من دولة لأخرى حيث انهضت أسعار الأوراق المالية في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية في خريف 1929 تزامناً مع بداية انخفاض في القوة الشرائية لعملات الدول الزراعية بسبب تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية، مما أدى إلى ظهور عجز في موازين مدفوعات هذه البلدان. وامتدت هذه الأزمة في ربيع عام 1931 إلى البلدان الأوروبية.

- ترافقت الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام القائم على قاعدة الذهب في معظم الدول. وبنفس الوقت كان تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطيات الذهبية الرسمية.

<sup>39</sup> وليد أحمد صافي، الأزمة المالية العالمية 2008 طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي حميس مليانة، الجزائر يومي 5 و6 ماي 2009، ص 08.

<sup>40</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني (مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص ص 100-103.

- نتج عن أزمة الائتمان الدولي الطويل الأجل توقف 25 دولة عن دفع قروضها الأجنبية من بينها النمسا وألمانيا.

كان من مظاهر الأزمة انهيار الإنتاج والعمالة حيث انخفض الإنتاج الصناعي بالولايات المتحدة سنة 1933 بنسبة 54% مقارنة بسنة 1928 تأثرت بشكل خاص السلع الرأسمالية فقد انخفض إنتاج السيارات مثلا (من 4.4 مليون سيارة سنة 1929 إلى 1.1 مليون في 1932) مثل باقي الإنتاج من الصلب (la production sidérurgique)، هذا وكانت معدلات البطالة الناجمة عن انهيار الإنتاج تمثل 3% من القوى العاملة (la population active)، أي حوالي 13 مليون عاطل عن العمل سنة 1933<sup>41</sup>.

وخلال تلك الفترة أفلست العديد من الشركات، كما أن حجم الاستثمار قد تقلص بشكل كبير نتيجة لإحجام المقرضين عن منح الائتمان لكونهم لم يستطيعوا من تحصيل حقوقهم من المدينين الذي عجزوا بدورهم في الوفاء بما عليهم من مستحقات، وواجهت البنوك صعوبات عدة في استرداد مستحقاتها، وهو الأمر الذي تركها تعجز في مجابهة سحب زبائنها لودائعهم ما أدى إلى إغلاق العديد من هذه البنوك حيث في الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها تم إعلان إفلاس 5000 بنك وخسر المودعون ما يعادل 3 مليارات دولار<sup>42</sup>.

وقد اضطرت الولايات المتحدة الأمريكية إلى سحب رؤوس أموالها المستثمرة في البورصات الأوروبية وأوقفت إعاناتها لبعض الدول بهدف حل مشاكل السيولة لديها، مما أدى إلى انتشار الانهيار على مستوى البورصات الدولية. ولم يتأثر بالأزمة سوى الاتحاد السوفياتي لانعزاله عن العالم الرأسمالي وإتباعه نظاما اشتراكيا.

وفي ذلك الوقت ثار التساؤل عن أيهما تسبب في حدوث الآخر. هل أن الكساد العظيم هو الذي تسبب في حدوث انخفاض في أسعار الأوراق المالية، أم أن تدهور أسعار الأوراق المالية هو الذي تسبب في حدوث الكساد العظيم حيث يرى البعض بأن حدوث انخفاض في سوق الأوراق المالية لا يعني بالضرورة حدوث أزمة اقتصادية، وقد وقع الإجماع على أن انهيار البورصة هو الذي امتد تأثيره ليشمل باقي القطاعات الأخرى محدثا كساد فيها، إذ كشفت التحقيقات عن حدوث انحرافات وممارسات ومعاملات غير أخلاقية في تلك الأسواق يعتقد في أنها كانت سببا رئيسيا في حدوث الأزمة<sup>43</sup>.

<sup>41</sup> Jean kogej, Op Cit, P 109.

<sup>42</sup> محمد براق، مرجع سابق، ص 270.

<sup>43</sup> من أبرز صور الانحرافات التي انتابت التعامل في الأوراق المالية خلال فترة الكساد العظيم، ومن ثم تأثير سوق الأوراق المالية على الاقتصاد العالمي هي: البيع الصوري أو المظهري، والشراء بغرض الاحتكار، واستغلال السماسرة لثقافة العملاء واتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية. لمزيد من التفصيل يراجع: منير هندي، مرجع سابق، ص 175.

## 2- أزمة البورصات سنة 1987

شهدت البورصات العالمية يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987 انهيارات كبيرة لم يشهد لها التاريخ مثلاً واعتبر ذلك اليوم أسوأ يوم تداول لمدة قرن على الأقل<sup>44</sup>، وأطلق عليه يوم الاثنين الأسود (lundi noir) وقد اختلفت الآراء حول تحديد البلد الذي بدأت منه بوادر هذه الأزمة حيث ساد الإدعاء بأن الأزمة كان مصدرها أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشرت إلى باقي الأسواق في العالم، بينما يرى البعض الآخر أنه حدث العكس، حيث ظهرت الأزمة في الأسواق الآسيوية تبعثها الأسواق الأوروبية ثم أسواق الولايات المتحدة الأمريكية.

### 2-1- ظروف ما قبل الأزمة

وقعت أزمة 1987 في ظروف مختلفة كلية عن أزمة الكساد العظيم سنة 1929، حيث ما يميز النصف الثاني من القرن الماضي هو استخدام أدوات متطورة في تكنولوجيا المعلومات والاتصال، وظهور ابتكارات مالية جديدة ومستحدثة، حيث أعطت تنوعاً كبيراً بين يدي المستثمرين لتكوين محافظهم المالية مع الإمكانيات المتاحة واستعمال أساليب التغطية التي تساعدهم لتحقيق العلاقة المثلى حسب تصورهم بخصوص تحقيق أكبر عائد ممكن مع أدنى مستوى من المخاطرة<sup>45</sup>.

منذ سنة 1982 شهدت بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية جملة من التطورات الاقتصادية الهامة يمكن إيجازها فيما يلي:<sup>46</sup>

أ- معدلات نمو الناتج القومي الحقيقي:

انخفض معدل نمو الناتج القومي الحقيقي في الولايات المتحدة بين عامي (1984-1986) من 6.4% إلى 2.5%، وفي اليابان من 5.1% إلى 2.5% وألمانيا الاتحادية من 3.0% إلى 2.4%. وأهم ما يمكن ملاحظته هنا وجود تقارب كبير في معدلات نمو الناتج القومي الحقيقي بين هذه الدول. كما أن متوسط معدل نمو هذا الناتج قد انخفض من 4.7% إلى 2.5%.

<sup>44</sup> Benoît Mandelbrot, Richard L. Hudson, Une Approche Fractale des Marchés : risquer, perdre et gagner, Ed. Odile Jacob, Paris 2009. P 22.

<sup>45</sup> محمد براق، مرجع سابق، ص 273-274.

<sup>46</sup> مروان عطون، مرجع سابق، ص 154-156.

إن أحد أهم الأسباب الرئيسية لانخفاض معدلات نمو الناتج القومي تكمن في أسعار الفائدة بشكل كبير حتى عام 1985، وما نتج عنها من تقليص في حجم الاستثمارات، ثم انخفاض معدلات نمو التجارة الدولية اعتباراً من سنة 1985 بسبب تزايد أعباء خدمة القروض العامة في البلدان النامية، التي اضطرت إلى اتخاذ سياسات ترمي إلى الحد من وارداتها من دول المنظمة.

#### ب- الطلب الداخلي:

عرفت معدلات نمو الطلب الداخلي في دول المنظمة انخفاضاً كبيراً بين عامي 1984 - 1986 وكانت هناك اختلافات جوهرية في اتجاهات ومستويات هذه المعدلات من بلد لآخر. ففي الولايات المتحدة انخفض معدل نمو الطلب الداخلي من 8.3% إلى 3.5%، بينما ارتفع هذا المعدل من 1.9% إلى 3.7% و3.8% على التوالي في ألمانيا وبقية الدول الأوروبية في المنظمة، أما في اليابان فقد ارتفع معدل نمو الطلب الداخلي من 3.8% إلى 4.0%. وقد تأثرت تقلبات معدل النمو الداخلي بالعديد من العوامل وأهمها معدلات نمو الناتج القومي، أسعار الاستهلاك، السياسة الضريبية، معدلات الفائدة.

#### ت- التضخم:

اتجهت معدلات التضخم نحو الانخفاض منذ سنة 1981 بعد أن عرفت هذه المعدلات ارتفاعاً خلال سنوات السبعينات بمستويات عالية جداً، حيث كان هناك تفاوت كبير بين دول المنظمة، إذ وصلت معدلات التضخم سنة 1986 إلى 2.1% في الولايات المتحدة الأمريكية و3.8% في كل من فرنسا وانكلترا وإيطاليا. ومن أهم الأسباب التي أدت إلى انخفاض معدلات التضخم هو الانخفاض الحاد في أسعار واردات تلك الدول من المواد الأولية والبتروول وغيرها من الدول النامية.

#### ث- أوضاع الموازين الجارية:

خلال الفترة 1984-1986 ارتفع العجز في الميزان الجاري الأمريكي من 106.5 إلى 140.6 مليار دولار، قابل ذلك ارتفاع الفائض في الميزان الجاري الياباني من 35 إلى 86 مليار دولار، والفائض في الميزان الجاري الألماني من 7 إلى 35.8 مليار، وبالتالي انخفاض العجز في دول المنظمة. ويبين الجدول الموالي تطورات بعض المؤشرات الاقتصادية لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.

الجدول (2-2) : تطور أهم المؤشرات الاقتصادية في منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية  
للفترة ( 1984-1988 )

1988	1987	1986	1985	1984	المؤشرات
					الناتج القومي الحقيقي ( % )
2.7	2.5	2.5	2.7	6.4	الولايات المتحدة الأمريكية
2.0	2.0	2.5	4.7	5.1	اليابان
2.0	1.5	2.4	2.5	3.0	ألمانيا
2.0	2.0	2.5	2.6	2.6	بقية دول الأوروبية
2.2	2.2	2.5	3.0	4.7	إجمالي دول المنظمة
					التضخم ( % )
4.2	4.0	2.1	3.5	3.8	الولايات المتحدة الأمريكية
1.7	0.0	0.6	2.1	2.1	اليابان
1.5	0.7	0.6	2.1	2.5	ألمانيا
3.7	3.7	3.8	6.0	6.8	فرنسا، انكلترا، إيطاليا
3.7	3.5	2.8	4.5	5.0	إجمالي دول المنظمة
					الميزان الجاري ( مليار دولار )
-126.0	-147.0	-140.6	-117.7	-106.5	الولايات المتحدة الأمريكية
87.0	95.0	86.0	49.2	35.0	اليابان
39.0	37.0	35.8	13.2	7.0	ألمانيا
-30.0	-23.0	-19.7	-58.9	-65.8	إجمالي دول المنظمة
					البطالة ( % )
6.5	6.7	7.0	7.2	7.5	الولايات المتحدة الأمريكية
3.0	3.0	2.8	2.6	2.7	اليابان
8.2	8.0	8.0	8.3	8.2	ألمانيا
11.2	11.0	11.0	11.1	10.7	بقية دول الأوروبية
8.2	8.2	8.2	8.3	8.4	إجمالي دول المنظمة

المصدر: مروان عطون، مرجع سابق، ص ص 157-160.

## 2-2- بداية الأزمة

بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم 19 أكتوبر 1987، وذلك بخلل في التوازن بين العرض والطلب، ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل وأيضا في سوق العقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل من جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، فقد تدافع المتعاملون لبيع أعداد كبيرة جدا من الأوراق المالية التي يجوزهم ونجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض حاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا

اليوم<sup>47</sup>. كما سجل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة والذي يقيس تطور أسهم 30 شركة أمريكية انخفاضا بحوالي 22.5% من قيمة الأسهم المتداولة في هذا اليوم<sup>48</sup>.

إن حدوث مثل هذا الانهيار الكبير في الأسواق الأمريكية كان أمرا متوقعا حسب بعض الخبراء، فقد شهدت الأيام التي سبقت انهيار أسواق الأوراق المالية انخفاضا كبيرا في نسبة الاستثمار في الأوراق المالية، حيث بلغت نسبة الاستثمار في الأسهم حوالي 60% وانخفضت هذه النسبة إلى 26% نهاية سبتمبر 1987<sup>49</sup>. كما شهدت بعض الأسواق الأوروبية هبوطا في الأسعار منذ منتصف شهر أكتوبر شأنها شأن الأسواق الآسيوية وبشكل خاص هونج كونج وماليزيا وسنغافورة. ويوضح الجدول الموالي الاتجاه التزولي لمؤشرات الأسهم خلال سنة 1987 وخلال شهر أكتوبر من نفس السنة.

الجدول (2-3): نسب التغيير في قيم مؤشرات الأسهم لبعض الدول خلال سنة 1987 وخلال أكتوبر من نفس السنة.

بالدولار أكتوبر 1987		بالعملة المحلية أكتوبر 1987		البلد
4.7+	44.9-	03.6-	41.8 -	أستراليا
0.7+	5.8-	17.6 -	11.4 -	النمسا
3.1-	18.9-	15.5-	23.2-	بلجيكا
10.4+	22.9-	4.00+	22.5-	كندا
15.5+	7.3-	4.5-	12.5-	الدنمارك
13.9-	19.5-	37.8-	22.9-	فرنسا
22.7-	17.1-	26.8-	22.3-	ألمانيا
11.00-	45.8-	11.3-	45.8-	هونغ كونغ
4.7+	25.4-	12.3-	29.6-	إيرلندا
22.3+	12.9-	32.4-	16.3-	إيطاليا
41.4+	7.7-	8.5+	12.8-	اليابان
11.7+	49.3-	6.9+	39.8-	ماليزيا
5.5	37.6-	0158.9+	35.00-	المكسيك
0.3+	18.1-	18.9-	23.3-	هولندا
23.8-	36.00-	28.7-	29.3-	نيوزيلندا

المصدر: منير هندي، مرجع سابق ص 590.

<sup>47</sup> منير هندي، مرجع سابق، ص 583 - 584.

<sup>48</sup> David Swensen, Gestion de Portefeuilles Institutionnels, Ed. Maxima, Paris 2009, P 235.

<sup>49</sup> Claude Broquet, Robert Cobbaut, Roland Gillet, Gestion de portefeuille, Ed. de Boeck, Bruxelles 2004 , P 433.

## 2-3- أسباب أزمة أكتوبر 1987

قدمت عدة تفسيرات مختلفة لأسباب أزمة 1987، والهيار البورصات العالمية، وأهم هذه التفسيرات التي توضح أسباب الأزمة ما يلي:<sup>50</sup>

- الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها من قبل المتعاملين، حيث أن أي موجة من أوامر الشراء تتبعها موجات متتالية من أوامر الشراء، وأن أي موجة من أوامر البيع عادة ما يصحبها موجات متتالية من أوامر البيع. وعليه فإن أزمة أكتوبر لا تخرج عن كونها سلسلة من التصرفات التي لا تتصف بالرشد في أوساط المتعاملين في السوق، حيث أن الموجة الأولى من أوامر البيع حركت السوق نحو المزيد والمزيد من أوامر البيع، حتى انتهى الأمر إلى هبوط شديد في أسعار الأوراق المالية.

- هناك من يرى بأن الانخفاض الكبير الذي شهدته أسعار الأسهم في معظم البورصات على المستوى العالمي خلال شهر أكتوبر، يعود بالدرجة الأولى إلى أن مستويات أسعار الأسهم في هذه الأسواق كانت أعلى مما كان ينبغي أن تكون عليه، وبالتالي فإن الهيار الكبير لأسعار الأسهم قد حدث تصحيحاً للأوضاع السابقة غير العادية ليعيد الأسعار إلى مستواها الطبيعي.

- الأزمة هي انعكاس لمعلومات على أساس أن التزول الحاد الذي أصاب أسعار الأسهم إنما يعزى إلى ورود معلومات غير متفائلة عن الظروف الاقتصادية المستقبلية، متمثلة في تردى الأوضاع الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية. وفي مقدمة تلك الأوضاع توقع ارتفاع أسعار الفائدة، وما يتعلق بارتفاع معدل التضخم في الولايات المتحدة وانخفاض قيمة الدولار نتيجة لارتفاع العجز في موازنتها العامة وتفاقم العجز التجاري وميزان المدفوعات.

- ساد الاعتقاد خلال وعقب أزمة أكتوبر 1987 بأن أساليب الاتجار التي استحدثت في السوق الأمريكية في منتصف السبعينات وأوائل الثمانينات، إضافة إلى سوق العقود المستقبلية في الأوراق المالية الذي بدأ نشاطه في عام 1972، هي التي تسببت في إحداث أزمة في العالم بأسره.

<sup>50</sup> زكرياء سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن 2009، ص ص 169-170.

- من بين الادعاءات عن أسباب أزمة أكتوبر 1987، أنظمة العمل التقليدية في الأسواق الأمريكية، مثل انخفاض تكلفة المعاملات، وآليات إزالة الخلل بين العرض والطلب (إيقاف أو تأجيل التعامل لفترة من الزمن، وضع حدود للسعر الذي يمكن أن يتم عليه التعامل خلال اليوم)، وهامش الوقاية في البيع النقدي الجزئي، ونظام المتخصصين ودورهم في إزالة الخلل في التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء، والمزاد المستمر، واستخدام الحاسوب في تنفيذ الصفقات. وتشير العديد من الدراسات إلى عدم وجود دليل يؤكد مسؤولية تلك الأنظمة عن أحداث الأزمة.

## 2-4- بعض المعالجات للخروج من الأزمة

قامت البنوك المركزية في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وبعض الدول الأوروبية من بينها بريطانيا وفرنسا بالعديد من الإجراءات للتخفيف من حدة هذه الأزمة حيث قامت بخفض معدلات الفائدة، وكذا توفير السيولة اللازمة من أجل تدعيم الأسواق المالية.

تم توقيف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في وول ستريت وفي أسواق الاختيار والعقود المستقبلية. وقد تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها كخطوة مهمة للخروج من هذه الأزمة، في حين لعبت البنوك دورا مهما وذلك في منح المزيد من الائتمان لتجار الأوراق المالية.

تم إغلاق سوق الأوراق المالية بهونج كونج منذ الشرارة الأولى للأزمة يوم 19 أكتوبر 1987 خوفا لتلاقي المزيد من الهبوط في الأسعار لمدة أسبوع على الأقل، ولكن عند افتتاحها يوم الاثنين 26 أكتوبر 1987 انخفضت الأسعار بمستوى أكبر مما كانت عليه قبل إغلاق البورصة بانخفاض قدره 34% في يوم واحد<sup>51</sup>. وقد ساهمت البنوك وبمساعدة من الحكومة في توفير السيولة اللازمة لتخليص البورصة من أزمتها.

في اليابان فقد ساهم المستثمرون وبحرص من الحكومة في توفير السيولة وتدعيم الأسعار في البورصة من خلال بيع الأسهم التي يجوزهم في بلدان أخرى، ما أدى إلى إنعاش بورصة طوكيو وازدادت بذلك صعوبات البورصات الأجنبية.

<sup>51</sup> Joseph Antoine, Marie-claire Capiou-Huart, Henri Carpentier, titres et Bourse: Marchés, transactions, placements, Ed. de Boeck, Bruxelles, 1998, P 285.

### 3- أزمة دول جنوب شرق آسيا

النمو الأسبوية أو المعجزة الاقتصادية الآسيوية تسميات عديدة أطلقت على دول جنوب شرق آسيا بداية باليابان ومرورا بالنمور الأربعة (كوريا، وهو نج كونج، وسنغافورة، وتايوان) وانتهاء بالنمور الحديثة (ماليزيا، واندونيسيا وتايلندا)، وقد حظيت هذه الدول بإعجاب واسع النطاق بإنجازاتها الاقتصادية وجدبها لرؤوس الأموال والمستثمرين الأجانب، وتمكنت من تحقيق معدلات نمو سريعة خلال العقود الثلاثة من القرن المنصرم باستثناء سنوات الأزمة المالية التي بدأت سنة 1997 وامتدت آثارها إلى نهاية القرن العشرين، و كانت من أهم الدول المتضررة من تلك الأزمة هي كوريا الجنوبية و تايلند و الفلبين و إندونيسيا وماليزيا<sup>52</sup>.

#### 3-1- اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا قبل الأزمة

هناك عوامل عديدة ساعدت دول جنوب شرق آسيا من تحقيق معدلات نمو اقتصادي فاقت كل التوقعات لعل من أبرزها السياسات الاقتصادية الموجهة لتحقيق الاستقرار التي عملت على تحقيق معدلات تضخم وضرائب منخفضة، وكذلك العمل على جذب المزيد من الشركات ورؤوس الأموال العالمية، كما ساهم الارتفاع في معدلات الادخار والاستثمار في تحقيق معدلات نمو مرتفعة في تلك الدول، حيث نجحت دول شرق آسيا في رفع نسبة المدخرات الوطنية الخاصة إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويوضح الجدول الموالي متوسط نسبة المدخرات الخاصة إلى الناتج المحلي الإجمالي في بعض دول شرق آسيا والولايات المتحدة.

جدول (2-4): متوسط نسبة المدخرات الخاصة في بعض دول شرق آسيا والولايات المتحدة

% من الناتج المحلي الإجمالي

الدولة	1975-1974	1979-1975	1984-1980	1989-1985	1996-1990
تايلندا	18	15	15	22	22
تايوان	-	23	27	23	24
كوريا	16	22	20	28	26
الفلبين	20	22	22	18	16
الولايات	17	18	18	16	15

المصدر: وليم أندراوس، مرجع سابق ص 171.

<sup>52</sup> Jean-Pierre Petit, la bourse: rupture et renouveau, Ed. Odile Jacob, paris 2003, P 15.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن متوسط نسبة المدخرات الخاصة إلى الناتج المحلي الإجمالي في بعض دول شرق آسيا تعد مرتفعة قياسا بالولايات المتحدة الأمريكية صاحبة أقوى اقتصاد في العالم.

ورغم معدلات الادخار المرتفعة في دول شرق آسيا، إلا أن ثمة فجوة في تمويل المدخرات المحلية للاستثمارات، وقد أمكن سد تلك الفجوة من خلال التدفقات الداخلة لرؤوس الأموال الأجنبية، ذلك أن دول جنوب شرق آسيا حققت معدلات استثمار مرتفعة جدا خلال العقود الثلاثة الأخيرة من القرن الماضي، فسرت إلى حد بعيد المعدلات المرتفعة للنمو الاقتصادي التي حققتها<sup>53</sup>. والجدول الموالي يوضح متوسط نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي في بعض دول شرق آسيا وبعض الدول المتقدمة والدول النامية الأخرى.

الجدول (2-5) : نسبة الاستثمار في دول شرق آسيا وبعض الدول الأخرى

% من الناتج المحلي الإجمالي

الدولة	1969-1960	1979-1970	1989-1980	1996-1990
الصين	35	35	34	39
إندونيسيا	18	19	27	32
هونج كونج	-	24	28	30
اليابان	35	34	30	30
كوريا	18	28	30	37
تايلاند	22	25	28	41
البرازيل	17	22	21	20
المكسيك	17	22	22	22
المانيا	26	23	20	22
الولايات المتحدة	21	20	20	17

المصدر: وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 173.

يتضح من الجدول أعلاه الارتفاع المستمر في متوسط نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترات الزمنية المختلفة في دول شرق آسيا، فقد ارتفع في كوريا على سبيل المثال من 18% خلال الفترة 1969-1960 إلى 37% خلال الفترة 1996-1990، كما نلاحظ ارتفاع متوسطات نسبة الاستثمار

<sup>53</sup> وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 172.

إلى الناتج المحلي الإجمالي في دول شرق آسيا بالمقارنة بمتوسطات النسبة في دول الدول النامية الأخرى والدول المتقدمة على حد سواء.

### 3-2- بؤادر أزمة دول جنوب شرق آسيا

بدأت الأوضاع في التغيير منذ شهر جويلية 1997 انطلاقا من تايلندا وسرعان ما انتقلت العدوى إلى بقية دول جنوب شرق آسيا وإلى البلدان التي تعتبر الأقوى اقتصاديا في آسيا (اليابان وكوريا الجنوبية وهونج كونج) بدرجات قد تكون متباينة ومتقاربة إلى حد ما<sup>54</sup>. وفي الواقع فإن تايلندا التي انتشر منها الذعر إلى بقية الدول المجاورة قد بدأت عليها عوارض الأزمة منذ سنة 1996، حيث تراجعت صادراتها بشكل كبير نتيجة الارتفاع الذي شهده الدولار الأمريكي ذلك العام ما أدى إلى فقدان القدرة التنافسية لتايلندا وبعض دول جنوب شرق آسيا.

إن عدم وجود احتياطات النقد الأجنبي لتايلندا وارتفاع حجم الديون الخارجية كانت أحد الأسباب التي عجلت تايلندا بتعويم عملتها (البات)، حيث ومع استمرار الحكومة التايلندية في الدفاع عن عملتها البات لمدة طويلة ما أدى إلى استنزاف الجزء الأكبر من احتياطاتها من النقد الأجنبي، إلا أنها في النهاية تخلت عن ربط عملتها الوطنية بالدولار الأمريكي وشرعت في تعويمها وتهاوت العملة التايلندية على إثر ذلك إلى مستويات قياسية، وقد برزت هذه الصعوبات في مؤشرات أسعار الصرف في العديد من الاقتصاديات الناشئة كما أن العملات الرئيسية مثل الدولار الأمريكي والين الياباني كانوا عرضة للتقلبات في بيئة دولية مضطربة<sup>55</sup>.

وفقا لصندوق النقد الدولي فإن بؤادر الأزمة في تايلندا قد ظهرت قبل حدوثها بوقت كبير ولم تكن بالمفاجأة (surprise)، فقد كانت هناك مؤشرات اقتصادية ذات علاقة بالأزمات المالية، حيث عدم الاطمئنان لسعر صرف العملة وعجز في ميزان المدفوعات، وتزايد الدين الداخلي بالعملة الأجنبية، وفقدان القدرة التنافسية للصادرات، وتشكل فقاعات المضاربة في أسواق رأس المال، وضعف الأنظمة الرقابية، يضاف إلى ذلك انعدام الشفافية (le manque de transparence) حول العلاقات بين الحكومة والشركات والبنوك<sup>56</sup>. وقد حذر صندوق النقد الدولي تايلندا من المشاكل المحتملة وشدد على ضرورة اتخاذ تدابير عاجلة

<sup>54</sup> Luc Bosson, Corinne Evarard, Christian Jacques, L'Asie du Sud-Est: des nouveaux pays industrialisés, Ed. de boeck, bruxelles 1998, P29.

<sup>55</sup> Andrew Harrison, Ertugrul dalkiran, Ena elsey, Business international et mondialisation: vers en nouvelle Europe, Ed. de Boeck, bruxelles 2004, P264.

<sup>56</sup> Bernard Jouve et Yann Roche, des flux et des territoires: vers un monde sans états, Presses de L'université du québec canada 2006, P115.

ولكن الحكومة لم تتخذ أي إجراءات تصحيحية بشأن ذلك<sup>57</sup>. كما حذر الدول التي امتدت إليها الأزمة التايلندية من جوانب الضعف في قطاعها المالية.

### 3-3- أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا

منذ بداية الأزمة في دول جنوب شرق آسيا كتب الكثير عن أصولها وأسبابها واهتمت وسائل الإعلام المحلية والأجنبية بشكل كبير في هذا الموضوع، وقد قدم الأكاديميين ومحافظو البنوك المركزية والسياسيين تحليلاً لهم بشكل منتظم بغرض الاستفادة وللتخوف من انتشار العدوى إلى بقية الاقتصاد العالمي<sup>58</sup>. ويرجع بعض المحللين هذه الأزمة إلى أسباب داخلية تتعلق بالسياسات النقدية والمالية والاقتصادية مثل سياسات الاستثمار وأسعار الصرف وبنية اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا واليابان، وأسباب خارجية تتعلق بالعلاقات الاقتصادية بين دول جنوب شرق آسيا والدول الأخرى، حيث تنعكس هذه العلاقات بشكل مباشر على ميزان المدفوعات مثل تطور كل من الصادرات والواردات والعوامل المؤثرة عليها.

ويرى العديد من المحللين أن السبب المباشر لأزمة دول جنوب شرق آسيا يرجع أساساً إلى كون معدلات النمو الاقتصادية التي شهدتها هذه الدول كانت أكبر وأقوى من قدرة المؤسسات المالية والاقتصادية على التعامل معها بالشكل المطلوب، وعموماً يمكن إيجاز أهم أسباب الأزمة التي قد تكون متداخلة ومتشابكة إضافة إلى ما سبق فيما يلي:

- من إحدى أهم الأسباب التي أدت إلى نشوب الأزمة هي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وبمعدلات مرتفعة<sup>59</sup>، حيث أدى تدفق رؤوس الأموال إلى دول جنوب شرق آسيا إلى الزيادة في الاستثمار المحلي الذي أدير من طرف مؤسسات مالية ومصرفية هشة وضعيفة وغير خاضعة للرقابة، مما أدى إلى التساهل في منح الائتمان والتهاون في تشديد الرقابة على البنوك الأجنبية الدائنة، وتوظيف هذه الأموال في مشروعات ليست كلها مجدية، كما ويشرح الأوروبيون أسباب الأزمة الآسيوية إلى ضعف النظم المالية وإلى الاقتصاديات الهشة (économies fragiles) في معظم دول شرق آسيا.

<sup>57</sup> Gérard-Marie Henry, les marchés financiers, Ed. Armand Colin, Paris 1999, P90.

<sup>58</sup> Eddy Lee: La crise financière asiatique: les enjeux d'une politique sociale, Bureau international du Travail, Genève 2000, P12.

<sup>59</sup> Paul R Krugman, Maurice Obstfeld, Achille Hannequart, économie internationale, Ed. de Boeck, Bruxelles 2003, P125.

- زيادة ما يسمى الاستثمار السلبي (d'investissement passive)، حيث انتهجت دول جنوب شرق آسيا سياسات اقتصادية تشجع الادخار وانخفاض الطلب المحلي، والاعتماد بصفة رئيسية على الصادرات كمحرك أساسي للنمو الاقتصادي، مما أدى إلى اختلال التوازن بين وفرة المدخرات وانخفاض فرص الاستثمار المنتج<sup>60</sup>.

- رغم النمو السريع في اقتصاديات دول شرق آسيا والتطورات السريعة والمتلاحقة في بيئة الاقتصاد العالمي، إلا أن النظم المالية لهذه الاقتصاديات ظلت جامدة وخاضعة للتدخل الحكومي، وقد أدى التدخل الحكومي لدعم المؤسسات المالية الضعيفة أو المعسرة في كل من إندونيسيا، ماليزيا، وتايلاند، وتوجيه الائتمان من خلال البنوك في كوريا، إلى تفاقم مشكلة المخاطر المعنوية نتيجة لوجود إدراك بوجود ضمانات حكومية ضمنية، الأمر الذي شجع تلك المؤسسات على الانخراط في أنشطة خطيرة غير محسوبة<sup>61</sup>.

- تزايد العجز في ميزان المدفوعات لدول شرق آسيا وخاصة اندونيسيا وكوريا الجنوبية وتايلندا لأسباب عديدة منها ارتفاع أسعار صرف عملات تلك الدول نظرا لارتباطها بالدولار الأمريكي، وقد أدى ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى وخصوصا الين الياباني خلال سنة 1995 إلى فقدان القدرة التنافسية لتلك الدول مما قلص من صادراتها ومن ناحية أخرى زادت معدلات نمو الواردات نتيجة زيادة الاستثمارات.

- ضعف نظام سعر الصرف، حيث يعتبر العامل البنيوي والذي ساعد مبدئيا على ظهور الأزمة هو تمشي أسعار الصرف لأغلب عملات دول جنوب شرق آسيا في خط مستقيم مع الدولار أو مجموعة العملات التي يهيمن عليها الدولار، فعندما ينخفض الدولار يحدث انخفاض في تلك العملات تبعا لذلك رغم أن الظروف الاقتصادية الكلية في هذه الدول تختلف كثيرا عن ظروف الولايات المتحدة<sup>62</sup>. وبالتالي فإن إتباع نظام سعر الصرف الثابت أدى إلى فقدان تنافسية صادرات هذه الدول وسهل مهمة المضاربين وعملية اقتراض البنوك والشركات المحلية من الخارج بنوع من المغامرة وبدون التخوف من مخاطر سعر الصرف.

<sup>60</sup> زكريا شطناوي، مرجع سابق، ص 174.

<sup>61</sup> وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 190.

<sup>62</sup> مصطفى الشراقوي، مرجع سابق، ص 87-88.

### 3-4- أهم نتائج الأزمة الآسيوية وآثارها

على الرغم من أن دول جنوب شرق آسيا كانت أكثر الدول تأثراً بالأزمة إلا أنه ومع اتساع نطاق الأزمة وفي ظل وجود ارتباط بين أسواق هذه الدول والأسواق العالمية، كان لا بد أن تنتقل آثار الأزمة إلى خارج المنطقة الآسيوية وطالت العديد من الأسواق المالية في الدول النامية والمتقدمة واقتصاديات دول أخرى على المستوى الإقليمي والدولي، ومثل باقي الأزمات فإن الأزمة الآسيوية قد يختلف تأثيرها من دولة إلى أخرى، وفيما يلي أهم النتائج والآثار التي ترتبت على الأزمة الآسيوية:

أ- مع تسارع تردي الأوضاع واتساع نطاق الأزمة تدهورت أسعار الأسهم في البورصات الآسيوية وعلى وجه الخصوص البورصات الخمس ( اندونيسيا، تايلاند، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين )، حيث نتج عن هذه الأزمة انخفاض حاد في القيم، فقد سجل سوق الأسهم في جاكرتا انخفاضا كبيرا حيث انخفض مؤشره في 18 ماي 1998 بنسبة 46.3% من قيمته السائدة في 30 جوان 1997، كما تعرض سوق الأسهم في هونج كونج إلى انخفاض حاد في مؤشره في يوم واحد (22 أكتوبر 1997) بلغ نحو 765.3 نقطة بنسبة 6%، كما فقد مؤشر الأسهم في البورصة الماليزية حوالي 41.5% من قيمته في 11 جويلية 1998 مقارنة بيوم 27 فيفري 1998. وهو ما يعتبر تدهورا كبيرا في أسعار الأسهم في الأسواق المالية لتلك الدول، كما امتدت آثار الأزمة الآسيوية إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفض مؤشر داوجونز في 27 أكتوبر 1997 بنسبة 7.6%، وامتدت أيضا إلى البورصات الأوروبية وبورصات دول أمريكا اللاتينية<sup>63</sup>.

ب- التحول المفاجئ في اتجاه تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وتخوف الكثير من المستثمرين الأجانب من تدهور اقتصاديات دول شرق آسيا بعدما كانت أحد الأماكن المفضلة لهم<sup>64</sup>. مما جعلهم يسارعون في بيع حجم كبير من الأسهم للتقليل من الخسائر، وهو ما أدى إلى زيادة تدهور قيمة الأسهم وتراجع الثقة وتردد الشركات في توظيف استثمارات جديدة، ويوضح الجدول الموالي الانخفاض المفاجئ في رؤوس الأموال الأجنبية خلال سنة 1997 مقارنة بسنوات سابقة.

<sup>63</sup> ولیم آندراوس، مرجع سابق، ص 182.

<sup>64</sup> P-R Krugman, M Obstfeld, A Hannequart, Loc Cit.

الجدول (2-6) : صافي تدفقات رأس المال في سبعة دول آسيوية

% من الناتج المحلي الاجمالي

1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	البلد
<b>تايلندا</b>							
-10.7	9.3	12.7	8.6	8.4	8.7	10.7	عام
4.9	0.7	0.7	0.1	0.2	0.1	1.1	خاص
<b>اندونيسيا</b>							
1.6	6.3	6.2	3.9	3.1	2.5	4.6	عام
1.0	-0.7	-0.2	0.1	0.9	1.1	1.1	خاص
<b>كوريا الجنوبية</b>							
2.8	4.9	3.9	3.1	1.6	2.4	2.2	عام
-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.6	-0.2	0.1	خاص
<b>ماليزيا</b>							
4.7	9.6	8.8	1.5	17.4	15.1	11.2	عام
-0.1	-0.1	-0.1	0.2	-0.6	-0.1	0.4	خاص
<b>الفلبين</b>							
0.5	9.8	4.6	5	2.6	2	1.6	عام
0.8	0.2	1.4	0.8	2.3	1.9	3.3	خاص
<b>سنغافورة</b>							
-5.5	-10.1	1.3	2.5	9.4	-2.7	1.7	عام
غ م	غ م	غ م	غ م	غ م	غ م	غ م	خاص
<b>الصين</b>							
3.7	4.7	5.2	5.6	4.5	-0.9	1.7	عام
-0.1	0.2	0.3	0.4	0.9	0.8	0.3	خاص

Source : Eddy lee, Op Cit, P 22

ج- انهيار وإفلاس العديد من المؤسسات المالية والاقتصادية وارتفاع معدلات البطالة والفقر، وتدني مستويات المعيشة، وتعتبر أندونيسيا وتايلاند وماليزيا وكوريا البلدان الأكثر تضررا من جراء الأزمة، حيث أن نسبة البطالة تضاعفت بثلاثة أضعاف في سنة 1999 مقارنة بسنة 1997. والجدول الموالي يوضح الارتفاع الكبير في نسبة البطالة لبعض الدول الآسيوية.

الجدول (2-7) : معدلات البطالة لبعض الدول الآسيوية خلال الفترة 1997 - 1999

	1999	1997	
5.8	2.4	هونج كونج	
15.0	4.9	اندونيسيا	
8.5	2.3	كوريا	
5.2	2.6	ماليزيا	
4.5	1.8	سنغافورة	
6.0	2.2	تايلندا	

Source : Tendances des migrations internationales, édition de L'OCDE, paris 2009, p 52

حيث أن:

- كل المعدلات في نهاية عام 1997 باستثناء ( أندونيسيا أوت 1997، تايلاند فيفري 1997)
- سنغافورة نسبة تقديرية سنة 1998، اندونيسيا وماليزيا وتايلاند ديسمبر 1998، كوريا وهونج كونج والصين جانفي 1999.

#### 4- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في أبريل 2000.

شهدت أسواق الأوراق المالية الأمريكية في أبريل من عام 2000 تدهورا كبيرا لم تشهده من قبل منذ أزمة أكتوبر 1987، حيث تركز الانخفاض الحاد في أسعار أسهم الشركات المتطورة أو ما يسمى الاقتصاد الجديد (nouvelle économie). وعن بوادر وأسباب انهيار أسعار الأسهم الأمريكية وآثارها يمكن استعراضها في النقاط التالية:

#### 4-1- بوادر الأزمة وخسائر البورصات الأمريكية

بدأت بوادر الخلل تظهر في الولايات المتحدة منذ شهر مارس 2000، حيث شهدت أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية أو ما تسمى الاقتصاد الجديد موجة من البيع وبشكل لم يسبق له مثيل بعدما كانت من أكثر الأسهم إقبالا من قبل المستثمرين منذ أوائل الثمانينات من القرن الماضي نتيجة تسارع التقدم التكنولوجي وتحرير قطاع الاتصالات السلكية واللاسلكية<sup>65</sup>. ومنذ مطلع القرن العشرين فقدت العديد من شركات التكنولوجيا والمعلوماتية الثقة نتيجة الأعمال والنتائج المخيبة للآمال واضطر الكثير من المستثمرين إلى

<sup>65</sup> H bourachot, G renouard, J L rettel, 100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Ed. Bréal, paris 2006, P182.

بيع أسهم هذه الشركات، حيث شهد شهر مارس 2000 موجة بيع كبيرة ما أدى إلى هبوط حاد لأسعار أسهم شركات التكنولوجيا أو ما يعرف الاقتصاد الجديد<sup>66</sup>.

قبل وقوع الأزمة في وول ستريت في أبريل من عام 2000 كان العديد من المتعاملين وتحديدًا كبار رجال المال والأعمال قد حذر من انفجار الفقاعة المالية حيث أشاروا إلى أن أسعار الأسهم مبالغ فيها، كما كانت هناك بعض الإشارات التحذيرية لأزمة البورصات الأمريكية من قبل البنك الاحتياطي الفيدرالي منذ منتصف عام 1996 نتيجة المضاربة المفرطة من قبل المستثمرين والارتفاع المبالغ فيه لأسعار الأسهم وبخاصة أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية، وعزز ذلك في رفع أسعار الفائدة وفي كل مرة يعلن إشارات الإنذار.

#### 4-2- أسباب الأزمة

تناول العديد من المحللين الماليين العوامل التي أدت إلى انهيار أسعار الأسهم الأمريكية وغيرها من الأسواق المالية العالمية في شهر أبريل 2000، وأهم هذه العوامل والأسباب ما يلي:

- المضاربات المفرطة والمبالغة الشديدة في أسعار الأسهم، وخاصة أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية بهدف جني أكبر قدر من الأرباح السريعة.

- الأخبار غير مطمئنة عن نتائج أعمال بعض الشركات الكبيرة الرائدة بقطاع التكنولوجيا التي تم الإعلان عنها في شهر مارس 2000.

- إدانة شركة مايكروسوفت بممارسة أنشطة احتكارية الأمر الذي فتح الباب أمام تعرضها لعقوبات قد تؤثر على مستقبلها وهو ما انعكس بشكل عام على أسعار الأسهم التكنولوجية في أسواق المال الأمريكية والأوروبية والآسيوية على حد سواء.

<sup>66</sup> Elsa Poupardin, Communiquer dans un monde en crise, Ed. L'harmattan, paris, 2005, P129.

الفصل الثالث:

# الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب، التداعيات و السياسات الاحتوائية

واجه الاقتصاد العالمي واحدة من أصعب الأزمات في تاريخه الحديث وأكثرها حدة منذ أزمة الكساد الكبير في الثلاثينات من القرن الماضي، وقد تضافرت العديد من الأسباب والعوامل وتراكمت لعدة سنوات لتصنع أسوأ أزمة يشهدها الاقتصاد الأمريكي والعالمي، ولم تقتصر تداعياتها على الأسواق المالية والبنوك فحسب بل امتدت حتى إلى الجانب الحقيقي من الاقتصاد، وكانت لها انعكاسات بالغة الخطورة على معظم الاقتصاديات العالمية بما فيها الاقتصاديات العربية، وقد تسارعت الدول المتأثرة بالأزمة إلى اتخاذ التدابير والإجراءات اللازمة لمواجهةها والحد من تداعياتها.

نحاول من خلال هذا الفصل التعرف على طبيعة الأزمة المالية العالمية وأهم أسبابها ومؤشراتها، وإلى أسباب تحولها إلى أزمة اقتصادية ودراسة آثارها على الاقتصاديات العالمية، وأهم السياسات الاحتوائية القطرية والإقليمية للأزمة المالية، وأخيرا نحاول التطرق إلى أهم آثار وتداعيات الأزمة المالية على اقتصاديات الدول العربية وبشكل خاص أسواقها المالية.

## المبحث الأول: حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية

تشير معظم التقارير والتحليل الاقتصادية المعاصرة والمتاحة إلى أن جذور الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ سبتمبر 2008 تعود بصورة رئيسية إلى تداخل الكثير من الأسباب المالية والتنظيمية والتي كان لها أثر سلبي في تطور الاقتصاد العالمي الحر والمعلم في إطار المنظومة الرأسمالية المسيطرة، وللوقوف على حقيقة الأزمة المالية العالمية وأبعادها المختلفة يقتضي منا البحث في الإطار الزمني لهذه الأزمة وكيفية نشأتها وظروف تطورها والتعرف على أسبابها وأهم الآثار الاقتصادية الناجمة عنها، ومدى تأثير التداخل بين الاقتصاديات الدولية على انتشارها بالصورة التي آلت إليها، مما جعلها تؤثر على معظم اقتصاديات العالم، ونحاول في الأخير استعراض مختلف الحلول والخطط التي اتخذت من طرف المجموعة الدولية للخروج من الأزمة وللتخفيف من حدتها، وعليه سنحاول استعراض في هذا المبحث النقاط التالية:

- ✓ نشأة وتطور الأزمة المالية العالمية؛
- ✓ أسباب الأزمة المالية العالمية؛
- ✓ الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية؛
- ✓ الجهود الدولية المبذولة لاحتواء الأزمة.

## المطلب الأول: نشأة وتطور الأزمة المالية العالمية

تعرض العالم في الآونة الأخيرة لأزمة مالية توصف بأنها الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير على حد تعبير الخبراء الاقتصاديين. وقد حملت الدول الأوروبية مسؤولية الولايات المتحدة الأمريكية في حدوث الأزمة، وهو ما لم تنكره الولايات المتحدة نفسها، وإن أكدت في ذات الوقت مشاركة المجتمع الدولي لها في حدوث هذه الأزمة وبشكل خاص بعض الدول الآسيوية، كما أكدت على ضرورة مشاركة المجتمع الدولي لها في اتخاذ الإجراءات الكفيلة بمواجهتها والتخفيف من حدتها.

هناك إجماع على أن البوادر الأولى للأزمة المالية العالمية نشأت من مشكلة الائتمان في مجال الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية والذي يعتبر أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم انتقلت كالعنقود إلى بقية النظام التمويلي من خلال أدوات مالية متطورة و معقدة يصعب تحديد مستوى المخاطرة فيها مما أدى إلى حالة من عدم التأكد في اتخاذ القرارات وغموض كبير وخسائر كبيرة قدرت

مليارات الدولارات. وتميزت الأزمة المالية العالمية عن غيرها من الأزمات المالية السابقة كونها أكثر تعقيدا كما تميزت بسرعة انتشارها من الولايات المتحدة إلى الدول الأخرى.

## 1- أزمة الرهن العقاري الأمريكية

لقد تم تحرير أسواق الرهن العقاري منذ الثمانينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا والعديد من الدول الأوروبية، بإلغاء القواعد التنظيمية التي وضعت في الحقبة الكثرية حدودا قصوى لقيمة القروض العقارية ولأسعار الفائدة وفترات السداد، كما وضعت أيضا قواعد ملزمة لترشيد استخدام الائتمان في أسواق الرهن العقاري<sup>1</sup>. وتزايدت عمليات تحرير أسواق التمويل العقاري مع الإلغاء التدريجي للقيود على أسعار الفائدة، وقد ترتب على هذه الإجراءات الجديدة إنشاء سوق ثانوية للرهن العقاري التي خلقت سهولة ومرونة كبيرة في تمويل القروض العقارية عن طريق أسواق رأس المال وتعمقت العلاقة بين سوق النقد الممثلة في البنوك وسوق رأس المال.

ساهمت الإجراءات الجديدة بتوسع كبير في تحرير الأنظمة البنكية وإتباع سياسة نقدية توسعية من أجل زيادة وتيرة النمو الاقتصادي، فقد تم خفض معدلات الفائدة إلى مستويات متدنية، كما توسعت البنوك في منح القروض العقارية نتيجة الوفرة في السيولة التي عرفتها الأسواق، بشكل أدى إلى زيادة حدة المنافسة فيما بينها لاجتذاب المقترضين وذلك بتسهيل وتبسيط إجراءات وشروط الحصول على القروض العقارية، مما أدى إلى توسع كبير في الائتمان العقاري وزيادة عدد المقترضين، مع ظهور حراك غير مسبوق في سوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001 و2007، تجسد في ارتفاع أسعار العقارات وظهور المضاربات المفرطة في الأسواق.

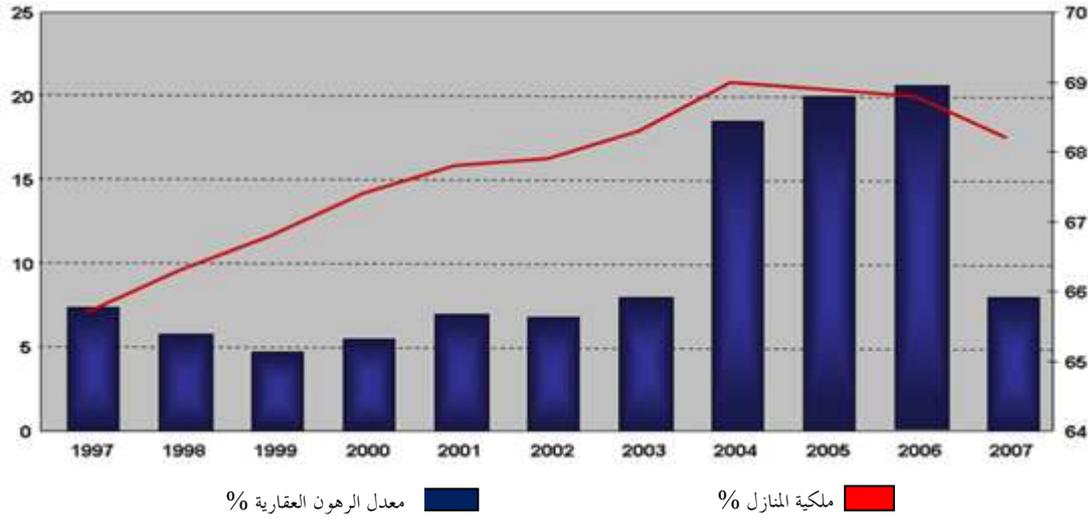
ونتيجة لانخفاض أسعار الفائدة بمسويات كبيرة وانفجار فقاعة أسعار قطاع تكنولوجيا المعلومات وتراجع معدلات العائد على الاستثمار في القطاعات البديلة لقطاع تكنولوجيا المعلومات حصل تحول واضح في الاستثمارات الشخصية لصالح الإسكان والعقار، فقد شجع المواطنون الأمريكيون على التقدم لمختلف الشركات العقارية لشراء المنازل والعقارات، فحصل ارتفاع كبير في الطلب على العقارات<sup>2</sup>. كما حملت

<sup>1</sup> صفوت عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر، 1 و2 أبريل 2009، ص4.

<sup>2</sup> زكرياء بله باسي، الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر الجنان حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، طرابلس لبنان، مارس، 2009، ص7.

الحكومة الأمريكية شعارا بتوفير منزل لكل مواطن، فساعد على ذلك انتشار المكاتب العقارية، والبنوك الاستثمارية في المجال العقاري.

الشكل (3-1) : ملكية المنازل ومعدل الرهون العقارية في الولايات المتحدة للفترة 1997-2007



Source :

[http://en.wikipedia.org/wiki/File:U.S.\\_Home\\_Ownership\\_and\\_Subprime\\_Origination\\_Share.png](http://en.wikipedia.org/wiki/File:U.S._Home_Ownership_and_Subprime_Origination_Share.png)

تاريخ الاطلاع: نوفمبر 2010

شكل وضع شركتي فاني ماي وفريدي ماك خطوة غير متوقعة في مسار أزمة الرهن العقاري الأمريكية، حيث كانتا تغطيان بمفردهما مخاطر 45% من القروض العقارية الأمريكية، فقد قامت بتأمين سيولة سوق القروض العقارية من خلال تأمين هذه القروض أو عبر شرائها من البنوك، كذلك تم تشجيع الاقتراض نظرا لإمكانية خصم الفائدة على الدين العقاري من ضريبة الدخل وكانت Freddie mac و Fannie Mae تمولان نشاطهما من خلال إصدار سندات معروفة باسم "سندات المنازل المضمونة عقاريا"، والتي لم يكن نجاحها لدى المستثمرين غريبا عن القناعة بأن الحكومة الأمريكية كانت تضمنها ولو دون إعلان صريح. كما ازدادت وتيرة نموها المتسارعة باستمرار بالتزامن مع إلغاء القيود على المنظومة المالية، وقد كانت الشركتان تدعمان بمفردهما حوالي 96% من السندات المرفقة بقروض الرهن العقاري<sup>3</sup>.

نظرا لأن أسعار العقارات بحسب طبيعتها في ارتفاع مستمر<sup>4</sup>، فضلا عن أنها قد شهدت خلال الفترة الممتدة بين عام 2001 و 2007 رواجاً غير مسبوق في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أغرى هذا المقترضين وتملكوا العقارات على رهنها أو رهن بعضها في مقابل الحصول على قروض لإنفاقها على شراء

<sup>3</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص 254.

<sup>4</sup> الزيادة المعقولة لأسعار العقارات هي 1% سنويا، على أساس معدل الولادات والوفيات وزيادة الدخل القومي.

منازل أخرى أو على استهلاكهم الترفي غالبا. وهم على يقين من قدرتهم على سداد الأقساط الشهرية المطلوبة منهم، باعتبار أنها كانت تقع على حدود المبالغ التي كانوا يدفعونها من قبل كإيجار لمساكنهم، وبالنظر أيضا إلى الارتفاع المستمر لقيم العقارات التي تملكوها.

غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض كان يتضمن شروطا مجحفة به أهمها:<sup>5</sup>

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

نظرا لارتفاع نسبة العمولة للعاملين في القطاع العقاري والشركات العقارية، عمد الكثير من العاملين في أقسام المبيعات والتسويق في تلك الشركات إلى إخفاء حقيقة ارتفاع تكلفة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة وغيرها من أنواع القروض ذات أسعار الفائدة غير الثابتة حيث:<sup>6</sup>

- ارتفع عدد القروض المصدرة بشكل واضح خلال السنوات 2001-2003، وتراجع بعد ذلك نتيجة لارتفاع عدد القروض المتعثرة التي تم توريقها وبيعها في الأسواق المالية؛

- استحوذ قروض الهيبرد (HM) إلى حوالي نصف القروض عالية المخاطر، وقروض الـ HM هي تلك القروض التي تحمل أسعار فائدة ثابتة في بداية عمر القرض (2-3 سنوات)، ومن ثم يعاد تحديد سعر الفائدة عليها وفقا لسعر مرجعي؛

<sup>5</sup> ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص4.

<sup>6</sup> زكرياء بله باسي، مرجع سابق، ص9.

- أصبح نوع الإقراض بفائدة ثابتة FRM أقل من 20% من إجمالي عدد القروض عامي 2005 و2006، وبالمقابل كانت معظم القروض العقارية المقدمة في سوق الإقراض خالي المخاطر من نوع الفائدة الثابتة حيث شكلت حوالي 60-90% خلال الفترة 2001-2005 وفقا لدراسة قام بها بعض الباحثين؛

- قفزت حصة القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المعروفة بـ ballon عام 2006 لتصل نسبتها من إجمالي القروض عالية المخاطر إلى 25.2% مقابل 0.8% عام 2003 وهذه القروض تتطلب عادة دفع دفعة كبيرة في نهاية القرض.

اندفعت المؤسسات المالية في الولايات المتحدة إلى تقديم تسهيلات ائتمانية مغرية وميسرة للغاية لجميع فئات الشعب الأمريكي وبالتفصيل المريح وبأسعار فائدة تتغير بتغير الوضع الاقتصادي وبدون ضمانات مالية سوى ملكية العقار<sup>7</sup>، وهكذا تراكمت قروض الرهون العقارية ولأفراد لديهم تاريخ ائتماني ضعيف والبعض منهم ليس لديهم دخول مالية ولا يملكون أصولا يمكن اعتمادها ضمانات إضافية ولا حتى وظائف معروفة، وبهذا بلغت قروض الرهن العقاري مستويات غير مألوفة مع توالي امتداد ظلال الازدهار الكبير لسوق العقارات، واتجهت صناديق الأسهم العقارية العالمية إلى زيادة التداول وبشكل كثيف للأسهم العقارية ليس فقط في الولايات المتحدة الأمريكية بل في معظم الدول الأوروبية والعديد من الدول الآسيوية.

لقد تنافست المؤسسات المالية في التمويل العقاري المفرط لأشخاص لا يتمتعون بملاءة مالية جيدة وليس لديهم تاريخ ائتماني وذلك لاعتقادهم بأنهم سوف يستعيدون ملكية هذه العقارات بأسعار منخفضة في حال لم يتمكنوا من استرداد قروضهم، ومن ثم تقوم هذه المؤسسات بعرض تلك المساكن أو العقارات للبيع مستفيدة من التصاعد المستمر في أسعار العقارات خلال تلك الفترة، والذي كان ارتفاعا تضخميا أي لا تدعمه أسباب اقتصادية حقيقية، إذ تشكل ما يسمى الفقاعة السعرية، مما دفع معظم البنوك وشركات الإقراض التي قدمت تلك التسهيلات الائتمانية بضمانة العقارات للاعتقاد بأنها لن تخسر في أغلب الأحوال حتى لو توقف المقترضون عن سداد قروضهم في ضوء ارتفاع أسعار العقارات، بل إنها قد تريح من الفرق في الأسعار عند إعادة تملك هذه العقارات<sup>8</sup>.

أدى الارتفاع الكبير والغير المتوقع لأسعار الفائدة إلى تفاقم قيمة الأقساط العقارية على المستثمرين وملاك العقارات، وامتنع الكثيرون عن السداد بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، وقامت بذلك المؤسسات المالية ببيع

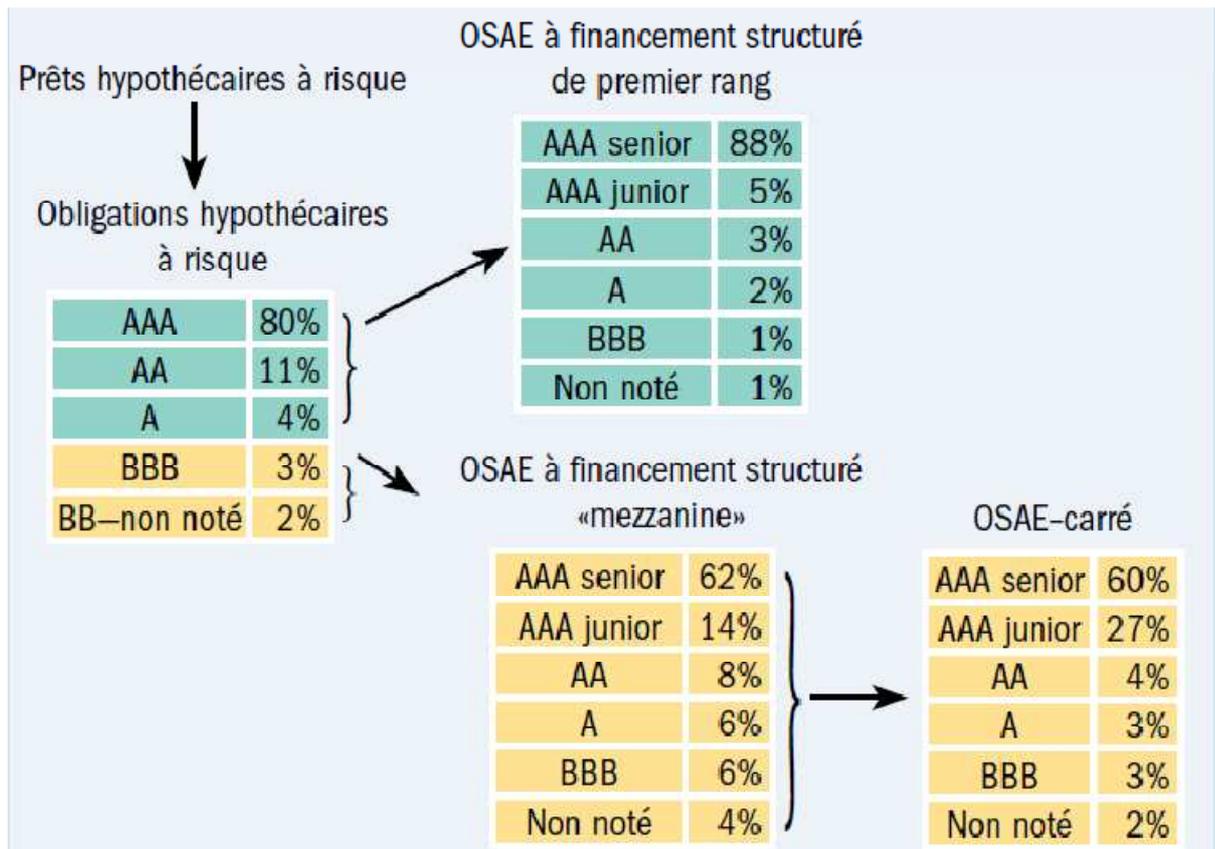
<sup>7</sup> رمزي محمود، الأزمة المالية والفساد العالمي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2009، ص22.

<sup>8</sup> محمد راتب النابلسي، الأزمة المالية العالمية دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الرأسمالية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق، ط 2، 2009، ص17.

ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالميين بهدف تحويل المخاطر إلى المستثمرين حاملي هذه السندات، الذين يحصلون على عوائد سندايم من مدفوعات المقترضين من أقساطهم الشهرية.

تعتمد القيمة السوقية للسندات وعوائدها على تقييم وكالات التصنيف لهذه السندات، حيث تحظى السندات التي يتم التأكد من قدرة المدين على الوفاء بالقرض الضامن لها بتقدير أعلى من السندات التي يثور الشك بخصوصها أو تلك التي كانت تمثل دينا يعجز المدين عن الوفاء به، فتصنف على أنها لا قيمة لها. وهكذا يتم تجميع عددا كبيرا من القروض الموزعة ثم تقسم التدفقات النقدية الناجمة إلى شرائح أو أجزاء، تدفع لحائزين مختلفين ويتم سداد المدفوعات من المجموع للحائزين على هذه الشرائح بنظام محدد يبدأ بالشرائح الممتازة (الأقل خطورة) ويتسلسل تنازلي خلال مستويات مختلفة إلى غاية الشرائح الأكثر خطورة وتسمى هذه العملية بالتمويل المهيكّل (le financement structure)، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل (3-2) : المنتجات العقارية المهيكلة



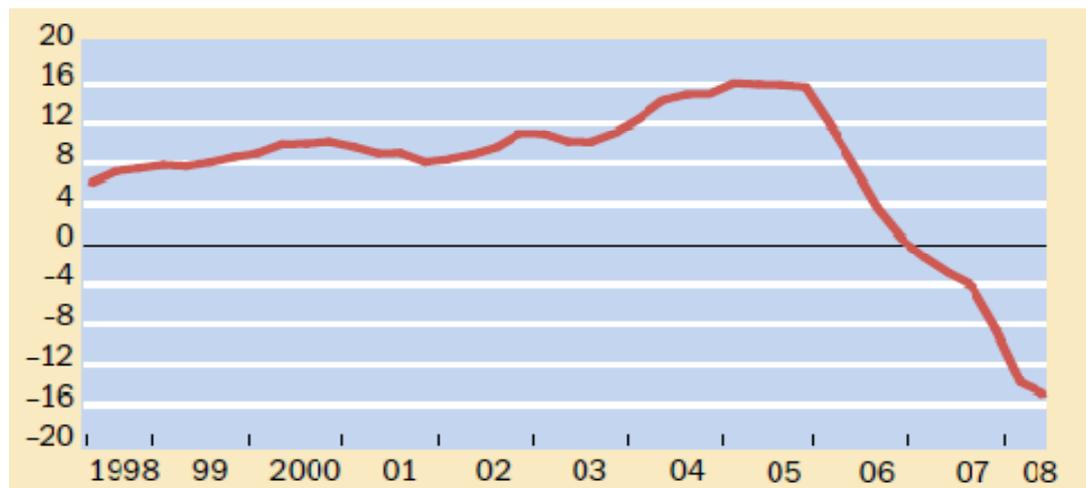
Source : Fonds monétaire international, finances et développement, volume 45, numéro 2, juin 2008, P 10.

لتقوية ضمان السندات ابتكرت البنوك العاملة في إطار الرهن العقاري في الولايات المتحدة طرق جديدة، بتوجيه حامل السندات إلى التأمين عليها لدى شركات التأمين مع تحميلها المسؤولية في حالة عجز المقترض عن

السداد مقابل الحصول على دفعات منتظمة على غرار أقساط التأمين، وقد تم تنفيذ عمليات هذا التأمين دون أي رقابة أو إجراءات توجيهية من الأجهزة المالية المسؤولة، مما سهل انتشارها بصورة لم يسبق لها مثيل طيلة العقدين الماضيين، وأصبحت هذه العمليات من أكثر الأدوات المالية انتشاراً، تشجعت البنوك ومؤسسات الرهن العقاري بسببها على التوسع في الإقراض.

وعليه، فإن العقارات المرهونة حملت بعدد كبير من القروض التي تفوق قيمتها، وانقطعت بذلك الصلة بين المستثمرين والمقرضين بضمان العقارات، وعرفت أسعار العقارات انخفاض كبير في الوقت الذي تعذر فيه على المقرضين دفع أقساط القروض المستحقة عليهم بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، مما أدى إلى زيادة ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات وكثرت بذلك المواجهات بين البنوك والمقرضين، وعرض ما لا يقل على ثلاثة ملايين منزل للبيع في أواسط عام 2007، إضافة إلى إفلاس عدد من المصارف ومؤسسات الإقراض الأمريكية.

الشكل (3-3) : الرقم القياسي لأسعار المنازل في الولايات المتحدة خلال الفترة 1998 - 2008



Source : Fonds monétaire international, finances et développement, volume 45, numéro 4, décembre 2008. P 16.

في ظل هذا الواقع بدأت تظهر أزمة مالية خطيرة في سوق الرهن العقاري الأمريكية، وعملت على تهديد قطاع العقارات والبنوك والأسواق المالية ليس في الولايات المتحدة فحسب بل في العالم أجمع، لذلك قررت معظم البنوك الأوروبية وبعض البنوك الآسيوية تجميد صناديقها العاملة في المجال العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية.

## 2- تداعيات أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة

تضاعفت المخاوف في الأسواق المالية نتيجة تسرب أزمة الائتمان العقاري إليها واستمرار هبوط أسعار الأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري، وتم الإعلان عن تعثر الكثير من البنوك الكبرى نتيجة خسائرها الكبيرة، حيث أعلن بنك الأعمال الاستثماري العملاق ليمان برادرز إفلاسه بتاريخ 15 سبتمبر 2008، والذي يعد رابع أكبر بنك استثماري بالولايات المتحدة، حيث تأسس سنة 1850 وعرف بصموده لأكثر من قرن ونصف القرن في وجه العديد من الأزمات المالية التي واجهتها الولايات المتحدة، بما في ذلك أزمة الكساد الكبير، وتم انهياره تحت وطأة الأصول عالية المخاطر المرتبطة بشكل أساسي بالرهن العقاري.

امتدت الأزمة لتشمل عدد من المؤسسات المالية المهمة التي تشكل ركنا مهما من أركان النظام المالي الأمريكي، وأدت في تطوراتها المتلاحقة إلى استحواذ بنك أوف أمريكا على أحد أبرز البنوك الأمريكية على بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو بنك ميرل لينش، كما واجهت شركة التأمين الأمريكية، أميركان انترناشيونال AIG العملاقة والتي تعتبر من أكبر شركات التأمين في العالم مخاطر كبيرة بعد الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد الأمريكي إثر الإعلان عن إفلاس بنك ليمان برادرز الاستثماري، حيث قرر بنك الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية التدخل بشكل استثنائي وغير مسبوق لإنقاذ AIG، لأنها عجزت عن سداد المليارات من الدولارات تمثل قروضا كانت قد ضمنتها للبنوك الاستثمارية ومؤسسات التمويل العقاري.

تعدى الأمر نطاق البنك المركزي الأمريكي عندما أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية وضع المجموعتين العملاقتين في مجال منح الائتمان العقاري فريدي ماك وفاني ماي تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، كما تم إجراء تعديلات هيكلية في المؤسستين الماليتين " غولدمان ساكس " وبنك " مورغان ستانلي "، واضطرت المجموعة الأمريكية " واشنطن ميوتشال " سادس أكبر بنك أمريكي إلى إشهار إفلاسها وتم بيع أصولها إلى مؤسسة " جي بي مورجان"، كما أعلنت وزارة الخزانة الأمريكية والاحتياطي الفيدرالي حماية أكبر بنك في الولايات المتحدة " سيتي غروب " من خسائر محتملة، ومن ناحية أخرى تم في هذه المرحلة الإعلان أيضا عن إفلاس العديد من البنوك.

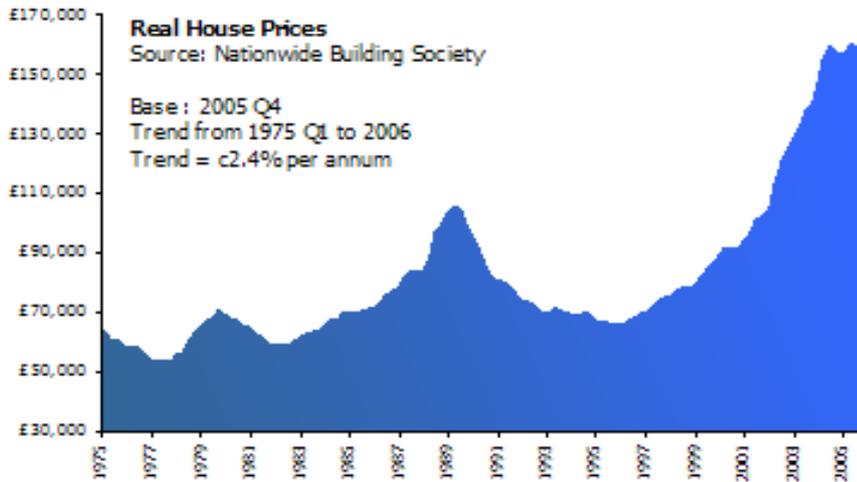
## 3- تحول أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية عالمية

مع اتساع وتنامي تداعيات انهيار سوق الرهن العقاري القائم على القروض عالية المخاطر تدهورت البورصات الأمريكية وحدثت انهيارات مالية غير متوقعة في وول ستريت في شهر أوت 2007، حيث

انخفض مؤشر داو جونز بشكل كبير، ونتيجة ذلك فقد أعلنت بنوك كبرى عن هبوط حاد في أسعار أسهمها، وامتدت هذه الانهيارات إلى بورصات كل من طوكيو وفرانكفورت وباريس ولندن وإلى معظم الأسواق المالية العالمية الكبرى، كما هبط المؤشر العام في دول لا توجد فيها استثمارات أمريكية في أسواقها، وعلى هذا الأساس كثفت البنوك المركزية في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية عملياتها في مجال دعم السيولة في البنوك والمؤسسات المالية.

وعليه، وكما يجري في عصر العولمة وانفتاح الأسواق المالية فقد أثرت الأزمة المالية في الولايات المتحدة على معظم الأسواق المالية في العالم، فقد انتقلت عدوى أزمة الرهون العقارية إلى المملكة المتحدة، حيث اضطرت الحكومة البريطانية إلى تأمين نورثرن روك خامس أهم مؤسسة مصرفية في قطاع الإقراض العقاري منعا لإفلاسها، ليكون أول بنك للإقراض العقاري تؤممه الحكومة البريطانية. وقد شهدت أسعار العقارات في بريطانيا ارتفاع كبير خلال الفترة التي سبقت الأزمة وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (3-4): أسعار العقارات في بريطانيا خلال الفترة 1975-2006



Source : <http://en.wikipedia.org/wiki/File:Graph-house-prices-1975-2006.gi>

تاريخ الاطلاع: نوفمبر 2010

مع توجه الأزمة إلى المزيد من الانكماش في مجال الائتمان العقاري، أصاب الركود سوق العقارات في بريطانيا والعديد من الدول الأوروبية، حيث قام بنك إنجلترا بخفض سعر الفائدة ونبه إلى خطورة الأزمة على المستوى الدولي، وأكد على ضرورة اتخاذ الإجراءات الملائمة للسيطرة على الأزمة، كما كان لانفجار الفقاعة العقارية الأمريكية عاملا مهما لانخفاض أسهم الشركات الأخرى التي لا تنتمي إلى القطاع العقاري في حين لا وجود لمثل هذا العامل في دول أخرى ومع ذلك فقد هبطت أسهم شركاتها العقارية وغير العقارية.

يمكن تحليل عالمية الأزمة المالية العالمية بالاعتماد على ثلاثة عوامل يتعلق العامل الأول والثاني بمختلف بلدان العالم ويرتبط العامل الثالث بالدول التي تتبع سياستها النقدية نظام الصرف الثابت مقابل الدولار، وتصيب جميع العوامل في محور واحد وهو فقدان الثقة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية، ويمكن تحليل هذه العوامل وفق ما يلي:<sup>9</sup>

- العامل الأول والأساسي هو ظهور بواذر الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمر الذي ينعكس على صادرات البلدان الأخرى وعلى أسواقها المالية، فالولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم حيث بلغت وارداتها السلعية 1919 مليار دولار أي 15.5% من الواردات العالمية.

- أما العامل الثاني فهو تعويض الخسارة حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد، فإذا تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإن أسهمهم في دولة أخرى قد لا تصيبها الخسارة.

- وفيما يتعلق بالعامل الثالث فيتمثل في الخوف من هبوط جديد وحاد لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى، وهبطت قيم الأسهم بين مطلع عام 1987 ومطلع عام 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية سبع مرات بنسب عالية. وفي كل مرة يتراجع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية بسبب لجوء البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض أسعار الفائدة، وهذا التراجع يعني خسارة للاستثمارات بالدولار سواء في الولايات المتحدة أم خارجها وتحدث هذه الخسارة أيضا وبنفس النسبة في البلدان التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار كما هو حال غالبية أقطار مجلس التعاون الخليجي، وعلى هذا الأساس فإن أية أزمة مالية في الولايات المتحدة تقود إلى سحب استثمارات من هذه الأقطار لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة كأوروبا وبلدان جنوب شرق آسيا.

#### 4- المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها

يمكن تلخيص أهم مراحل الأزمة المالية التي ظهرت في الولايات المتحدة بداية 2007 وانعكست على معظم دول العالم في النقاط التالية:<sup>10</sup>

<sup>9</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص 284-285.

<sup>10</sup> <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83F0-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.htm>

- فيفري 2007: عدم سداد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد).
- أوت 2007: البورصات تتدهور أمام اتساع الأزمة والبنوك المركزية تتدخل لدعم السيولة.
- أكتوبر إلى ديسمبر 2007: عدة بنوك كبرى تعلن انخفاض في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- 22 جانفي 2008: الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم تخفيضه تدريجياً إلى 2% بين جانفي وأفريل 2008.
- 17 فيفري 2008: الحكومة البريطانية تؤمّن بنك نورثرن روك.
- 11 مارس 2008: تضافر جهود البنوك المركزية مجدداً لمعالجة سوق القروض.
- 16 مارس 2008: جي بي مورجان تشيز يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي بير ستيرنز بسعر متدن مع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.
- 24 أفريل 2008: قام بنك يو بي إس السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية، والتي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله، في أكبر خسارة يتعرض لها أول بنك سويسري والمصنف الثالث أوروبا والأول عالمياً في مجال إدارة الثروات الخاصة.
- 30 ماي 2008: أكد مسؤول بوزارة الخزانة الأمريكية بأن أزمة الرهن العقاري بدأت تخف بعد الجهود التي قام بها الاحتياطي الفيدرالي والبنوك المركزية الأخرى لضخ الأموال في المؤسسات المالية، وقال مساعد وزير الخزانة للشؤون الدولية إن الاحتياطي الفيدرالي والبنوك الأخرى تنسق جهودها لحماية النظام المالي من الاضطراب بعدما ظهرت أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2007، كما أشار إلى أن المؤسسات المالية أبلغت عن خسائر فاقت 300 مليار دولار بسبب الأزمة المالية، لكن تم تخفيف هذه المشكلة بتوفير 200 مليار دولار من البنوك المركزية مما ساعد البنوك في توفير القروض.
- 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري فريدي ماك وفاني ماي تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك الأعمال ليمن برادرز بإفلاسه، بينما يعلن أحد أبرز البنوك الأمريكية، بنك أوف أمريكا، شراء بنك للأعمال في وول ستريت هو ميريل لينش، وعشرة بنوك دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحاً في

- حين توقف المصارف المركزية على فتح مجالات القروض، إلا أن ذلك لا يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر 2008: الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية تؤمnan أكبر مجموعة تأمين في العالم آيه آي جي المهدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها، والبنوك المركزية تكثف العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني لويد تي إس بي يشتري منافسه إتش بي أو إس المهدة بالإفلاس، والسلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص البنوك من أصولها الغير القابلة للبيع.
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى التحرك فوراً حيال خطة لإنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات خلال الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك، والأسواق المالية تضاعف قلقها أمام الماطلة حيال الخطة الأمريكية.
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية فورتيس في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة يشتري بنك جي بي مورغان منافسه واشنطن ميوتشوال بمساعدة السلطات الفيدرالية.
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس وفي أوروبا يجري تعويم فورتيس من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، وفي بريطانيا يجري تأمين بنك برادفورد وبنجلبي.
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وبورصة وول ستريت تنهار، كما تراجع البورصات الأوروبية بقوة هي الأخرى وفي وقت سابق خلال النهار، وفي اللحظة ذاتها، واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعها مانعة البنوك من إعادة تمويل ذاتها، وقبل رفض الخطة، أعلن بنك سيتي غروب الأمريكي أنه يشتري منافسه واكوفيا بمساعدة السلطات الفيدرالية، وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي سجلت خسارة تفوق 10%.
- 1 أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

## المطلب الثاني: عوامل وأسباب الأزمة المالية العالمية

لقد ساهمت عوامل متعددة في تشكل وانفجار الأزمة المالية العالمية التي بدأت بوادرها الأولى من الولايات المتحدة الأمريكية لتشمل باقي دول العالم، محدثة سلسلة من التداعيات التي لم تبلغ مداها بعد، ويمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء اندلاع الأزمة المالية العالمية وذلك في أربعة نقاط أساسية:

- تغير ظروف الاقتصاد العالمي والاقتصاد الأمريكي.
- الانحراف عن المقاييس المعمول بها في منح القروض العقارية.
- تعميم المضاربة واللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة.
- وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في الأزمة المالية العالمية.

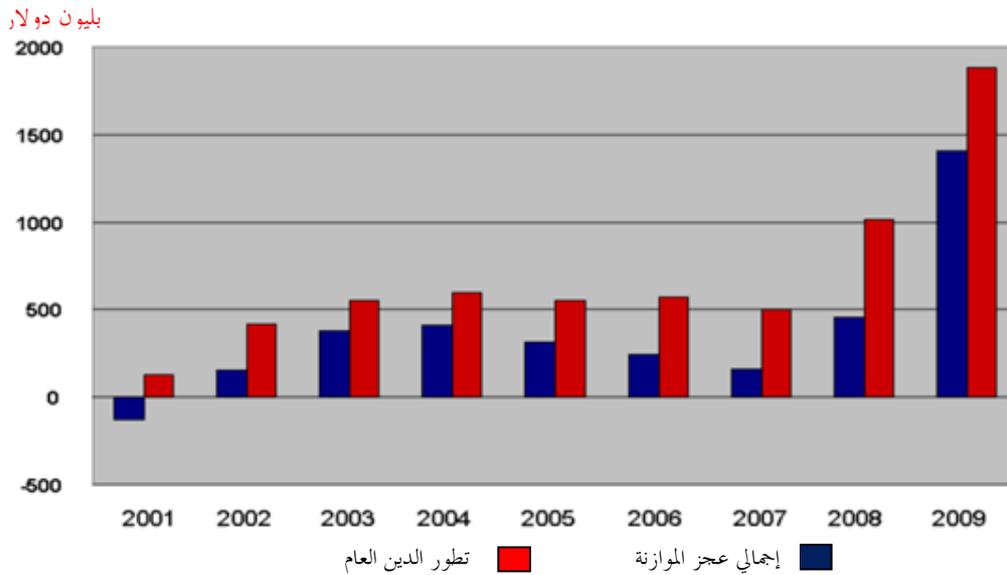
### 1- تغير ظروف الاقتصاد العالمي والأمريكي

يمكن القول بأن جذور الأزمة المالية العالمية تعود إلى بداية القرن الحالي، حيث حصلت تراجعات مهمة في أداء الأنشطة الإنتاجية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي اقتصاديات الدول المتقدمة، وباعتبار أن الأزمة المالية لم تأتي من فراغ، بل تفاعلت مع الوضع الاقتصادي الكلي الذي يعاني في الولايات المتحدة من مشاكل خطيرة واختلالات عديدة منذ فترة طويلة لعل من أهمها:<sup>11</sup>

- أ- عجز الميزانية: يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يؤكد ضرورة الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية وليس المالية. ويغلب الطابع العسكري على النفقات العامة، حيث لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية.

<sup>11</sup> مصطفى حسني مصطفى، الأزمة المالية العالمية أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، أبريل 2009، ص 5-6.

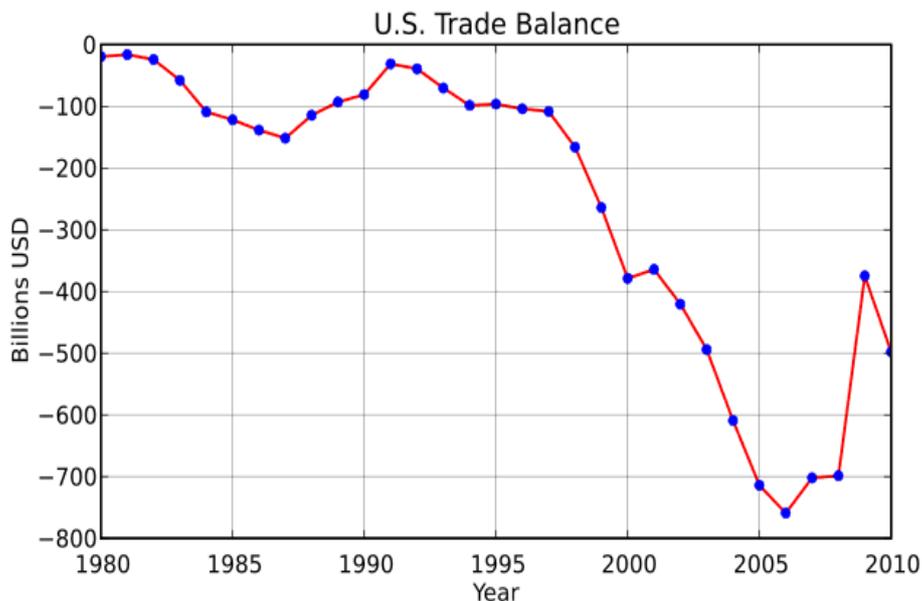
الشكل (3-5) : إجمالي عجز الموازنة والزيادة في الدين العام للولايات المتحدة خلال الفترة 2001-2009



Source: [http://en.wikipedia.org/wiki/File:Deficits\\_vs.\\_Debt\\_Increases\\_-\\_2009.png](http://en.wikipedia.org/wiki/File:Deficits_vs._Debt_Increases_-_2009.png)  
تاريخ الاطلاع: نوفمبر 2010

ب- العجز التجاري: العجز التجاري الأمريكي سجل عجز منذ عام 1971، إذ أنه لم يسجل أي فائض، بل عجز يزداد سنويا حتى وصل في عام 2002 إلى ما يقارب 450 مليار دولار<sup>12</sup>. وإلى حوالي 758 مليار دولار في عام 2007.

الشكل (3-6) : العجز التجاري للولايات المتحدة خلال الفترة 1980-2010



Source: [http://en.wikipedia.org/wiki/File:US\\_Trade\\_Balance\\_1980\\_2010.svg](http://en.wikipedia.org/wiki/File:US_Trade_Balance_1980_2010.svg)  
تاريخ الاطلاع: نوفمبر 2010

<sup>12</sup> Pierre Lagayette, les Etats-Unis Contemporaines, Ed. Bréal 2002, P 99.

كما قدر العجز في ميزان المدفوعات حوالي 5.7% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2004 وحوالي 6.2% سنة 2006، بينما نجد أن الفائض التجاري للصين خلال عامي 2007 و2008 قدر بحوالي 25 مليار دولار شهريا، أي 300 مليار دولار على أساس سنوي<sup>13</sup>.

الجدول (3-1): ميزان العمليات الجارية في بلدان مختلفة

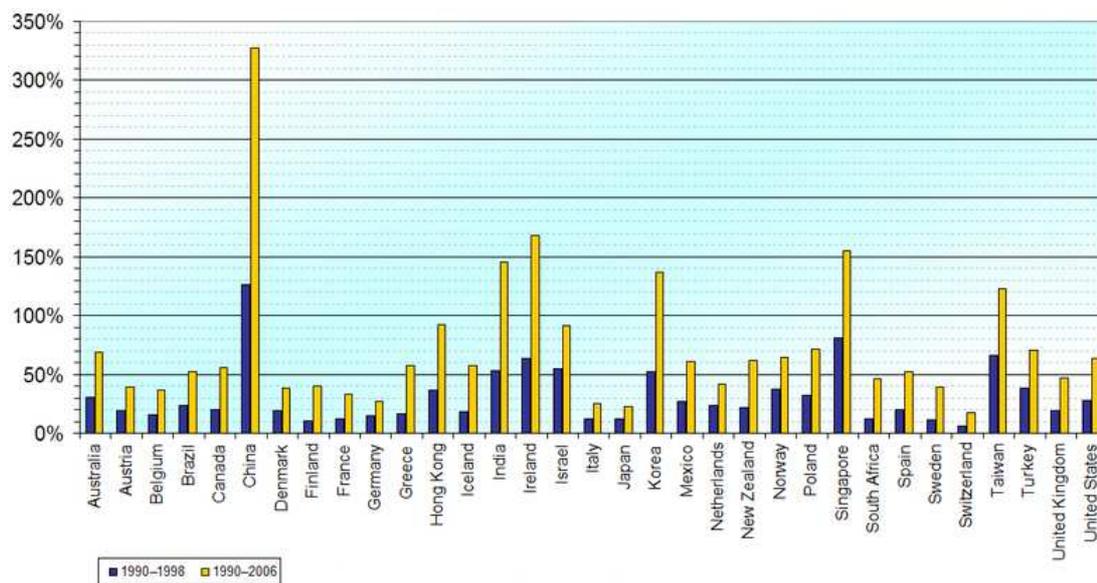
	2000	2001	2002	2003	2004	2000	2001	2002	2003	2004
	(En milliards de dollars)					(En pourcentage de l'excédent ou du déficit total)				
<b>Économies excédentaires</b>										
Japon	119,6	87,8	112,6	136,2	171,8	23,8	21,6	21,9	20,4	19,3
Allemagne	-25,7	1,6	43,1	51,8	96,4	3,9	0,4	8,4	7,8	10,9
Chine	20,5	17,4	35,4	45,9	70,0	4,1	4,3	6,9	6,9	7,9
Fédération de Russie	44,6	33,4	30,9	35,4	59,6	8,9	8,2	6,0	5,3	6,7
Arabie saoudite	14,3	9,4	11,9	29,7	49,3	2,9	2,3	2,3	4,4	5,5
Suisse	30,7	20,0	23,3	42,4	42,9	6,1	4,9	4,5	6,4	4,8
Norvège	26,1	26,2	24,4	28,3	34,4	5,2	6,4	4,8	4,2	3,9
Suède	9,9	9,7	12,1	23,0	28,0	2,0	2,4	2,4	3,4	3,2
Singapour	11,9	14,4	15,7	27,0	27,9	2,4	3,5	3,1	4,0	3,1
République de Corée	12,3	8,0	5,4	12,1	26,8	2,4	2,0	1,0	1,8	3,0
Canada	19,7	16,1	14,4	17,0	26,0	3,9	4,0	2,8	2,6	2,9
Pays-Bas	7,2	9,8	12,8	15,1	19,4	1,4	2,4	2,5	2,3	2,2
Taiwan, province chinoise	8,9	18,2	25,6	29,3	19,0	1,8	4,5	5,0	4,4	2,1
Émirats arabes unis	12,2	6,5	3,5	6,9	16,1	2,4	1,6	0,7	1,0	1,8
Hong Kong (Chine)	7,1	9,9	12,6	16,2	15,9	1,4	2,4	2,5	2,4	1,8
Malaisie	8,5	7,3	8,0	13,4	15,7	1,7	1,8	1,6	2,0	1,8
Koweït	14,7	8,3	4,3	7,3	15,1	2,9	2,0	0,8	1,1	1,7
Belgique	9,0	8,9	14,1	13,3	14,9	1,8	2,2	2,8	2,0	1,7
Venezuela	11,9	2,0	7,6	11,4	14,5	2,4	0,5	1,5	1,7	1,6
Qatar	3,2	3,5	3,3	6,8	12,0	0,6	0,9	0,6	1,0	1,3
Excédent total	501,7	406,6	513,7	667,6	888,0					
<b>Économies déficitaires</b>										
États-Unis	-413,5	-385,7	-473,9	-530,7	-665,9	62,2	67,7	72,5	71,1	69,0
Espagne	-19,4	-16,4	-15,9	-23,6	-49,2	2,9	2,9	2,4	3,2	5,1
Royaume-Uni	-36,5	-32,2	-26,4	-30,6	-47,0	5,5	5,7	4,0	4,1	4,9
Australie	-15,3	-8,2	-16,6	-30,2	-39,4	2,3	1,4	2,5	4,1	4,1
Italie	-5,8	-0,7	-6,7	-21,9	-24,8	0,9	0,1	1,0	2,9	2,6
Turquie	-9,8	3,4	-1,5	-8,0	-15,6	1,5	0,8	0,2	1,1	1,6
Portugal	-11,1	-10,4	-8,9	-8,0	-13,3	1,7	1,8	1,4	1,1	1,4
Hongrie	-4,0	-3,2	-4,7	-7,5	-8,9	0,6	0,6	0,7	1,0	0,9
Mexique	-18,2	-18,2	-13,7	-8,6	-8,7	2,7	3,2	2,1	1,1	0,9
Grèce	-7,8	-7,7	-9,7	-10,8	-8,4	1,2	1,4	1,5	1,4	0,9
Nouvelle-Zélande	-2,5	-1,2	-2,2	-3,3	-6,0	0,4	0,2	0,3	0,4	0,6
République tchèque	-2,7	-3,3	-4,2	-5,6	-5,6	0,4	0,6	0,6	0,7	0,6
France	18,0	21,5	14,5	5,0	-5,4	3,6	5,3	2,8	0,7	0,6
Roumanie	-1,7	-2,6	-2,0	-3,9	-5,4	0,3	0,5	0,3	0,5	0,6
Afrique du Sud	-0,2	-0,0	0,7	-1,5	-5,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,6
Pologne	-10,0	-5,4	-5,0	-4,1	-3,6	1,5	0,9	0,8	0,5	0,4
Serbie-et-Monténégro	-0,3	-0,5	-1,4	-1,6	-3,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Liban	-3,1	-3,8	-2,6	-2,5	-3,1	0,5	0,7	0,4	0,3	0,3
Irlande	-0,1	-0,6	-1,5	-2,1	-2,7	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3
Azerbaïdjan	-0,2	-0,1	-0,8	-2,0	-2,3	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2
Déficit total	-664,9	-569,4	-653,7	-746,0	-965,2					

Source: United nations, Rapport sur le commerce et le développement, 2005, P14.

<sup>13</sup> Antoine Brunet, Jean-Paul Guichard, la visée hégémonique de la chine: L'impérialisme économique, L'harmattan, paris 2011, p100.

هذه الأرقام لها دلالة اقتصادية واضحة وجد مهمة، حيث أن الدول التي تسمى بالناشئة أصبحت هي الدائنة بدل المدين للدول الصناعية الكبرى، خصوصا الولايات المتحدة التي تغطي العجز في ميزان المدفوعات باللجوء إلى رؤوس أموال الدول الناشئة، وقد وصل العجز التجاري للولايات المتحدة مع كل من الصين وهونج كونج 194.3 مليار دولار في سنة 2005، ومنذ بداية القرن العشرين أصبحت الصين في مقام المستثمر الأول عالميا وحلت بذلك محل اليابان<sup>14</sup>. فالولايات المتحدة أصبحت اليوم المدين الأول للصين الذي يتمتع بصفة الدائن. ويظهر الشكل الموالي النمو الكبير للناتج المحلي الصيني مقارنة بالاقتصادات المتقدمة:

الشكل (3-7): نمو الناتج المحلي الإجمالي في اقتصاديات الدول المتقدمة للفترة 1990-1998 و 1990-2006



Source: [http://en.wikipedia.org/wiki/File:Gdp\\_accumulated\\_change.png](http://en.wikipedia.org/wiki/File:Gdp_accumulated_change.png)

تاريخ الاطلاع: ديسمبر 2010

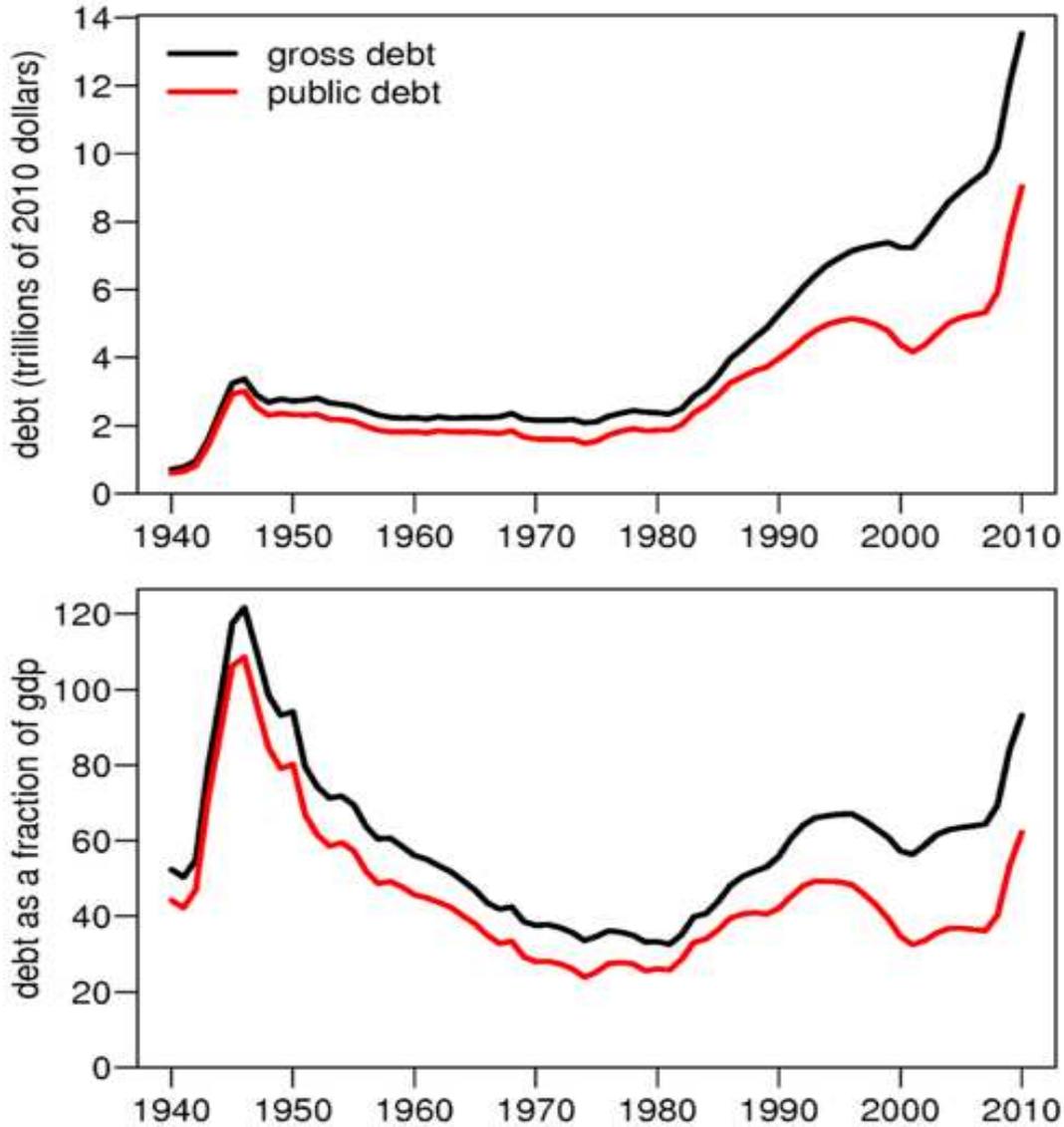
إن الصين الآن تتمتع بأعلى معدل ادخار على مستوى العالم، والذي يقترب من 50 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يشكل أهمية بالغة في الداخل وعلى الصعيد العالمي، وذلك لأنه يعمل على دفع الفائض في الحساب الجاري للبلاد. إن الدولة التي تدخر أكثر مما تستثمر في المعدات والهيكل (كما تفعل الصين) يتجمع لديها الناتج الإضافي الكافي لإرساله إلى الخارج في هيئة فائض في الحساب الجاري، في حين يتعين على الدولة التي تستثمر أكثر مما تدخر (كما تفعل الولايات المتحدة) أن تسد الفجوة من خلال الاستيراد من دول العالم مقارنة بما تصدره من منتجات<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Dominick Salvatore, *Economie Internationale*, De Boeck. Bruxelles 2008, P 494.

<sup>15</sup> مارتين فيلدشتاين، خطة الصين الخمسية وأسعار الفائدة العالمية، صحيفة الاقتصادية الإلكترونية، العدد 6391، 11 أبريل 2011، من الموقع الإلكتروني [http://www.aleqt.com/2011/04/11/article\\_525249.html](http://www.aleqt.com/2011/04/11/article_525249.html)

ت- المديونية: أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية ارتفاع الديون الحكومية (الإدارة المركزية والإدارات المحلية) من 4.3 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003، وإلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007، وأصبحت هذه الديون العامة تشكل 64% من الناتج المحلي الإجمالي، وبذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني بشدة من ديونها العامة، يعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية ويعادل ثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية.

الشكل (3-8): تطور الدين العام في الولايات المتحدة



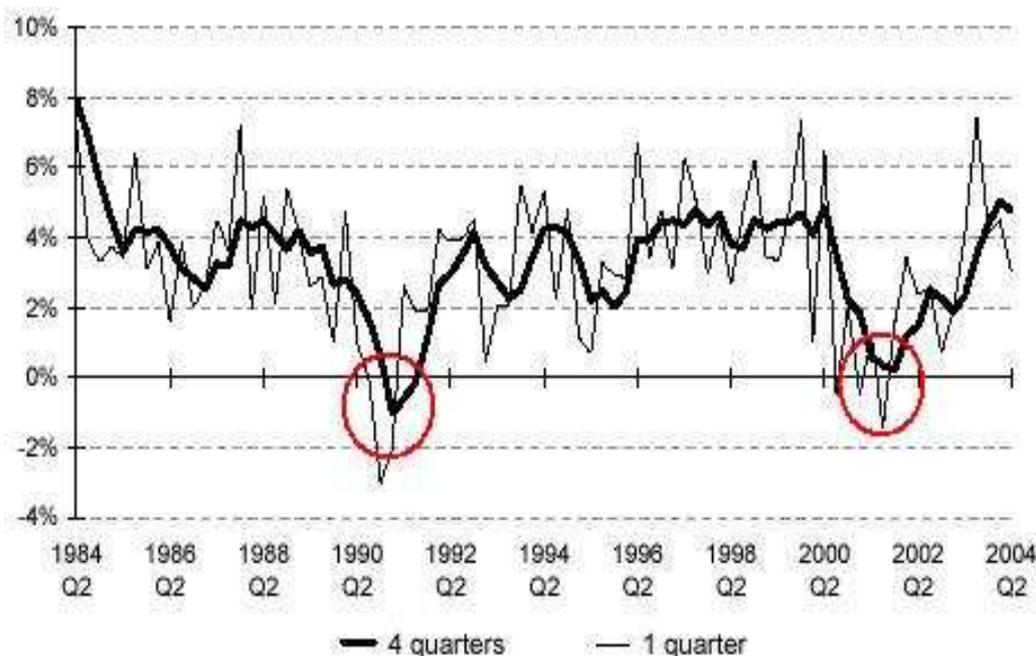
Source: <http://en.wikipedia.org/wiki/File:USDebt.png>

تاريخ الاطلاع: ديسمبر 2010

نلاحظ تصاعد الدين العام (La dette publique) منذ ثمانينات القرن الماضي (الجزء الأعلى من الشكل) بينما كنسبة من الناتج القومي ( الجزء الأسفل من الشكل) لا يزال لا يقارن بسنوات الركود العظيم في عام 1930 نظرا للزيادة الهائلة في الدخل القومي. لقد كان ذلك مؤشرا مهما لحدوث الأزمات في كل الأزمات السابقة التي حصلت بعد الحرب العالمية الثانية.

لقد واجهت الولايات المتحدة الأمريكية تحديات كبيرة بعد أحداث سبتمبر 2001، وشهدت تباطؤا غير مسبوق في معدلات النمو، حيث انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من 3.7% عام 2000 إلى 0.8% عام 2001، ويبين الشكل الموالي معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية وبشكل ربعي خلال الفترة من الربع الثاني 1984 وحتى الربع الثاني 2004.

الشكل (3-9) : معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية



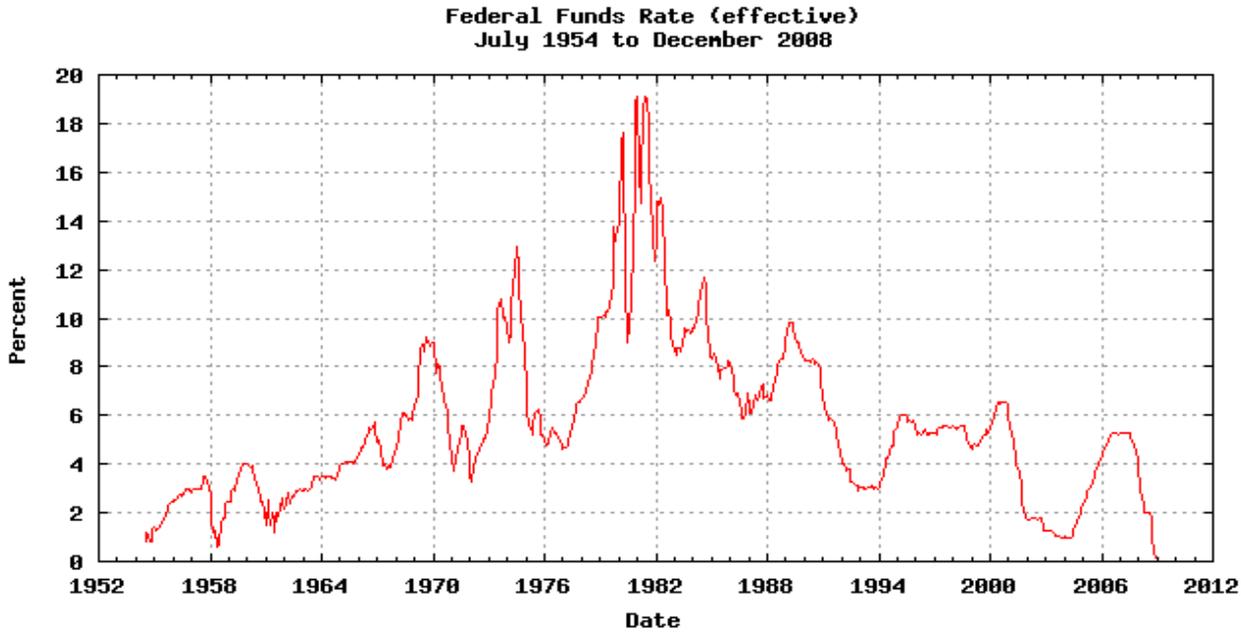
Source: <http://www.jheary.com/gdp.jpg>

تاريخ الاطلاع: ديسمبر 2010

واستجابة لتوقعات الاقتصاديين وتوقعات بنك الاحتياطي الفيدرالي باحتمال حدوث ركود اقتصادي عام 2001، قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض مؤشر أسعار فائدة الإقراض بين البنوك أكثر من عشر مرات خلال عام 2001 لوحده، وذلك من 6% في شهر جانفي 2001 إلى 1.75% في شهر ديسمبر من العام نفسه، فعلى سبيل المثال، انخفض سعر فائدة الليبور لسته أشهر من 5.361% في شهر جانفي من عام 2001 إلى 1.983% في شهر ديسمبر من نفس العام، وسعر فائدة الليبور هو المؤشر المرجعي الذي كان

يتم بناء عليه تحديد أسعار فائدة القروض العقارية المتغيرة والتي تكون فيها أسعار الفائدة ثابتة في الفترة الأولى من عمر القرض.

الشكل (3-10): تطور مؤشر أسعار الفائدة الاحتياطي الفدرالي للإقراض بين البنوك خلال 1952-2008



Source: [http://en.wikipedia.org/wiki/Interest\\_rate](http://en.wikipedia.org/wiki/Interest_rate)

تاريخ الاطلاع: ديسمبر 2010

## 2- الانحراف عن المقاييس المعمول بها في منح القروض العقارية

يرى عدد كبير من الاقتصاديين والخبراء والمحللين الماليين أن السبب الرئيسي للأزمة المالية الأمريكية يرجع إلى غياب الرقابة على البنوك وشركات التأمين وشركات الرهن العقاري، مما أدى إلى انفجار فقاعة الرهن العقاري وتفجر الأزمة ومن ثم إفلاس العديد من البنوك والبورصات وشركات التأمين والرهن العقاري.

لقد لوحظ توجه المستثمرين بعد تدني قيمة الأصول المنقولة في الأسواق المالية سنة 2000، إلى شراء السندات المعروضة في السوق المالي وعلى الخصوص السندات العقارية بغرض تحقيق مردودية أكبر، كما كان أغلب المستثمرين في هذه السندات هم من بنوك الاستثمار والوسطاء الماليين الجدد. وبما أن المنافسة كانت بين

البنوك مما جعلها تقوم بتوسيع حجم القروض الرهنية بدرجة لم يسبق لها مثيل في الولايات المتحدة الأمريكية وهذا بالطبع على حساب الصرامة في تطبيق القواعد الاحترازية وفي تقييم المستفيدين من هذه القروض<sup>16</sup>.

توسعت البنوك والمؤسسات المالية في منح القروض العقارية بشكل غير مسبوق منذ بداية القرن الحالي إلى درجة أن الكثير من البنوك منحت قروضا حتى لأفراد لا تتوفر فيهم أدنى شروط الاقتراض لدخلهم الضعيف أو لأنهم لا يملكون أصولا يمكن اعتمادها كضمانات إضافية، واستمرت الشركات العقارية في تحقيق الأرباح الكبيرة نتيجة لاستمرار ارتفاع أسعار العقارات واستمرار البنوك في منح القروض العقارية دون قيود حتى حدوث انفجار الفقاعة العقارية، حيث هارت أسعار العقارات ولم يعد الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة.

نتيجة تضرر العديد من البنوك بسبب عدم سداد المقترضين لقروضهم هبطت أسعار أسهمها في البورصة، وأعلنت شركات عقارية عديدة عن إفلاسها، كما هبطت أيضا أسعار أسهم الشركات الأخرى غير العاملة في القطاع العقاري، ويبدو أن انعدام الثقة وتزايد ظاهرة الذعر المالي لدى الأفراد وتوجههم نحو سحب أموالهم من البنوك بسرعة غير متوقعة كان أحد أسباب الانهيارات المالية لكبرى البنوك الأمريكية والتي أهمها بنك ليمان برادرز.

إن أزمة الرهن العقاري الأمريكية هي مشكلة داخلية كان على الاقتصاد الأمريكي تحملها لوحده وعدم تصديرها للخارج لأنه في الأصل نشأ لعدة أخطاء في تركيبة الاقتصاد الأمريكي الداخلية يمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>17</sup>

- التوسع في التمويل العقاري مما أدخل القطاع المالي برمته في مخاطر التركزات الائتمانية على قطاع واحد وبمبالغ ضخمة وصلت إلى ما يتجاوز 24 تريليون دولار وهو ما يعادل ضعف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي تقريبا وكذلك بتركيز 45% من هذا الائتمان على شركتين مالتين فقط هما فاني ماي وفريدي ماك أي ما يعادل 11 تريليون دولار تقريبا للشركتين معا مما أدى مباشرة لانهيارهما وانحيار القطاع المالي برمته.

<sup>16</sup> عبد القادر بلطاس، مرجع سابق، ص30.

<sup>17</sup> حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، المنتدى العلمي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و21 أكتوبر 2009، ص7.

- كما أن الرهن العقاري كمنتج واحد لم يتم تخطيطه وتكيفه وتصميمه بشكل متفق مع المعايير المتعارف عليها في منح الائتمان مثل الحد الأدنى للدخل المقبول ائتمانيا، الحد الأقصى للالتزامات على الدخل الشهري الثابت، مصادر الدخل الأخرى وإثباتها، تقييم العقار حسب قيمته السوقية من وكالات تقييم محايدة ومعترف بها، الحد الأقصى للائتمان ومساهمة العميل في التمويل.

- يعتبر فرض سعر فائدة متغير من أهم العوامل التي أدت إلى تعثر العملاء في حين أن القاعدة الائتمانية المتفق عليها عالميا هي أن العقارات تمول بموجب سعر فائدة ثابت باعتبارها أصول طويلة الأجل.

- أيضا من أهم الأسباب التي قادت إلى مزيد من التعثر هي ضعف المؤسسات المانحة أو الضامنة للائتمان وشركات التأمين التي تعهدت بتغطية الديون وضمائها وعدم امتلاكها لأنظمة الرقابة والمتابعة السليمة للقروض خاصة وأنها اتسعت لنطاق واسع من العملاء فاق المقدرات اللوجستية لهذه الشركات المانحة، وبالتالي لم تكن لديها القدرة للاكتشاف المبكر لبوادر الفشل المالي للعملاء وإيجاد الحلول المناسبة له في الوقت المناسب وقبل تفاقم الأزمة.

- غياب سلطات الدولة الرقابية المتمثلة في بنك الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة والسلطات الرقابية لأسواق الأوراق المالية الأمريكية وعدم تدخلها في الوقت المناسب لعلاج أزمة الرهن العقاري.

### 3- تعميم المضاربة واللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة

يعتبر تفادي المخاطر الغير مؤمنة أحد أهم القواعد المعمول بها في الائتمان المصرفي، والتي قد تؤثر سلبا على أداء البنك وتمدد بخطر إفلاسه، لذلك لا بد من الأخذ بعين الاعتبار كل الإجراءات والقواعد الاحترازية وتوفير السيولة اللازمة لإدارة مختلف العمليات التي تقوم بها البنوك وتلبية حاجيات الزبائن، وخلال العقود الأخيرة تجاوبت معظم المؤسسات المالية مع هذا الالتزام وبكيفية جديدة جد متطورة للعمل على تحقيق هذه الشروط الاحترازية وذلك باستعمال تقنية جديدة تعرف بالتوريق.

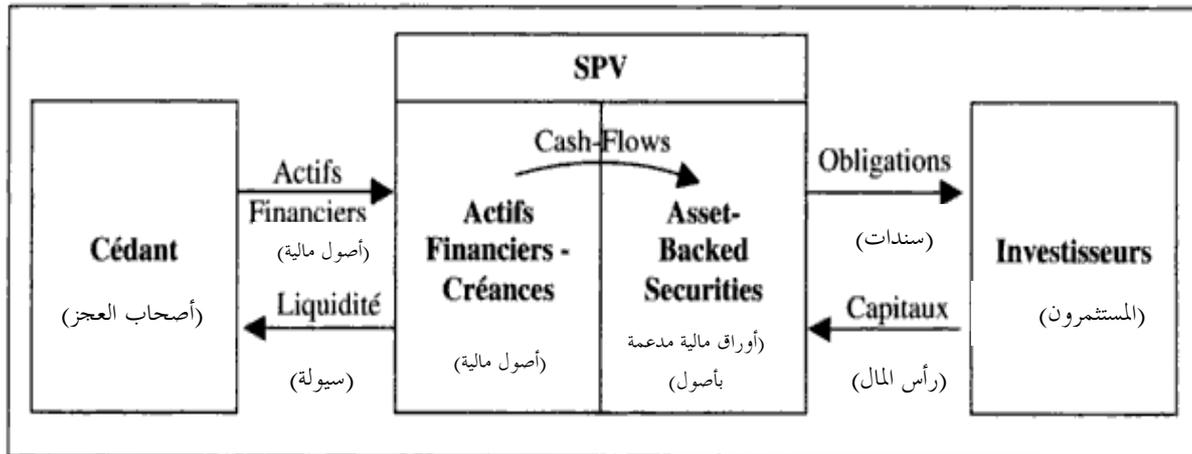
تعددت المفاهيم المتعلقة بالتوريق بتعدد الكتاب والباحثين، فقد عرف ماكس مورو التوريق بأنه:

« *La titrisation est une Technique financière qui consiste à transformer des actifs financiers illiquides en titres financiers liquides* »<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Max Moreau, l'embauchoir: 125 réponses pour le plein-emploi, Ed. L'harmattan, paris 2011, P 413.

فالتوريق عبارة عن تقنية مالية تتمثل في تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول الأخرى إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، وتستند هذه الأوراق إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى قدرة المدين على الوفاء بالتزاماته بسداد الديون المترتبة عليه.

الشكل (3-11) : سيرورة عملية التوريق (processus de titrisation)



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

نشأت ظاهرة التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية منذ مطلع السبعينات من القرن الماضي<sup>19</sup>، وكان السبب البارز لاستحداث هذه التقنية الجديدة هو معالجة أزمات مالية تتعلق بتوزيع القروض العقارية والتي كانت تغطي عليها معاملات غير مجدية تسببت في العديد من الأزمات المالية، لعل أهمها "جمعيات الادخار والاحتياط" مع مطلع الثمانينات، والتي كانت تستعمل مدخرات قصيرة الأجل في تمويل القروض السكنية طويلة الأجل مما تسبب في أزمة مالية حادة في الولايات المتحدة، وكانت النتيجة إفلاس العديد من هذه الجمعيات وإعادة رسملة البعض منها، وقد كلفت هذه الأزمة خسارة قدرة بحوالي 300 مليار دولار قامت الخزينة بدفعها<sup>20</sup>.

كان الهدف ولا يزال من تقنية التوريق هو تفادي مثل هذه الأزمات في المستقبل، بحيث يمكن توفير الأموال طويلة الأجل لتوظيفها في قروض سكنية طويلة الأجل، وقد انتشرت عملية التوريق في معظم دول العالم نظراً للاستحسان الذي شهدته، حيث استعملت هذه التقنية في بريطانيا منذ منتصف الثمانينات من القرن الماضي من خلال توريق قروض الرهن العقاري وانتشرت بسرعة في كل من إيطاليا وإسبانيا، ولم تعد عملية التوريق

<sup>19</sup> Valentin Bauwens, Jean-François Walhin, La titrisation du risque d'assurance, édition larcier, Bruxelles 2008, P 5.

<sup>20</sup> شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، المؤتمر العلمي حول الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها، وعلاجها، جامعة جرش، الأردن، ديسمبر 2010، ص 17.

مقتصرة على رهونات العقارية، فقد شملت تقريبا كافة القطاعات المالية، من بطاقات الائتمان، القروض الاستهلاكية وقروض شراء السيارات وقروض الطلبة وغيرها، ولكن كان أهمها وأكبرها قروض الرهن العقاري<sup>21</sup>.

يمكن تقسيم الأدوات المالية الجديدة التي تستعمل في توريق القروض العقارية وغيرها إلى أربعة أنواع:<sup>22</sup>

- الأوراق المالية المدعومة بالأصول (titres adossés à des actifs)، ويطلق عليها (ABS)، هذه الأوراق تكون ناتجة عن القروض الاستهلاكية، ديون بطاقات الائتمان، وقروض أخرى.
- الأوراق المالية المضمونة بالديون (titre garantis par des créances)، ويطلق عليها (CDO)، وتعتمد هذه الأوراق على ديون بنكية متمثلة في سندات الخزانة، أو من مشتقات الائتمان وغيرها.
- الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري (MBS)، وتعتمد هذه الأوراق على القروض العقارية سواء كانت موجهة للسكنات العائلية أو لبناءات ذات منفعة تجارية وصناعية.
- مشتقات الائتمان، وهي عبارة عن أدوات مالية تسمح بتحويل المخاطر المتعلقة بالائتمان إلى طرف ثالث عن طريق إبرام عقود مرجعية، تتمثل هذه المخاطر في الإفلاس، عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية أو تراجع في درجة التصنيف.

إن توريق القروض العقارية في الولايات المتحدة قد شهد طفرة كبيرة في السنوات الأخيرة، فإذا أخذنا بعين الاعتبار سوق MBS وسوق ABS، نجد أن قيمة هذين السوقين في سنة 2007 تعدى العشرة آلاف دولار، وهي تمثل حوالي 40% من القيم المتداولة في سوق السندات الأمريكية.

الجدول (3-2) : إصدارات الأوراق المالية في الولايات المتحدة

السنوات	الأوراق المالية المدعومة بالأصول (بالمليار دولار)	الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري خارج فاني ماي وفريدي ماك (بالمليار دولار)
1996	168.4	51.9
1997	223.1	69.4
1998	286.6	191.9
1999	287.1	140.5
2000	337	102.1

<sup>21</sup> يوسفات علي، التوريق والأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي حميس مليانة، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2009، ص02.

<sup>22</sup> Cristina Peicuti, Crédit, Déstabilisation et crises, Ed. L'harmattan, paris 2010, PP127-128.

216.5	383.3	2001
263.9	169.2	2002
345.3	600.2	2003
403.8	869.8	2004
645.7	1172.1	2005
773.1	1253.1	2006
668.6	901.7	2007
40	153	2008

Source: Michel Aglietta, Sandra Rigot, crise et rénovation de la finance, édition Odel Jacob, paris, 2009, p 50.

يعد التوريق أحد الأسباب الرئيسية التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري، حيث تم تحويل قروض الرهن العقاري الأمريكية إلى سندات تم عرضها وبيعها وتداولها بين العديد من المستثمرين في معظم دول العالم وأقبلت عليها بشكل كبير مؤسسات مالية وبنوك شهيرة ذات ثقل كبير في الأسواق العالمية بغرض تحقيق المزيد من الأرباح، والغريب أن العديد من المؤسسات أعلنت بعد وقوع الأزمة المالية بأنها لم تكن على علم بدرجة المخاطرة ببنية المضاربات المعقدة لعمليات الرهن العقاري والمنتجات والأدوات المالية الأخرى المتعلقة بها.

تجدر الإشارة إلى أن البنوك لم تكتف بالتوسع في الإقراض 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، وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، غير أن البنك من جانبه يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر من الرهونات العقارية للاقتراض أكبر بها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى.<sup>23</sup>

ساهمت المشتقات المالية بشكل كبير في وقوع الأزمة المالية العالمية وفي الزيادة من شدتها، وكان لها دور كبير في نقل الأزمة إلى الأسواق المالية العالمية.<sup>24</sup> وقد اختلفت التقديرات حول القيمة الإجمالية للمشتقات المالية حيث تشير بعض التقارير أن قيمة المشتقات في العالم أثناء انفجار فقاعة الرهن العقاري الأمريكية تجاوزت 590 تريليون دولار، أي نحو عشرة أضعاف ما ينتجه العالم كله من السلع والخدمات، وقد انهارت بالكامل المتاجرة بالمشتقات في سبتمبر 2008، بعد أن شهدت بورصات العالم عمليات بيع للأسهم شبيهة بشكل كبير بعمليات بيع الأسهم عند اندلاع أزمة الكساد الكبير.

<sup>23</sup> مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، مصر، يومي 1 و2 أبريل 2009، ص30.

<sup>24</sup> إبراهيم رسول هاني، كرم سالم حسن، الأزمة المالية العالمية أسبابها وسبل معالجتها من منظور إسلامي، المؤتمر الدولي حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، الكويت، يومي 15 و16 ديسمبر 2010، ص14.

هذا جانب من صور المضاربات التي نمت في ظل الليبرالية المتطرفة من خلال المشتقات، وهناك جانب آخر على درجة عالية من السوء يتصل بصناديق التحوط، والصندوق التحوط هو صندوق استثمار تقتصر عضويته على عدد قليل من المستثمرين ويسعى نحو تجنب الخسائر المحتملة بعدة وسائل منها البيع على المكشوف وإعادة الشراء والمستقبليات والخيارات<sup>25</sup>. وقد انتشرت صناديق التحوط على نطاق واسع من قبل المحافظ الاستثمارية للمؤسسات العملاقة وأصحاب الثروات الكبيرة، وتعتمد هذه الصناديق في أعمالها على المضاربات عالية المخاطر في الأسواق المالية العالمية.

كشفت المؤشرات الأخيرة عن خسائر لصناديق التحوط الاستثمارية وغالبيتها أمريكية بلغت 850 مليار دولار منذ شهر جويلية 2008 حتى أوائل عام 2009 تشكل 50% من الأصول التي كانت تبلغ 1.7 تريليون دولار قبل الأزمة مع اتهامها بشكل واضح بالبعد عن الشفافية وتعزيز المضاربات في الأسواق الآجلة التي هي أسواق المشتقات المالية الافتراضية الصانعة للكثير من أزمات العالم في بداية عام 2008 والتي تسببت مضارباتها الوهمية في رفع أسعار النفط إلى ما يقرب 150 دولار للبرميل ومضاعفة أسعار السلع الغذائية والمعادن بمعدلات خيالية دفعت كل العالم لمعدلات غير مسبوقه في التضخم وهددت بتوسيع مفرع حلقات الفقر في الدول النامية والغنية على السواء، مما دفع قادة دول أوروبا للتأكيد على ضرورة رقابتها المشددة إلى حدود تقارب الوصايا على نشاطها وأعمالها<sup>26</sup>.

وهكذا، فإن النمو المتعظم في حجم قطاع المضاربات لم يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة للأسهم، لذلك فقد أحرقت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة<sup>27</sup>. كما أن توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة ناتج من الأرباح العالية المتحققة فيه، ومن التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع، وأدى إلى حدوث الفارق الكبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حدث تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب برز الخلل وحصلت الأزمة، التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى أو الدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات بينية واسعة<sup>28</sup>.

<sup>25</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و21 أكتوبر 2009، ص10.

<sup>26</sup> أسامة غيث، الاقتصاد العالمي من الركود الكبير إلى الكساد العظيم، جريدة الأهرام المصرية، العدد 44665، 21 مارس 2009، من الموقع الإلكتروني

<http://www.ahram.org.eg/Archive/2009/3/21/ECON2.HTM>

<sup>27</sup> حسين السيد حسن محمد القاضي، نحو مفهوم منهجي لأسباب الأزمة المالية العالمية وعلاجها، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة 1 و2 أبريل 2009، ص16.

<sup>28</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، مرجع سابق ص299.

#### 4- وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في الأزمة المالية العالمية

يعتبر التصنيف الائتماني عملية في غاية الأهمية حيث تقوم بدور مهم في تعزيز الثقة بالملاءة المالية للبنوك والمؤسسات المالية، وتزايدت أهمية التصنيف الائتماني بعد الإعلان عن مستويات التصنيف التي تبادر بها المؤسسات الائتمانية العالمية حتى أصبحت من المعايير المعتمدة لدى البنوك المركزية ولها انعكاسات على علاقات البنوك في الأوساط التجارية المحلية والدولية، ومع الأهمية المتزايدة للتصنيف الائتماني أصبحت البنوك تضعه في قمة اعتباراتها وتسعى إلى أن يعكس التصنيف سلامة أوضاعها المالية.

يعرف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن "عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت، لا يعتبر التصنيف ضمانا بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها"<sup>29</sup>.

تعتبر شركة Moody's أول من أصدر مؤشرات الجدارة الائتمانية في عام 1909، وبحلول عام 1929 كانت Moody's تقوم بتصنيف حوالي خمسين حكومة مركزية تصدر سندات اقتراض دوليا، وخلال تسعينات القرن الماضي، ازدهر نشاط تصنيف الدول للجدارة الائتمانية، وأصبح على الأقل هناك تسع شركات تقوم بعملية التصنيف وأهمها Standard & Poor's و Moody's و Fitch وكل منها يقوم بتصنيف ما يزيد عن ثمانين دولة مستقلة ثم انضمت مؤخرا شركات أخرى مثل Duff & Phelps، و J.P.Morgan، و Salomon Brother، و Thomson Bank Watch، و Bloomberg، و IBCA، و Economist Intelligence Unit<sup>30</sup>. ويوضح الجدول الموالي مستويات التصنيف الائتماني حسب أهم الوكالات الدولية.

الجدول (3-3) : التصنيف الائتماني للسندات حسب وكالات Moody's و S&P و Fich

الخصائص	فيتش	ستاندرد أند بورز	موديز
أقصى درجة من الأمان	AAA	AAA	Aaa
جودة عالية أو جيدة	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
متوسط الجودة	A+	A+	A1
	A	A	A2

<sup>29</sup> أحمد التميمي، معايير التصنيف الائتماني في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المستثمرين، على الرابط الإلكتروني:

<http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=1434>

<sup>30</sup> بلعزوز بن علي، مداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للازمة المالية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية، المؤتمر الدولي حول الأزمة الاقتصادية العالمية من

منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الادارية بالكويت، الكويت، يومي 15 و16 ديسمبر 2010، ص8.

	A-	A-	A3
جودة أقل من المتوسط	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
مضاربة	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
مضاربة شديدة	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
مضاربة شديدة	C	CCC+	Caa
		CCC	Ca
		CCC-	C
وجود مشاكل	DDD	D	
	DD		
	D		

Source: F Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson Education France, 9<sup>ème</sup> édition, Paris 2010, p 146

تمثل الفئة AAA أعلى تصنيف لجودة السندات، وتعتبر السندات المصنفة في المجموعات الأولى من كلاً التصنيفين فئات الاستثمار، وتميز بارتفاع القدرة على سداد فوائد وأصل الدين وفقاً لترتيب كل مجموعة بالجدول. أما المجموعات الأخرى فتشمل السندات التي تتوافر على خاصية المضاربة، وتميز بانخفاض جودتها، وتواجه باحتمالات التوقف عن السداد، وتزايد تلك الاحتمالات كلما انخفض التصنيف إلى أن تصل لدرجة التوقف الفعلي عن السداد.

لقد انتشر الفساد في الكثير من وكالات التصنيف في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية خلال الفترة التي سبقت الأزمة المالية بحيث كان التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك وشركات التأمين وشركات إعادة التأمين وشركات التمويل العقاري<sup>31</sup>، وبالرغم من الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر قد اشريت من قبل بنوك كبيرة وقوية مثل مورغان ستانلي وليمان برادرز، فقد قامت وكالات التصنيف الائتماني بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها تصنيفاً مرتفعاً آمناً<sup>32</sup>، وبدرجة أعلى تصنيف (AAA)، وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءاً من مسؤولية الأزمة المالية العالمية، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض له أو على الأقل كانت

<sup>31</sup> هناك الحينطي، ملك خصاونة، دور الجهاز المصري في ظل الأزمة الاقتصادية، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، يومي 3 و5 نوفمبر 2009، ص13.

<sup>32</sup> كمال بن موسى، عبد الرحمان بن مساعد، الأزمة المالية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بقرطاج، الجزائر، يومي 23 و24 فيفري 2011، ص11.

غير مدركة له آنذاك. لذلك عندما ظهرت حالات العجز عن السداد كانت أولى الجهات المتضررة هي الشركات العقارية التي قدمت القروض العقارية متحملة بذلك مخاطر الائتمان<sup>33</sup>.

### المطلب الثالث: الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية

فرضت الأزمة المالية التي لحقت بالأسواق المالية الأمريكية نفسها على العالم أجمع وما زالت تلك الأزمة الغير مسبوقه والتي سماها بعض "أزمة القرن" تؤثر في الأسواق العالم خاصة الأوروبية والأسبوية، باعتبار هيمنة الولايات المتحدة الأمريكية اقتصاديا وسياسيا وعسكريا على العالم، وباعتبار أننا نعيش في زمن العولمة، ولقد ألفت الأزمة المالية بظلالها على مختلف قطاعات الاقتصاد الحقيقي في الولايات المتحدة الأمريكية قطاعا تلو قطاع وأثرت بشكل سلبي على مستويات التشغيل والتصدير والاستيراد وكذلك الإنتاج والاستثمار، وصاحب هذه التداعيات انخفاض حاد في أسعار الأسهم في غالبية الأسواق المالية وانخفاض في السيولة في القطاع المصرفي العالمي، وظهور تباطؤ اقتصادي عام في الدول المتقدمة، ورغم كل الإجراءات التي تم اتخاذها على المستوى الدولي فقد أفرزت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية آثار سلبية على معظم الدول ومؤشراتها الاقتصادية الحيوية.

وبعد أن بينا نشأة وتطور الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وأبعادها الحقيقية ومعرفة أهم أسبابها، نحاول دراسة أهم الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية وفقا للنقاط التالية:

#### 1- إفلاس العديد من البنوك والشركات

تعد هذه الأزمة من أخطر الأزمات التي تعرض لها القطاع المصرفي، فقد أدت إلى خسائر ضخمة وإفلاسات في العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض، وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال للتقليل من حدة هذه الأزمة<sup>34</sup>. فقد أدت الأزمة إلى إفلاس بنك ليمان برادرز رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة والذي إنهار تحت وطأة الأصول عالية المخاطر المرتبطة بشكل أساسي بالرهن العقاري، تبعته شركة "ميريل لينش" أحد أكبر وأهم شركة سمسة للأسهم في العالم، وتتابعت انهيارات البنوك الأمريكية واحد تلو الآخر، حيث إنهار بنك "واشنطن ميوتشوال" أحد أضخم البنوك

<sup>33</sup> زكرياء باسي، مرجع سابق، ص 11.

<sup>34</sup> حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سابق، ص 11.

الأمريكية المتخصصة في الإقراض العقاري، بالإضافة إلى "فاني ماي" و"فريدي ماك" المختصتين بتمويل العقارات.

تعدت الأزمة حدود الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب مؤسسات مالية ضخمة في أوروبا، حيث تم في البداية انهيار مصرف "نورثن روك" خامس أهم مؤسسة مصرفية بريطانية في قطاع الإقراض العقاري والذي قامت الحكومة البريطانية بتأميمه، كما أمت الحكومة البريطانية بنك "برافورد وبينغلي"، إضافة إلى بنك "إتش بي أو إس" (HBOS)، رابع أكبر بنك في بريطانيا، أما خارج بريطانيا فقد ضربت الأزمة العديد من البنوك من أمثلة بنك "جليتنيير" في آيسلندا، وبنك "هيوريل إيستيت" في ألمانيا، كما تم تعويم المجموعة المصرفية والتأمينية العملاقة "فورتيس" (Fortis) العملاقة من قبل سلطات هولندا وبلجيكا ولوكسمبورغ، كما جمد بنك بي إن بي باريبا BNB Baripas من البنوك الفرنسية الكبرى استثمارات بقيمة 2.3 مليار دولار.

وسرعان ما شمل الإفلاس الشركات الكبرى وكان آخرها بوادر انهيار صناعة السيارات في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد أعلنت شركة جنرال موتورز عن إغلاق 30% من مصانعها في أمريكا الشمالية، وقدرت خسائرها بحوالي 39 مليار دولار<sup>35</sup>، وأعلنت في مرحلة لاحقة عن إفلاسها، ومنيت بذلك شركات صناعة السيارات الأمريكية بخسائر فادحة، وسجلت أكبر انكماش لها منذ 26 سنة، وكذلك تضررت أيضا صناعة السيارات الأوروبية واليابانية.

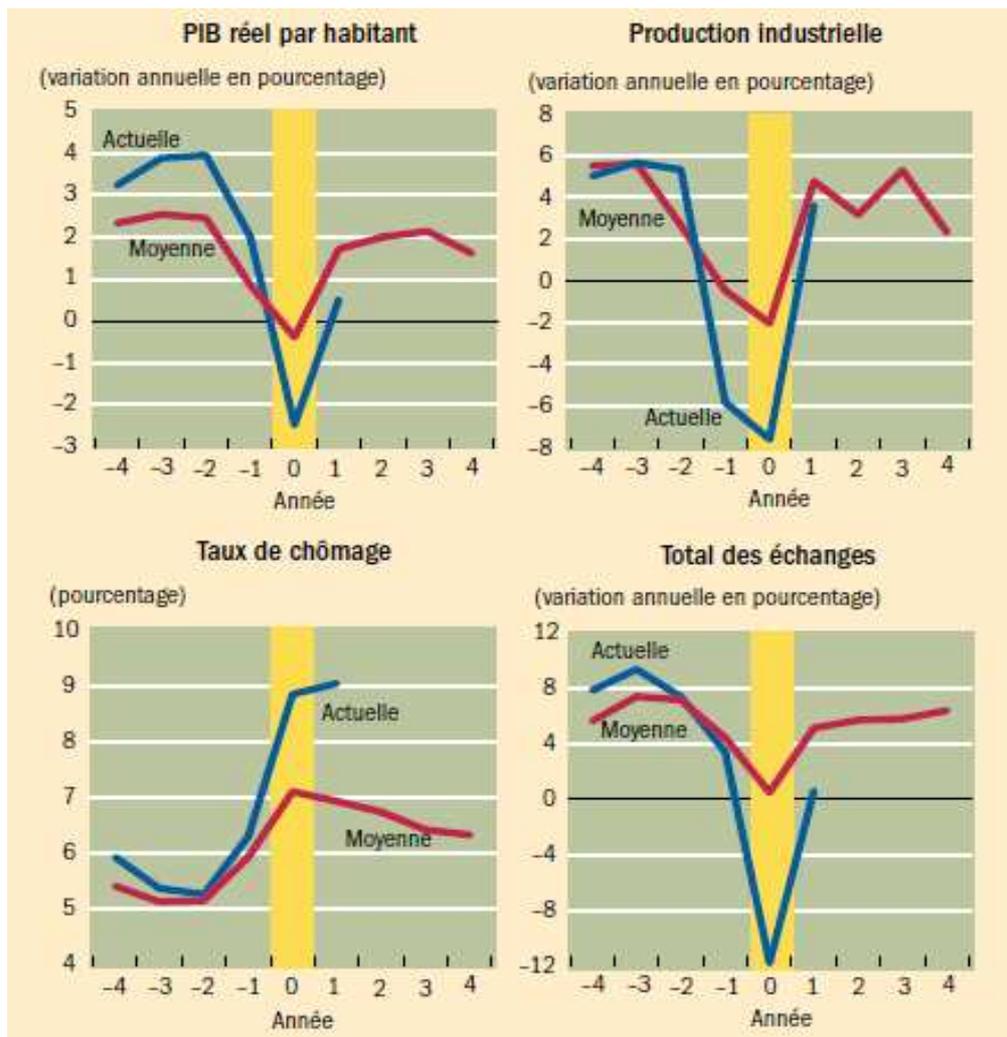
## 2- الأثر على معدلات النمو الاقتصادي

شهد الاقتصاد العالمي تباطؤا كبيرا منذ بداية عام 2008 نتيجة لهذه الأزمة، ودخلت معظم اقتصاديات الدول الرأسمالية في فترة انكماش اقتصادي، وبهذا شكلت الأزمة قيودا على النمو في تلك الدول وعلى الاقتصاد العالمي برمته بحكم الصلات والروابط المالية والاقتصادية التي تربط الدول الرأسمالية بكل دول العالم، وتشير التقارير الدولية إلى أن معدل النمو الحقيقي للاقتصاد العالمي تراجع إلى حوالي 3.2% في عام 2008<sup>36</sup>، حيث تشكل البلدان الناشئة كالهند الصين قوة دافعه الأساسية. ووفقا لمختلف المقاييس فإن الأزمة المالية العالمية تعتبر أكثر عمقا من متوسط حالات الكساد السابقة منذ الحرب العالمية الثانية:

<sup>35</sup> عوض بن عوض يسلم، مدى تأثر المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية، المنتدى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، يومي 23 و24 فيفري 2011، ص10.

<sup>36</sup> محمد أبو حمور، جذور الأزمة المالية والاقتصادية وتجلياتها، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و2 ديسمبر 2010، ص6.

الشكل (3-12): آثار الأزمة المالية العالمية مقارنة بمتوسط حالات الكساد السابقة منذ الحرب العالمية الثانية



Source: Fonds Monétaire International, Financement et développement, volume 46, numéro 2, juin 2009, p 27.

وقد تراجع معدلات النمو في الدول الرأسمالية المتقدمة اقتصاديا من 2.7% في عام 2007 إلى 0.9% في عام 2008، وانخفض معدل النمو في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 1.1% عام 2008 بعد أن كان 2% عام 2007، كما تقلص معدل النمو في منطقة اليورو من 2.7% في عام 2007 إلى 0.9% في عام 2008، وذلك نتيجة خسائر استثمارات البنوك الأوروبية في الولايات المتحدة، وخسائر أسواق الأوراق المالية الأوروبية التي تأثرت بانخفاض قيم أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة وفي الدول الآسيوية، كذلك تأثر الاقتصاد الياباني وسجل معدل نمو سالب قدر بحوالي -0.6% في عام 2008، بعد أن كان موجبا في عام 2007، ويرجع السبب في جزء كبير من هذا التراجع إلى تأثر الاقتصاد الياباني بالأزمة المالية العالمية لاعتماده الكبير على الأسواق المالية العالمية في مجال التجارة والاستثمار<sup>37</sup>.

<sup>37</sup> خالد عبد الوهاب البنداري الباجوري، تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و2 ديسمبر 2010، ص14.

تواصلت التداعيات السلبية للأزمة المالية مع حلول عام 2009 في الولايات المتحدة الأمريكية وفي معظم دول العالم وتوسعت آثار تداعياتها على الاقتصاد الحقيقي، إذ واصل انكماش وتراجع معدلات النمو في الدول الصناعية الكبرى، مع تباطؤ سريع في نمو اقتصاديات الأسواق الناشئة، كما تعمقت حالة الكساد في منطقة اليورو في عام 2009 واقترب الناتج المحلي الإجمالي من -1.5%، وانخفض فيها مؤشر أسعار المستهلكين، وتم إقرار المزيد من التخفيضات في سعر الفائدة، وتواصل تسريح العديد من العمال، كما تواصل انخفاض معدل الطلب والاستهلاك بشكل كبير.

من جهة أخرى، صاحب انخفاض معدلات النمو في الدول المتقدمة اقتصاديا إلى انخفاض طلب تلك الدول على المواد الأولية والنفط، مما أدى إلى تراجع حجم صادرات الدول النامية بشكل كبير مما انعكس سلبا على الميزان التجاري وعلى حجم التشغيل في كل الدول النامية، كما أدى الركود الاقتصادي للدول الكبرى إلى انخفاض مستويات الاستهلاك، وانعكس هذا بالتالي على انخفاض أسعار النفط، حيث انخفضت أسعار البترول إلى حوالي 33 دولار للبرميل في نهاية عام 2008، كما كان للأزمة المالية انعكاسات وآثارا كبيرة للغاية على الاستثمارات العالمية وعلى حجم التجارة العالمية.

### 3- انهيار البورصات

شهدت أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي معظم دول العالم تقريبا انخفاضات كبيرة ومنتالية في أسعار الأوراق المالية بعد الانهيارات الغير متوقعة للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى، وترتب على الأزمة زيادة تخلي المستثمرون على ملكية الأسهم وتوجههم بشكل كبير على شراء سندات الخزنة الأمريكية نظرا لضماناتها القوية، وقد لجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك، وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية.

وفي أول تداعيات للأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على البورصة الأمريكية هبط مؤشر داو جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للأزمة بمقدار 679 نقطة، أي ما يعادل 7.3% ليصل عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9258، وانخفض مؤشر "ستاندرد اند بورز 500" الأوسع نطاقا 75 نقطة، أي بنسبة 7.6% مسجلا 909.9 نقطة بدلا من 984.9، وانخفض مؤشر "ناسداك"

المجموع الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا 95.2 نقطة أي 5.47% إلى 1645 بدلا من 1740.2 نقطة<sup>38</sup>.

وأسيويا هبط مؤشر نيكي الياباني لأسهم الشركات اليابانية بنسبة أكثر من 11% ليسجل أكبر خسارة في يوم واحد منذ انهيار أسواق الأسهم عام 1987 بل أن التقارير تشير إلى أن البورصة اليابانية هبطت إلى أدنى مستوى لها منذ 25 عاما، وفي بكين تراجع أسعار الأسهم الصينية بمقدار 3.57% وتراجعت بورصة هونج كونج 7.3% بسبب مخاوف المستثمرين من تداعيات الأزمة المالية العالمية<sup>39</sup>. ويرجع هذا الانخفاض الحاد في البورصات العالمية للأزمة المالية التي أصدرتها الولايات المتحدة، وكان السبب الرئيسي وراء هذه الانخفاضات هو ارتفاع حدة المضاربات في الأسواق المالية العالمية.

ويمكن لنا تصور حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية، وقدر الانخفاض الذي لحق بالأوراق المالية، وأهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة المالية خلال سنة 2008 من خلال استعراض الجدول التالي:

الجدول (3-4): معدل الانخفاض في قيمة الأوراق المالية وأكبر القطاعات المتضررة في أهم الدول

خلال سنة 2008

الدولة	معدل الانخفاض	أكبر القطاعات المتضررة
الولايات المتحدة	36%	قطاع البنوك والعقارات والسيارات
اليابان	46%	قطاع السيارات والصادرات
المانيا	41%	قطاع البنوك والسيارات، والدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا اقتصاديا
بريطانيا	34%	قطاع البنوك والعقارات، وأول دولة في العالم تواجه ركودا
كندا	34%	العقارات وهي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نموا أثناء الأزمة
فرنسا	42%	قطاع البنوك والسيارات
الصين	50%	النشاط الصناعي واضطرت الدولة إلى الاعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات
الهند	50%	النشاط الصناعي رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن دون 7%
إيطاليا	49%	قطاع الطيران
المكسيك	33%	قطاع البترول
روسيا	66%	قطاع البترول
أندونيسيا	50%	قطاع الأخشاب وتراجع معدلات النمو من 10% إلى 6%
كوريا الجنوبية	42%	قطاع التصدير
تركيا	53%	وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
السعودية	40%	قطاع البترول

<sup>38</sup> ابراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009، ص ص 72-73.

<sup>39</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص 320.

جنوب افريقيا	36%	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
استراليا	42%	قطاع الزراعة
البرازيل	44%	قطاعات المعادن والأخشاب والسيارات
الأرجنتين	65%	بسبب عدم تعافى اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001

المصدر: إبراهيم النجار، مرجع سابق ص75

#### 4- آثار الأزمة على سوق العمل

يعتبر ارتفاع معدلات البطالة في مختلف قطاعات النشاط الإنتاجي من أهم الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية، حيث فقد الملايين وظائفهم في الكثير من دول العالم وأولها الاقتصاد الأمريكي، ومع نهاية سنة 2008 فقد حوالي 2 مليون من الأمريكيين وظائفهم وارتفع معدل البطالة في أمريكا إلى ما يقارب 7% وهو رقم كبير للغاية عن الأرقام التي كانت سائدة قبل حدوث الأزمة أو وصولها إلى ذروتها.

كما أصدر مكتب الإحصاءات الوطنية البريطاني تقريراً إحصائياً استند إلى دراسة شملت 5000 شركة بريطانية، أكد فيه على ارتفاع معدل البطالة في المملكة المتحدة في نهاية الربع الثالث من سنة 2008 بنسبة 5.7% مقارنة بنفس الفترة من سنة 2007، حيث ارتفع عدد العاطلين عن العمل بواقع 164 ألفاً ليصل إلى 1.7 مليون عاطل، وهو أعلى مستوى للبطالة في بريطانيا على مدى سبعة عشر عاماً، حينما تعرضت للكساد في أوائل العقد العاشر من القرن الماضي<sup>40</sup>.

وفي دراسة صدرت عن مكتب العمل الدولي فإن عدد الأفراد المعرضين للبطالة على مستوى العالم وصل إلى 210 مليون شخص سنة 2008 بعدما كان 190 مليون شخص سنة 2007<sup>41</sup>، وتعتبر أكبر القطاعات المتضررة هي البناء والسيارات والسياحة والمال والخدمات والعقارات.

#### المطلب الرابع: السياسات الاحتوائية القطرية والإقليمية للأزمة المالية

انطلاقاً مما أحدثته الأزمة من آثار عميقة في اقتصاديات دول العالم تم اتخاذ العديد من الإجراءات لمواجهة الآثار السلبية للأزمة المالية سميت ببرامج الإنقاذ المالي، حيث قامت الولايات المتحدة وبقية الدول الرأسمالية المتضررة في إطار برنامج الإنقاذ بتطبيق سياسات حكومية في مجال المالية العامة والائتمان، عملت على خفض

<sup>40</sup> إبراهيم النجار، مرجع سابق، ص88.

<sup>41</sup> ناصر مراد، مرجع سابق، ص7.

الفائدة بهدف تسهيل الاقتراض وتشجيع الاستثمار، وإقرار مجموعة من الحوافز المالية والضريبية لتنشيط الاقتصاد وتجنيد الشركات والبنوك خطر الإفلاس، كما قامت بضخ كميات كبيرة من الأموال في أسواقها لدعم البنوك والمؤسسات المالية لإنقاذها ولاسترجاع الثقة فيما بينها.

ومع تفاقم تداعيات الأزمة المالية العالمية وانتشار الاضطراب في النظام الاقتصادي العالمي عقدت قمم كثيرة متعاقبة لمواجهة الأزمة، حيث قدم الاتحاد الأوروبي مبادرة وذلك في قمة أوروبية في العاصمة الفرنسية للخروج من الأزمة الشرسة التي تتعرض لها الرأسمالية على النطاقين المحلي والعالمي، كما قدم مسئولو البلدان الأوروبية والأسبوية خلال قمة بكين في الصين العديد من الاقتراحات والسياسات للخروج من الأزمة المالية العالمية، إضافة إلى اجتماع مجموعة العشرين في واشنطن، وفيما يلي عرض وتحليل لأهم الخطط والإجراءات والجهود الدولية التي بذلت لمواجهة الأزمة المالية:

## 1- خطة الولايات المتحدة الأمريكية

أعدت وزارة الخزانة الأمريكية خطة عاجلة لإنقاذ المؤسسات المالية والبنوك المتعثرة، عرفت باسم "خطة الإنقاذ المالي" بمجرد الإعلان عن إفلاس العديد من البنوك في منتصف سبتمبر 2008، واقترح هذه الخطة " هنري بولسون" وزير الخزانة الأمريكية والتي تم رفضها في البداية من قبل مجلس النواب الأمريكي، غير أنه تمت الموافقة عليها في 3 أكتوبر 2008 بعد إدخال تعديلات عليها، وتقوم خطة الإنقاذ المالي على إنشاء صندوق لشراء الديون المتعثرة من المؤسسات المالية بمبلغ 700 مليار دولار<sup>42</sup>، وأعطيت لهذه الخطة مهلة تنتهي بنهاية عام 2009، مع إمكانية تمديدتها لمدة سنتين اعتباراً من تاريخ إقرارها.

تهدف خطة الإنقاذ الأمريكية إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمار إلى أقصى حد ممكن<sup>43</sup>، كما تهدف إلى توفير السيولة اللازمة في الأسواق المالية والقطاع المصرفي لمنع انهيار النظام المالي الأمريكي.

تعد هذه الخطة أكبر تدخل حكومي في الولايات المتحدة الأمريكية منذ الكساد الكبير، وما يلاحظ أن ضخ هذه الأموال الضخمة يتم في الولايات المتحدة في ظل عجز غير مسبوق في الميزانية وعجز كبير في الميزان التجاري وعدم تسجيل أي فائض فيه منذ عام 1971، إضافة إلى أن الولايات المتحدة تعاني من تزايد السدين

<sup>42</sup> Julien Baddour, Alain Nurbel, éléments de macroéconomie keynésienne, éditions publibook, paris 2009, P 12.

<sup>43</sup> عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص338.

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

## 2- خطة دول منطقة اليورو

عقدت مجموعة اليورو اجتماع في باريس بتاريخ 12 أكتوبر 2008، وبمبادرة مباشرة من الرئيس الفرنسي نيكولا ساركوزي لتنسيق الخطوات لمواجهة الأزمة<sup>44</sup>، والعمل على استعادة الثقة (restaurer la confiance) في النظام المالي والمصرفي الأوروبي<sup>45</sup>، وحضر القمة زعماء فرنسا وبريطانيا وألمانيا وإيطاليا وأكدوا على ضرورة تقديم الدعم للنظام المصرفي المتضرر من الأزمة.

أعلنت كل الدول الأعضاء تفاصيل خططها لأنقاذ نظامها المالي والمصرفي وذلك تطبيقاً لخطة العمل التي تبنتها القمة الأوروبية، كما قدمت المفوضية الأوروبية خطة شاملة من حوالي 200 مليار يورو لانتشال الاقتصاد الأوروبي من الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، وفي بيانه الختامي أعلن مؤتمر القمة على زيادة ممارسة الضغوط على واشنطن لإصلاح بسرعة وبدقة نظامها المالي وجعله متجانساً ومتناسقاً مع كل دول العالم<sup>46</sup>. ويمكن تلخيص أهم الخطط التي اعتمدها الدول الأوروبية الكبرى لمواجهة الأزمة المالية في الجدول الموالي:

الجدول (3-5) : التدابير المعتمدة وخطط الإنقاذ الوطنية لاحتواء الأزمة المالية في بعض الدول الأوروبية

الدولة	مبلغ الخطة	التدابير المعتمدة
بريطانيا	640 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 47 مليار دولار. - ضمان القروض ما بين البنوك بـ 321 مليار أورو. - سيولة بمبلغ 256 مليار أورو.
ألمانيا	480 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 80 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 400 مليار دولار.
فرنسا	360 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك إلى غاية 40 مليار دولار. - ضمان القروض ما بين البنوك بمبلغ 320 مليار دولار.

<sup>44</sup> Gibert Boutté, Nicolas Sarkozy face à la crise, Ed. l'harmattan, paris 2010, P 95.

<sup>45</sup> Jean-Luc Vallens, crise du crédit et entreprises, Ed. Lamy, paris 2010, P 232.

<sup>46</sup> Florence Samson, l'ombre de 1929 plane en cette année 2009, édition l'harmattan, paris 2009, P 24.

هولندا	200 مليار أورو	- صندوق إعادة رسملة البنوك بـ 20 مليار أورو. - ضمان القروض ما بين بمبلغ 180 مليار أورو.
إسبانيا	100 مليار أورو	- ضمان القروض ما بين البنوك.
إيطاليا	100 مليار أورو	- تلتزم الحكومة بإنفاق ما هو ضروري لمساعدة بنوكها وضمان استقرار النظام المالي.
البرتغال	20 مليار أورو	- ضمان القروض ما بين البنوك

المصدر: مراد ناصر، مرجع سابق، ص8.

### 3- الخطة الأوروبية الآسيوية

عقدت القمة الأوروبية الآسيوية في بكين بتاريخ 25 أكتوبر 2008، وحضر القمة زعماء 45 دولة من بينها 27 دولة من الاتحاد الأوروبي والبلدان العشرة الأعضاء في الآسيان (ASEM)، إضافة إلى الصين وكوريا الجنوبية واليابان والهند وباكستان ومنغوليا الداخلية، هذه البلدان تنتج وحدها 60% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي<sup>47</sup>.

هناك العديد من الاقتراحات والحلول تقدم بها مسؤولو البلدان الأوروبية خلال قمة بكين ترجمت إلى إجراءات اقتصادية ونقدية ومالية وتشريعية، إضافة إلى مجموعة من التوصيات تمحورت حول إصلاح المنظومة المالية العالمية الرأسمالية للخروج من الأزمة المالية الخطيرة، والتي أهمها:<sup>48</sup>

- إعادة النظر في القواعد المحاسبية الحالية غير الشفافة.
- دعم صندوق النقد الدولي.
- تشجيع التعاون بين المراكز المالية غير المقيمة في البلدان.
- الحد والتنقيص من المكافآت والأجور الذهبية.
- تحسين التشريعات الخاصة بتقديم الائتمان.
- تنظيم وتأطير عملية السندات أو ما يسمى بالتسنييد.

<sup>47</sup> Kham Vorapheth, forces et fragilités de la chine: les incertitudes du grand dragon, édition l'harmattan, paris 2009, P184.

<sup>48</sup> عبد الفتاح العموص، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصاديات العالمية، المؤتمر العلمي حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان 19 و20 ديسمبر 2009، ص ص 8-10.

#### 4- خطة مجموعة العشرين

اجتمعت مجموعة العشرين (G20) في العاصمة الأمريكية واشنطن في 15 نوفمبر 2008 من أجل العمل على وقف هذه الأزمة والحد من تدهور الأوضاع التي يواجهها الاقتصاد العالمي جراء الأزمة المالية، وتتضمن مجموعة العشرين اقتصاديات الدول الأفضل أداء (le plus performantes) في العالم<sup>49</sup>. وتمثل دول مجموعة العشرين حوالي 90% من حجم الاقتصاد العالمي، و80% من التجارة الدولية، ومن دولها الولايات المتحدة وكندا وبريطانيا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا وروسيا واليابان<sup>50</sup>.

أكدت مجموعة العشرين في بيانها الختامي على ضرورة تعزيز الإشراف (renforcer la surveillance) على النظام المالي العالمي وتنسيق أفضل السياسات الاقتصادية لمنع وقوع أزمات مالية أخرى<sup>51</sup>، وتوصلت إلى خطة عمل لتنظيم أسواق المال العالمية بشكل أفضل، واتخاذ خطوات لوقف التراجع الاقتصادي العالمي وإنقاذ الاقتصاد العالمي من الركود، وأكدت القمة على ضرورة إصلاح نظام السوق المالي العالمي وضرورة الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية، وتركزت خطة العمل التي اتفق عليها القادة في خمس نقاط رئيسية وهي:<sup>52</sup>

- تعزيز شرعية وفاعلية المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والاتفاق على إجراءات جوهرية لإصلاح النظام المالي لتفادي الأزمات المالية المستقبلية بسبب القروض المصرفية القائمة على المخاطرة.
- تحقيق الشفافية في الأسواق المالية الدولية وضمان الإفصاح الكامل عن أوضاعها المالية من خلال شركات تقوم بمراجعة أدائها في السوق.
- الإشراف الكامل ومراقبة البنوك والمؤسسات المالية وضمان عدم دخولها في عمليات شديدة المخاطرة مثل قروض الرهن العقاري واستحداث أدوات مالية جديدة مثل صناديق التحوط التي كانت سببا رئيسيا من أسباب الأزمة المالية.

<sup>49</sup> Nkere Ntanda Nkingi, La Crise Financière Internationale de 2008 et ses conséquences, édition L'harmattan, paris 2009, P 91.

<sup>50</sup> تضم مجموعة العشرين إضافة إلى الدول الثمان الكبرى مجموعة القوى الناشئة (الصين وروسيا البرازيل، الأرجنتين، الهند، أستراليا، السعودية، جنوب إفريقيا، كوريا الجنوبية، أندونيسيا، المكسيك وتركيا).

<sup>51</sup> Nicolas Véron, le grand dérèglement: chroniques du capitalisme financier, éditions lignes de repères, paris 2009, P54.

<sup>52</sup> عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص354.

- قيام وزراء المالية في دول المجموعة بوضع قائمة بالمؤسسات المالية التي يمكن أن يؤدي انهيارها إلى تعرض الاقتصاد العالمي إلى مخاطر كبيرة وضرورة مساعدة هذه المؤسسات.
- تحسين نظام الرقابة المالية لكل دولة، كما أن لكل دولة الحق في التحكم في أدوات سياساتها المالية والنقدية مثل أسعار الفائدة حسب أوضاعها الاقتصادية.

### المبحث الثاني: الأزمة المالية وأسواق الأوراق المالية العربية

تختلف الآثار التي انعكست على الدول العربية جراء الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من دولة إلى أخرى نظرا لاختلاف الهيكل الاقتصادي كل دولة وطبيعة صادراتها أو مستورداتها ومدى انفتاحها وانكشافها على العالم الخارجي<sup>53</sup>. وفي ظل العولمة ومع اتساع دائرة اندماج الاقتصاديات العربية مع الأسواق المالية العالمية، تجعل هذه الاقتصاديات غير بعيدة عن الأحداث العالمية، ولا يمكن لها أن تتفادى تقلبات الأسواق العالمية وانعكاسات صدماتها السلبية، كما أن شدة اعتماد اقتصاديات الدول العربية على الولايات المتحدة والدول الأوروبية تصديرا واستيرادا، يجعلها شديدة الحساسية لأيّة تغيرات اقتصادية ومالية خارجية تحدث في تلك الدول، خاصة في مجالات تقلبات أسعار الصرف والتضخم وتغيرات أسعار النفط وفي السياسات المالية والنقدية وغيرها من التحولات والتداعيات الأخرى.

رغم أن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية يظفي عليها طابعها المحلي، إلا أنها تعتبر شديدة الحساسية تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسية خارجية. فقد شهدت هذه الأسواق خلال عام 2008 تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية، فبعد التحسن النسبي في أدائها خلال عام 2007 وفي بداية عام 2008 عادت مؤشرات هذه الأسواق إلى الهبوط مع تفاقم تداعيات الأزمة المالية العالمية.

قبل دراسة تداعيات الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، نحاول أولا دراسة لواقع هذه الأسواق وإلى سلبياتها ومعوقاتها، وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث الإجابة على التساؤلات التالية:

- ما هو واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية ؟
- ما هي أسباب ضعف أسواق الأوراق المالية العربية ؟

<sup>53</sup> محمد أبو حمور، مرجع سابق، ص9.

- ما مدى تأثير البورصات العربية بتداعيات الأزمة المالية العالمية ؟

## المطلب الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية

تماشياً مع التطورات الاقتصادية العالمية لم يعد يوسع الدول العربية إلا مسaire هذه الأوضاع ومن بين الجهود المبذولة في هذا الاتجاه تطوير أسواق الأوراق المالية، حيث قامت أغلب الدول العربية بتطبيق برامج تخصيص واسعة النطاق أوجدتها ظروفها الاقتصادية المتردية، من ثقل حجم مديونياتها الداخلية والخارجية، وعجز قطاعها العام عن أداء دوره في إحداث تنمية اقتصادية، الأمر الذي دفع بكل السلطات في الدول العربية إلى السعي لإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية ومحاولة تنظيمها بالشكل الذي يجعلها قادرة على أداء دورها<sup>54</sup>.

تمكنت أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من أن تكون قنوات مهمة لتعبئة الادخارات والتخصيص الكفاء للموارد من خلال مساهمتها في تمويل استثمارات المؤسسات الحكومية والخاصة في الأصول المنتجة. وغالباً ما كان يتم هذا التمويل على شكل قروض مما زاد من مديونية المؤسسات إلى جانب وجود قطاع عام عاجز، ولم تنجو من هذا حتى الدول التي كانت خلال سنوات قليلة مضت تحقق فائض على حاجياتها المحلية، أمام هذا الاتجاه نحو عولمة الأسواق المالية وتفاقم المديونية وعزوف الأسواق المالية الدولية عن تقديم قروض جديدة، كان على الدول العربية إعادة النظر في أنظمتها المالية ومن بينها تطوير أسواقها المالية<sup>55</sup>.

يبلغ عدد الدول العربية التي لديها أسواق الأوراق المالية 15 دولة يصدر بياناتها ويرصد تطوراتها صندوق النقد العربي بشكل فصلي، الذي أنشأ قاعدة بيانات للأسواق العربية بهدف جمع البيانات حول أنشطة البورصات العربية، ومعالجتها بصورة منسقة، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة، ونشرها بصورة دورية ومنتظمة، لزيادة الوعي الاستثماري في هذه الأسواق، وتفعيل دورها التنموي في الاقتصاد، وتمكين المستثمرين فيها من اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة.

يعود تاريخ تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترات السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، باستثناء أسواق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية إذ يعود تاريخ إنشائها إلى سنة 1883، تلتها

<sup>54</sup> حسان خبايا، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد رقم 6، فيفري 2004، ص7.

<sup>55</sup> سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2004، ص ص

بورصة بيروت 1920، وبورصة الدار البيضاء سنة 1929، ولم يكن في المنطقة العربية حتى منتصف عقد الثمانينات سوى ستة بورصات في كل من مصر والمغرب وتونس والأردن والكويت ولبنان، وفي عام 1989 شهدت المنطقة العربية قيام سوق البحرين المالي وسوق مسقط للأوراق المالية، وسوق بغداد المالي، إضافة إلى سوق الأسهم السعودي. أما العقد الأخير من القرن العشرين فقد شهد تطورات ملحوظة في مجال إنشاء بورصات جديدة في كل من السودان، قطر، فلسطين، الإمارات والجزائر.

شهدت البورصات العربية تغيرات وتطورات تختلف من بورصة لأخرى في الأطر التشريعية والقانونية والفنية المنظمة لها بما يحفز ويطور هذه الأسواق، ويأتي في مقدمتها تشريعات متعلقة بقوانين أسواق الأوراق المالية وقوانين الشركات والبنوك ومدققي الحسابات<sup>56</sup>. وقد قامت معظم البورصات العربية بتطوير نظم الإفصاح، وقواعد قيد الأوراق المالية، وتأسيس صناديق الاستثمار، وإدخال نظام التداول الآلي، بالإضافة إلى استحداث أدوات مالية واستثمارية جديدة، ومنح حوافز ضريبية للمستثمرين في الأسواق المالية، هذا بالإضافة إلى برامج الخصوصية والانفتاح على الاستثمارات والسماح بتداول أسهم الشركات الأجنبية.

عرفت بعض أسواق الأوراق المالية العربية فترات ركود جعلتها تنطلق من الصفر، فمع بداية الستينات وظهر النظام الاشتراكي في مصر غير من مصير البورصة. لقد كان لتحويل المؤسسات الخاصة للملكية الدولة ومحاولة الحد من اعتماد الاقتصاد على القطاع الخاص نتائج سلبية مباشرة وفورية على نشاط البورصة. كما تعرضت بورصة الدار البيضاء للاهتزاز بسبب هروب رؤوس الأموال والمستثمرين الأجانب بعد الاستقلال. وتعرضت بورصة بيروت للإغلاق لمدة ثلاثة عشر سنة بسبب الحرب ليعاد فتحها في سنة 1993. فالملاحظ أن الأسواق التي كان من الممكن أن تكون الأنشطة بحكم طول فترة تواجدتها لم تتح لها الفرصة أن تعمل بشكل مستمر منذ تاريخ إنشائها<sup>57</sup>.

إذا كانت هذه الأسواق قد تعرضت للاهتزازات لأسباب خارجية عن نشاط السوق كتغيير النظام الاقتصادي أو الحروب، فإن سوق الكويت كذلك عرف الركود سنة 1982 وذلك لأسباب داخلية متعلقة بنشاط السوق حيث ظهر سوق موازي للأوراق المالية لسوق الكويت الرسمي وعرف بسوق المناخ. وكان ذلك نتيجة منع الحكومة تأسيس شركات مساهمة جديدة، وعدم السماح لزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة، وقد ظهرت بوادر الأزمة عندما انحرف التعامل بالسوق الموازي إلى التعامل بالآجل، والتي أخذت في

<sup>56</sup> بن دعاس زهير، تحديات ربط الأسواق العربية لرأس المال في ظل العولمة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص74.

<sup>57</sup> سامية زيطاري، مرجع سابق، ص108.

الاتساع بشكل مبالغ فيه وما صاحب ذلك من مضاربات شديدة، وبالتالي برز ما أصطلح عليه تسمية أزمة سوق المناخ، وتعتبر هذه الأزمة من أكبر الأزمات التي شهدتها الأسواق المالية العربية.

### المطلب الثاني: سلبيات ومعوقات أسواق الأوراق المالية العربية

على الرغم من حدوث بعض التطورات في البورصات العربية تماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي والتحسين الملحوظ في أداءها، إلا أنها ما زالت تعاني من بعض السلبيات والمعوقات والتي تحول دون تطورها وتحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وقيامها بالدور المنشود منها في تمويل عمليات التنمية. ولعل من أهم هذه السلبيات والمعوقات نذكر:

أ- معوقات تتعلق بالإطار التنظيمي والتشريعي والهيكلي

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

وبالتالي فإن هذه الأسواق تفتقر للقواعد والضوابط التشريعية والأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، كما أن العديد منها لا يزال حديث العهد. ومن بين المعوقات التشريعية والتنظيمية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية نجد:<sup>58</sup>

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

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

- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني فقط؛

<sup>58</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 262.

- عدم استفادة البنوك العربية من وجود أسواق الأوراق المالية كمصادر مالية طويلة الأجل؛
- افتقار أسواق الأوراق المالية العربية إلى أدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية من جهة وغياب المؤسسات ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم مثل الشركات الصانعة للسوق.

#### ب- ضيق ومحدودية أسواق الأوراق المالية العربية

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

- صغر حجم رأس المال السوقي وانخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويظهر ذلك في سوق الكويت، البحرين، قطر، الأردن الذي تزيد نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100%، أما السعودية والإمارات فتزيد عن 50%، في حين تقل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50% في كل من مصر، سلطنة عمان، المغرب، تونس، لبنان، السودان والجزائر<sup>59</sup>.
- نقص عدد الشركات المدرجة فيها، وذلك لأن تزايدها يؤدي إلى زيادة فرص الاستثمار وزيادة حجم التداول، حيث يبلغ متوسط عدد الشركات المدرجة في البورصات باستثناء بورصة مصر 75 شركة بمقابل 330 شركة في بورصات الأسواق الناشئة و750 شركة في البورصات المتقدمة<sup>60</sup>.
- ضعف السيولة، ويتضح ذلك من خلال الانخفاض اليومي في عدد العمليات التي تبرم في البورصة، إضافة إلى عدد أيام التداول في السنة، ويرجع ضعف التداول أساساً إلى ضعف الادخار وبالتالي ضعف الطلب على الأوراق المالية.

<sup>59</sup> مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 2009/07-2010، ص191.

<sup>60</sup> محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، جامعة فرحات عباس، سطيف 8-9 ماي 2004، ص10.

## ت- محدودية الأدوات المالية

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

تشير الأرقام إلى أن حجم تداول السندات يشكل 28% من مجموع التداول في السوق المصرية، و22% في السوق المغربية و1% في السوق الأردنية خلال عام 2001. في الوقت الذي تسجل فيه أسواق أخرى نسبا عالية لتداول السندات حيث بلغت النسبة في الدنمارك عشرة أضعاف نسبة تداول الأسهم في عام 2001 (686 مليار دولار للسندات مقابل 72.4 مليار دولار للأسهم)<sup>61</sup>.

## ث- قصور أنظمة الإفصاح المالي

تعاني أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من ضعف الإفصاح، وعدم الشفافية الكاملة للمعلومات المالية المتعلقة، وقلة الإطارات المتخصصة من المحللين الماليين، إضافة إلى قصور الإعلام والصحافة، كما أن التقارير المالية للشركات تظل بعيدة عن الجودة المطلوبة، وتقتصر غالبا على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، وعدم توفر بيانات عن نتائج أعمال الشركات لفترات قصيرة والاكتفاء بعمليات نشر سنوية بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

## المطلب الثالث: تطورات وأداء أسواق الأوراق المالية العربية

ساهمت التطورات التشريعية لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، مع السياسات والبرامج التصحيحية الاقتصادية المتبعة في تلك الدول في توفير مناخ استثماري أفضل انعكس إيجابا على أداء البورصات العربية خلال السنوات الأخيرة، مع اختلاف أداء كل بورصة عن الأخرى بحسب ظروف ومراحل تطور كل منها.

<sup>61</sup> حسان خبايا، مرجع سابق، ص14.

فيما يخص الأداء الكلي لأسواق الأسهم العربية فقد ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي<sup>62</sup> بنسبة 38.3% ليصل إلى 328.7 نقطة في نهاية عام 2007 مقارنة مع 237.7 نقطة في نهاية عام 2006، أما بالمقارنة مع الربع الثالث من العام 2007 فقد ارتفع المؤشر بنحو 26.9%، ونجم هذا الارتفاع عن التحسن الكبير في أداء غالبية الأسواق المالية العربية من ناحية ارتفاع أحجام التداول والأسعار والقيم السوقية للأسواق على أعقاب الانخفاض الكبير خلال العام 2006 الذي شهدته معظم الأسواق العربية<sup>63</sup>.

سجلت أغلب البورصات العربية خلال عام 2007 ارتفاعاً واضحاً في مؤشراتها سواء على مستوى القيمة أو نسبة التغيير مقارنة بعام 2006، وقد تصدر سوق مسقط للأوراق المالية ليحظى بارتفاع نسبته 61.88%، وحلت سوق أبوظبي للأوراق المالية في المرتبة الثانية بنسبة 51.74%، ثم بورصتا القاهرة والإسكندرية بنسبة 51.29%، ثم سوق دبي المالي بارتفاع بلغ 43.7%، تليها السوق المالية السعودية بنسبة 40.87%، واحتلت بورصة الأوراق المالية بتونس المرتبة الأخيرة في سلم الارتفاعات بنسبة 21.12%.

ولتحليل أداء أسواق الأسهم العربية يمكن متابعة أهم المؤشرات التي تعكس تطورات الأسواق المالية بصفة عامة وهي:<sup>64</sup>

- مؤشر الأهمية النسبية لأسواق الأسهم في الاقتصاد؛
- مؤشر معدل دوران الأسهم؛
- مؤشر مضاعف السعر على العائد؛
- مؤشر متوسط حجم الشركات المدرجة.

أظهر مؤشر الأهمية النسبية لأسواق الأسهم في الاقتصاد<sup>65</sup> أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة خلال عام 2007 تجاوزت قيمة الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان حيث بلغ المؤشر نسبة 260%، وسوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 150%، وسوق البحرين للأوراق المالية بنسبة 146%، وسوق الأسهم السعودي بنسبة 138%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنسبة 108%، وتجاوزت القيمة السوقية للأسهم المتداولة 50% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة لسوق أبوظبي للأوراق المالية 63%، وسوق دبي المالي 72%،

<sup>62</sup> للإطلاع على كيفية احتساب مؤشر صندوق النقد العربي يمكن الرجوع إلى " منهجية احتساب المؤشر" على الموقع الإلكتروني [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)

<sup>63</sup> صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، الربع الرابع 2007، ص 07.

<sup>64</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2007، الفصل السابع، ص 138.

<sup>65</sup> يتم احتساب هذا المؤشر من خلال نسبة القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

في حين بلغت القيمة السوقية للأسهم المتداولة نسبة تقل عن 50% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي في باقي الأسواق العربية.

أما بالنسبة للمؤشر الثاني والذي يقيس معدل دوران الأسهم<sup>66</sup>، فقد تراجع هذا المؤشر في الأسواق العربية مجتمعة من 190% في عام 2006 إلى 83% في عام 2007. وتصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق التي انخفض فيها معدل دوران الأسهم، من 429% عام 2006 إلى 131% عام 2007، ثم بورصة عمان من 73% في عام 2006 إلى 42% في عام 2007، وبورصتي القاهرة والإسكندرية من 52% في عام 2006 إلى 47% في عام 2007. في حين ارتفع هذا المؤشر في سوق الكويت للأوراق المالية من 56% في عام 2006 إلى 100% في عام 2007.

وبالنسبة للمؤشر الثالث، وهو مضاعف السعر على العائد<sup>67</sup>، فقد سجلت بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أعلى ارتفاع في هذا المؤشر، حيث بلغ هذا المؤشر حوالي 34 في عام 2007 مقابل حوالي 32 في عام 2006، وتلتها بورصة عمان عند مستوى 28، وسوق الأسهم السعودي عند مستوى 23.2، وبورصتي القاهرة والإسكندرية عند مستوى 19.1.

وفيما يتعلق بمتوسط حجم الشركات المدرجة في الأسواق العربية، فقد تصدر سوق الأسهم السعودي قائمة الأسواق العربية، حيث وصل متوسط رأسمال الشركة الواحدة التي يتم التداول في أسهمها في هذا السوق إلى حوالي 4.7 مليار دولار في نهاية عام 2007. ويليه سوق دبي المالي بقيمة 2.5 مليار دولار. ثم سوق الدوحة بقيمة 2.4 مليار دولار.

و يمكن توضيح أهم المؤشرات التي تعكس تطورات أداء أسواق الأوراق المالية العربية من خلال الجدول الموالي:

<sup>66</sup> أي إجمالي الأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة.

<sup>67</sup> يتم احتسابه على أساس مقارنة الارتفاع في سعر السهم المتداول مع العائد المتوقع من السهم.

الجدول (3-6) : أهم مؤشرات أداء أسواق الأسهم العربية خلال عام 2007

السوق	أهمية القيمة السوقية للأسهم في الاقتصاد	معدل دوران الأسهم %	مضاعف السعر إلى العائد	عدد الشركات المدرجة	متوسط حجم الشركة (مليون دولار)
سوق ابوظبي للأوراق المالية	63.1	39.4	16.3	64	1.893
بورصة عمان	260.4	42.3	28.0	245	168
سوق البحرين للأوراق المالية	146.1	4.0	13.1	51	530
سوق الأسهم السعودي	137.6	131.4	23.2	111	4.676
سوق الكويت للأوراق المالية	126.8	100.0	-	196	691
بورصة الدار البيضاء	102.8	29.8	33.8	73	1.034
بورصة الأوراق المالية بتونس	15.4	14.0	16.2	51	105
بورصة الجزائر	0.1	0.2	5.3	2	49
سوق دبي المالي	72.0	74.8	16.5	55	2.512
سوق الخرطوم للأوراق المالية	8.6	3.9	-	52	95
سوق مسقط للأوراق المالية	57.2	22.6	14.7	125	185
سوق الدوحة للأوراق المالية	149.5	31.3	-	40	2.388
بورصة بيروت	44.1	9.1	-	15	726
بورصتي القاهرة والإسكندرية	108.5	47.3	19.1	435	319

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2007، مرجع سابق، ص 139.

المطلب الرابع: تأثير الأزمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة وتراجعات غير مسبوقه في مؤشراتهما متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية التي امتدت لتطال كافة البورصات العالمية والناشئة على حد سواء. فبعد التحسن النسبي في أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007 وفي بداية عام 2008، عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وبشكل كبير خلال النصف الثاني من عام 2008 وانخفضت أحجام التداول باستثناء سوق العراق وبورصة تونس للأوراق المالية.

وانخفض المؤشر المركب الذي يحتسبه صندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية بما نسبته 49.40% ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008، مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية عام 2007. وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق وفقا لمؤشراتها المحلية، فقد سجل سوق دبي المالي أكبر تراجع من بين الأسواق العربية بنسبة بلغت 72.42% تليه السوق المالية السعودية بنسبة 57.02%. وسجلت

البورصة المصرية خسارة بلغت نسبتها 56.43%. ثم سوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 47.49%. وتراجعت سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 28.12%. بينما تعتبر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أقل البورصات العربية تراجعاً خلال عام 2008 وذلك بنسبة 13.48%. ويوضح الجدول الموالي نسب التغيير في مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية:

الجدول (3-7) : مؤشرات أسعار أسهم البورصات العربية خلال سنة 2008

البورصة	المؤشر كما في 2007/12/31	المؤشر كما في 2008/12/31	نسبة التغير %
سوق دبي المالي	5931.95	1636.29	-72.42
سوق الأسهم السعودي	11175.96	4802.99	-57.02
البورصة المصرية	10549.74	4596.49	-56.43
سوق ابوظبي للأوراق المالية	4551.80	2390.01	-47.49
سوق مسقط للأوراق المالية	9035.48	5441.12	-39.78
سوق الكويت للأوراق المالية	12558.90	7782.60	-38.03
سوق البحرين للأوراق المالية	2755.27	1804.07	-34.52
سوق الدوحة للأوراق المالية	9580.45	6886.12	-28.12
بورصة بيروت	129.20	102.4	-20.74
بورصة عمان	7519.00	6243.14	-16.97
سوق فلسطين للأوراق المالية	527.26	441.66	-16.23
سوق الخرطوم للأوراق المالية	2962.10	2552.27	-13.84
بورصة الدار البيضاء	12694.97	10984.29	-13.48
بورصة الأوراق المالية بتونس	2614.00	2892.40	10.65
بورصة العراق للأوراق المالية	34.59	58.36	68.72

المصدر: سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي 2008، ص12

بالنسبة لأحجام أسواق الأوراق المالية العربية فقد عرفت تراجعات كبيرة خلال عام 2008 وبدرجات متفاوتة بحسب تأثر كل دولة بالأزمة المالية، ويمكن تلخيص أحجام أسواق الأوراق المالية في المؤشرات التالية:<sup>68</sup>

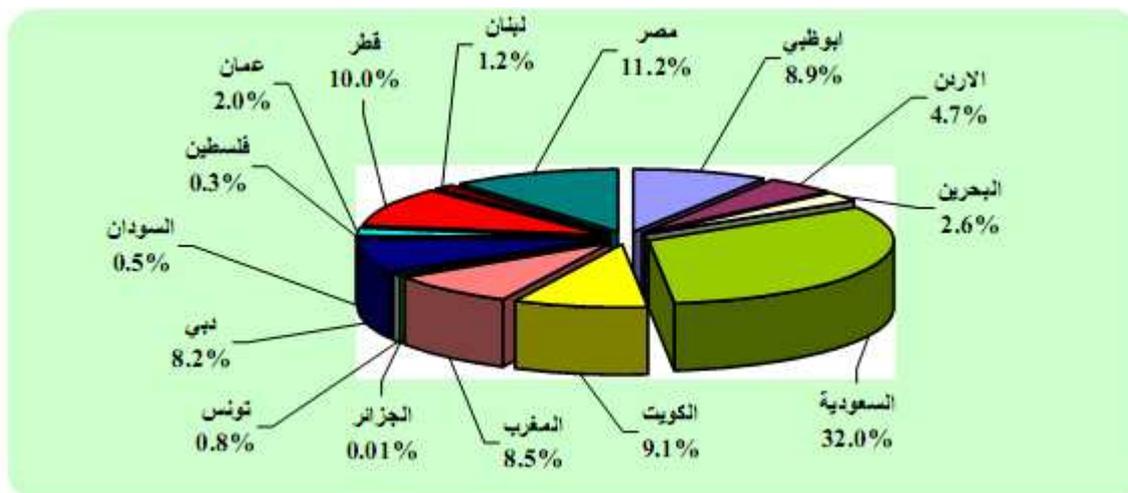
<sup>68</sup> صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، الفصل السابع، ص132.

أ- القيمة السوقية:

انخفضت القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2008 بنسبة 42.5% لتبلغ نحو 769.589 مليار دولار أمريكي، مقارنة بنحو 1338 مليار دولار بنهاية العام 2007. ولقد انخفضت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنحو 52.5% لتبلغ حوالي 246.54 مليار دولار، وانخفضت القيمة السوقية لسوق دبي المالي بنحو 54.3%، وسوق الكويت بنحو 41.8%، وسوق أبوظبي للأوراق المالية بنسبة 43.2%، وبورصتي القاهرة والإسكندرية بنحو 38.1%.

وبذلك تغير الحجم النسبي للأسواق العربية، حيث شكلت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية ما نسبته 32% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية، تلاها سوق مصر بنحو 11.2%، وسوق الدوحة بنحو 10%، وسوق الكويت بنحو 9.1%، وسوق أبوظبي بنحو 8.9%، في حين تراوحت سوق دبي المالي إلى حوالي 8.2%. وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل (3-13): الحجم النسبي للأسواق العربية خلال عام 2008



المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، الفصل السابع، ص132.

ب- عدد الشركات المدرجة:

بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية فقد انخفض في نهاية عام 2008 ليلعب 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية عام 2007.

ت- قيمة الأسهم المتداولة:

بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2008 حوالي 997.87 مليار دولار أمريكي، مسجلة نسبة انخفاض بلغت نحو 9.9%، مقارنة مع قيمة تداولات عام 2007. وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ثلاثة أسواق فقط وهي سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت، وسوق الإمارات ما نسبته 80.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، منها 52.4% حصة سوق الأسهم السعودي وحدها.

ث- عدد الأسهم المتداولة:

انخفض عدد الأسهم المتداولة في الأسواق العربية خلال عام 2008 بنسبة 5.9% ليلعب نحو 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم تم تداولهم خلال عام 2007. وشكل عدد الأسهم المتداولة في أسواق السعودية والكويت والإمارات ما نسبته 87.5% من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية. وبلغت نسبة عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية وحدها نحو 26.6% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية.

يظهر أن دول الخليج العربي تأثرت بشكل أكبر بالأزمة مقارنة ببقية الدول العربية بحكم الصلات و الروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي. حيث شهدت أسواق الأوراق المالية العربية تقلبات حادة من جراء الأزمة المالية العالمية و اندفع المستثمرين العرب والأجانب لبيع أسهمهم و بكميات كبيرة لإنقاذ مراكزهم المالية، و يعتبر سوق الأسهم السعودي من أكبر البورصات العربية تضررا تلتها السوق المصرية و أسواق الإمارات العربية.

الفصل الرابع:

تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق  
الدوحة للأوراق المالية

تم التطرق في الفصل الأول إلى عرض المفاهيم الأساسية حول الأسواق المالية بشكل عام مع التركيز على أسواق الأوراق المالية ومعرفة موقعها ضمن تركيبة الأسواق المالية الأخرى والتي تشمل كل من أسواق النقد وأسواق رأس المال مع عرض لمفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية وأنواعها المختلفة، وتم التطرق في الفصل الثاني إلى العولمة وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية وإلى أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة أسواق الأوراق المالية، بينما تم تناول الأزمة المالية العالمية الأخيرة في الفصل الثالث مع توضيح الأسباب المختلفة التي أدت إلى حدوثها وآثارها على الأسواق المالية العالمية والعربية بشكل خاص.

بينما في هذا الفصل يتم دراسة تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009 بالاعتماد على مجموعة من الأساليب الإحصائية، ويهدف هذا الفصل إلى التعريف بسوق الدوحة أحد أهم الأسواق المالية العربية، وعرض لأدائه، ولتطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، ثم اختبار كفاءة هذا السوق، وذلك بالاعتماد على أدوات الاقتصاد القياسي متمثلة في الاختبارات الخاصة بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية في المبحث الأول، كما يهدف هذا الفصل إلى دراسة تأثير الأزمة المالية في الأداء العام لسوق الدوحة، وإلى تحليل أثر الأزمة في أداء القطاعات الاقتصادية، وأخيراً تحليل العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأداء السوق.

## المبحث الأول: التعريف بسوق الدوحة للأوراق المالية

تشهد دولة قطر نمو اقتصادي غير مسبوق بحيث تواصل قطر جهودها في تنويع مصادر الدخل، وتطوير البنية التحتية للاقتصاد، بالإضافة إلى الاستفادة الكاملة من مواردها الهيدروكربونية التي تعتمد على النفط والغاز والبتروكيماويات، وتنمية مشاريع الغاز العملاقة التي تمتاز بها دولة قطر بالإضافة إلى تحرير الاقتصاد، وتفعيل دور القطاع الخاص، وتسهيل إجراءات الاستثمار وجذب الاستثمارات الأجنبية. وقد حقق الاقتصاد القطري في السنوات الأخيرة نمواً حقيقياً وأصبح من الاقتصاديات الأكبر نمواً في المنطقة. كما أصبحت قطر أغنى دولة في العالم وذلك من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

تعتبر بورصة قطر مرآة للأداء الاقتصادي القطري بما تضمه من شركات مدرجة تمثل القطاعات النشطة اقتصادياً في دولة قطر. وتبرز أهمية السوق في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة لخدمة الاقتصاد القطري. ويرجع تاريخ تأسيس البورصة القطرية عام 1995، وذلك وفقاً للقانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعديلاته، حيث جاء فيه أن سوق الدوحة للأوراق المالية مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي، ويكون مقرها مدينة الدوحة وتخضع لإشراف وزير الاقتصاد والتجارة، وقد بدأت البورصة عملياتها بصورة رسمية في ماي 1997، ومن ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم البورصات في منطقة الخليج العربي.

في منتصف عام 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة نايسي يورونكست (NYSE Euronext (NYX من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة نايسي يورونكست في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط، كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة<sup>1</sup>.

## المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية

نحاول من خلال هذا المطلب تحديد أهداف سوق الدوحة، واللجنة التي تدير السوق ومعرفة أعضائها، وأخيراً شروط قيد وقبول وإجراءات تداول الأوراق المالية في السوق.

<sup>1</sup> www.qatarexchange.qa

## 1- أهداف السوق

يهدف سوق الدوحة للأوراق المالية لتحقيق جملة من الأهداف هي:<sup>2</sup>

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

<sup>2</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الفصل الثالث، المادة 7.

- ضمان إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة وإتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المقيدة ونشر كل المعلومات المتوفرة عن الشركات المساهمة المقيدة وتوفيرها للمتعاملين بنفس الكم والتوقيت.

## 2- أعضاء السوق

طبقاً لما جاء في القانون رقم 14 لسنة 1995، والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية في الفصل الرابع من الباب الأول، المادة 8، فإن عضوية سوق الدوحة للأوراق المالية تشمل كل من:

- مصرف قطر المركزي.
  - البنوك المرخص لها بالعمل في الدولة، ومؤسسات الإقراض المتخصصة.
  - شركات المساهمة القطرية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
  - وسطاء الأوراق المالية لدى السوق.
  - أي شخص طبيعي أو معنوي تقرر اللجنة قبول عضويته.
- و يلتزم أعضاء السوق بأداء كافة الرسوم المستحقة طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

## 3- إدارة السوق

تتولى إدارة السوق لجنة تسمى لجنة السوق تشكل على النحو التالي:<sup>3</sup>

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

<sup>3</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المادة 9.

وتختار اللجنة من بين أعضائها نائبا للرئيس، وتكون مدة عضوية اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدة أو لمدد أخرى مماثلة ويصدر بتسمية الأعضاء قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير بالتنسيق مع الجهات المعنية، ويكمل من يخلف أحد الأعضاء مدة سلفه.

أما في الجزائر فتتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) من ستة أعضاء ورئيس يمارسون مهامهم بصفة دائمة لمدة أربع سنوات يعينون عن طريق التنظيم، ويتوزع هؤلاء الأعضاء على النحو الموالي:<sup>4</sup>

- |             |   |  |
|-------------|---|--|
| رئيس اللجنة | - | يعين بمرسوم رئاسي؛                                     |
| قاض         | - | يقترحه وزير العدل؛                                     |
| عضو         | - | يقترحه محافظ البنك المركزي؛                            |
| عضو         | - | يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛                         |
| عضو         | - | يقترحه وزير التعليم العالي؛                            |
| عضو         | - | يختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم |
| المنقولة؛   |   |  |
| عضو         | - | يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين.                |

إذا قارنا بين اللحتين نلاحظ أن اللجنة التي تتولى إدارة السوق القطري أكثر من نظيرتها الجزائرية من حيث العدد، ويرأسها وزير الاقتصاد والتجارة على خلاف اللجنة الجزائرية التي يرأسها رئيس معين من قبل رئيس الجمهورية، كما لم تشترط اللجنة الكويتية القضاة والخبراء المحاسبين على عكس اللجنة الجزائرية التي تشترط عضوان، وهما قاض مقترح من وزير العدل وعضو مقترح من قبل المصنف الوطني للخبراء المحاسبين. أما عن العهدة فهي أربعة سنوات بالنسبة للجنة الجزائرية، بينما القطرية ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

وتتولى لجنة سوق الدوحة للأوراق المالية وضع القواعد ورسم السياسة العامة للسوق في إطار الأهداف المحددة، وطبقا للمادة 12 من القانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية تتولى اللجنة القيام بالمهام التالية:

- اقتراح اللوائح الداخلية، والهيكل التنظيمي للسوق، ونظام العاملين، ولائحة المشتريات، واللائحة المالية، ولائحة رسم القيد والعضوية والتداول والاشتراكات السنوية ويصدر بهذه اللائحة والنظم قرار من الوزير؛

<sup>4</sup> المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق بالقيم المنقولة بالجزائر.

- وضع القواعد التنظيمية والتعليمات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة عليها، والإشراف على تطبيق عمليات تداول هذه الأوراق؛
- اتخاذ الإجراءات اللازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها في ضوء أحكام اللائحة الداخلية للسوق؛
- النظر في طلبات قيد الأوراق المالية للشركات في السوق وطلبات ترخيص الوسطاء؛
- وقف التعامل مؤقتاً في السوق، أو في ورقة مالية أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه؛
- الموافقة على تقديرات الموازنة السنوية للسوق، وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات وتحديد الأجر الذي يؤدي إليهم؛
- تشكيل اللجان المتخصصة، من أعضاء اللجنة أو من غيرهم، سواء بشكل دائم أو مؤقت، لمعالجة ما ترى اللجنة غيرهم، سواء بشكل دائم أو مؤقت، لمعالجة ما ترى اللجنة لزوم دراسته عن طريق هذه اللجان؛
- العمل على تطوير وتدريب وتأهيل الكوادر القطرية اللازمة لإدارة السوق وفقاً لأحدث الأساليب الإدارية والفنية، والعمل على نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية؛
- اقتراح مشروعات الأدوات التشريعية اللازمة لتنمية التعامل في السوق، وعرض المقترحات على الوزير؛
- أية صلاحيات أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق.

#### 4- قيد وقبول الأوراق المالية

كل شركة مساهمة قطرية يبلغ رأسمالها المكتتب به أربعون مليون ريال قطري على الأقل أو ما يعادله ملزمة بأن تطلب بكتاب قيد أسهمها للتداول في السوق خلال شهر من تاريخ اجتماع الجمعية التأسيسية الذي

أقرت فيه تأسيس الشركة نهائياً<sup>5</sup>. وطبقاً للمادتين 38 و39 من القانون رقم 14 لسنة 1995 يتم قيد الأوراق المالية لشركة المساهمة وفقاً للشروط التالية:

- أن لا يقل عدد المساهمين عن 30 مساهماً، فإذا انخفض العدد دون ذلك، وظل فوق 15 مساهماً، يتم توجيه إنذار للشركة لتقوم بتوفيق أوضاعها بزيادة ذلك العدد لثلاثين، بحيث يتم وقف تداول أسهمها ما لم يستجيب لذلك الشرط؛
- ألا يملك أحد المساهمين ما يزيد عن الحد الأقصى المسموح به من رأس المال الشركة وفقاً لعقد التأسيس والنظام الأساسي، فيما عدا الشركات التي تساهم الحكومة فيها أو المؤسسات العامة؛
- تسديد 50% من قيمة الأسهم الاسمية على الأقل؛
- باستثناء الشركة حديثة التأسيس، على الشركة أن تقدم التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة كما هي في نهاية سنتها المالية التي تسبق طلب القيد وكذلك الحسابات الختامية الأخرى وتقرير مدقق الحسابات والبيانات الإيضاحية المتعلقة بتلك السنة، على أن تلتزم الشركة بنشر هذه البيانات في صفحتين محليتين يوميتين إحداهما باللغة الإنجليزية إذا سمح بتداولها لغير القطريين، وتقديم البيانات المالية لآخر تقرير دوري تطلبه السوق؛
- أن لا ينطبق على الشركة أي من حالات شطب القيد للشركات المقيدة أوراقها المالية في السوق، وعلى الشركة تقديم طلب القيد مرفقاً به جميع البيانات والمعلومات المطلوبة إلى السوق للدراسة والعرض على اللجنة لاتخاذ اللازم بشأنه.

وكل شركة يجب عليها قبل قيد أوراقها المالية في السوق أن تقوم بتقديم المعلومات والبيانات التي تطلبها السوق وتلتزم الشركات على وجه الخصوص بتقديم نسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي وقائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة مع نماذج توقيع الأشخاص المفوضين بالتوقيع عن الشركة، إضافة إلى الميزانية السنوية والحسابات الختامية للشركات القائمة لآخر سنة مالية، ونسخة من السجل التجاري للشركة ساري المفعول، وبيانات المساهمين في الشركة بالشكل الذي تحدده السوق، كما تتعهد الشركة بأن تتقيد بجميع الأحكام

<sup>5</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995 والمتعلق باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية الفصل الأول، المادة 37.

والواجبات المنصوص عليها في اللوائح الداخلية للسوق والتعليمات الصادرة بموجبها، كما تتعهد الشركة بتقديم أية معلومات تتوفر لديها وذات أثر على أسعار أسهمها بشكل فوري ومستمر.

## 5- أعمال الوسطاء

الوسيط هو الشخص المكلف بالقيام بأعمال نيابة عن الشركة مرخص لها بالوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق، وتحدد اللجنة إجراءات ورسوم منح التراخيص للجهات التي ترغب بممارسة نشاط الوساطة في السوق وبحسب المادة 56 من القانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بتنظيم سوق الدوحة للأوراق المالية يشترط منح التراخيص ما يلي:

- أن يكون طالب الترخيص مؤسسة أو شركة قطرية أو بنكا مرخصا له بالعمل في الدولة أو أي مؤسسة أو شخص طبيعي تقرر اللجنة الموافقة على قيامه بأعمال الوساطة؛

- ألا يقل رأس المال المدفوع عن خمسة ملايين ريال قطري؛

- أن تتوفر في القائمين على الإدارة الخبرة والكفاءة اللازمين لإدارة أعمال الوساطة؛

- أن يكون المدير المسئول عن أعمال الوساطة حاصلا على مؤهل علمي أو ما يعادله، وأن يكون قد عمل في المؤسسات المالية أو المصرفية مدة لا تقل عن ثلاث سنوات؛

- أن يلتزم الوسيط، عند طلب السوق، بتقديم موجز للقوائم والبيانات المالية المعتمدة من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاث السابقة أو عن المدة من تاريخ التأسيس.

يتصرف الوسطاء نيابة عن المتعاملين في الأوراق المالية وفقا للأوامر والتفاوض التي يتلقونها منهم، وعليهم التحقق من صحة تلك الأوامر وملكية المتعاملين للأوراق المالية والأموال اللازمة لتنفيذ الأوامر، ويقوم الوسطاء بتسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليهم ويتضمن التسجيل مضمون الأمر واسم مصدره، وصفته ووقت وكيفية وروده إليه، والسعر والشروط التي يرغب العميل أن يتم البيع أو الشراء بها ومدة صلاحية الأمر،

ويراعى الوسطاء في تنفيذ أوامر عملائهم، ضرورة منح الأفضلية متقيدين بالسعر. بما يتطابق ومصصلحة العميل حسب التسلسل الزمني لورود الأوامر<sup>6</sup>.

ويتقاضى الوسيط عمولة تحددها لجنة السوق عبارة عن نسبة من حجم الصفقة المبرمة نتيجة قيامه بالتوسط بين أطرافها، ويتم تحصيل هذه النسبة من كل طرف من أطراف الصفقة كل على حدة، ويجوز للوسيط الاتفاق كتابة مع عملائه على أن يقدم لهم بعض الخدمات الأخرى التي يجيزها السوق مسبقا، لقاء عمولة مضافة تخضع لاتفاق الطرفين، حيث أن الخدمات الأخرى تمثل كل خدمة يعرضها الوسيط، أو يطلبها العميل، يكون لها دور مهم في توفير الوقت والجهد للعميل وحصوله على خدمات أكثر تميزا.

## 6- التعامل في الأوراق المالية

بناء على ما جاء في القانون رقم 14 لسنة 1995 في نص المواد 117-124، فإنه يجب أن يتم تداول الأوراق المالية المقيدة في السوق وفقا للشروط والقواعد التي تقرها اللجنة، ويقع باطلا كل تعامل يجري خارج نظام السوق، وينحصر حق التعامل في الوسطاء المرخصين من قبل السوق، ويسمح للمستثمرين بالتواجد في السوق لغرض الاطلاع على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وتستثنى الأوراق المالية من التداول في حالات التحويل الإرثي والتحويل بين الأقارب، وعمليات مصرف قطر المركزي لحماية الأوراق المالية الحكومية أو المكفولة من الدولة، وأية عمليات أخرى ترى اللجنة استثناءها وفقا لما تراه مناسباً.

ولتداول الأوراق المالية في السوق يعتمد النظام الذي تقره السوق لأغراض عرض أوامر الشراء والبيع وتنفيذها، وتجري عمليات البيع بالمراد العلني سواء بالاستناد إلى قرارات المحاكم أو بموجب قرارات مجالس إدارات الشركات من خلال نظام السوق وفقا للتعليمات المتعلقة بالبيع بالمراد العلني، وتعتمد وحدة مزايده السعر في تداول الأوراق المالية على سعر السهم كما هي محددة بقرارات اللجنة التي تصدرها من وقت لآخر وفقا لأحوال السوق.

ولا يجوز أن يرتفع أو ينخفض سعر أي سهم بأكثر من 10% من قيمته خلال اليوم الواحد عن سعر الإغلاق السابق، ويحق للجنة تعديل أو تعليق هذه النسبة بما يتناسب ومصصلحة السوق، وللمدير الحق بتعديل هذه النسبة بما يتناسب ومصصلحة السوق، وللمدير الحق بتعديل هذه النسبة مؤقتا في الحالات الضرورية، كما لا يجوز أن يرتفع أو ينخفض مؤشر السوق بنسبة تتجاوز 10% يوميا، على أن يتم وقف تنفيذ الصفقة التي

<sup>6</sup> القانون رقم 14 لسنة 1995 المادة 65.

ستؤدي لتجاوزه هذه النسبة ووقف التداول كلياً لمدة 30 دقيقة إذا حدث ذلك في النصف الأول من الوقت المخصص للتداول أو وقف التداول كلياً وإغلاق الجلسة لذلك اليوم إذا حدث ذلك في النصف الثاني من الوقت المخصص للتداول.

## المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق الدوحة للأوراق المالية

بعد عرض الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية في المطلب الأول، نحاول في هذا المطلب التطرق للواقع العملي لسوق الدوحة حيث نتناول النشاط في الواقع بعيداً عن النصوص التنظيمية، وذلك من حيث الأدوات المالية المتداولة، وأيام وساعات التداول، إضافة إلى عمليات التسوية والمقاصة.

### 1- الأوراق المالية المتداولة

تعتبر الأوراق المالية المرخص بإدراجها والمقبولة للتداول أي أداة مالية قابلة للتحويل ومقبولة في البورصة مثل الأسهم، وشهادات الإيداع المتعلقة بالأسهم، وسندات الدين والأوراق المالية المشابهة لها والأوراق المالية الأخرى التي تحول ماليتها الحصول على أي من الأوراق المالية المذكورة. أو مبلغاً من النقد يتم تحديده بالسعر المستقبلي لأي من الأوراق المالية. أو أي أوراق مالية أخرى خاضعة للقانون الواجب التطبيق والتي تعتبرها البورصة مؤهلة للتداول في البورصة.

### 2- التسوية والمقاصة

تتولى جهة الإيداع أعمال المقاصة والتسوية الخاصة بالأوراق المالية. بما فيها العمليات المستثناة من نظام التداول، وإجراءات الشركات وعمليات الإقراض والاقتراض ووضع القيود على ملكية الأسهم طبقاً للقوانين واجبة التطبيق.

يتم حفظ الأوراق المالية إلكترونياً في القيد المركزي، والذي يشمل على كافة المعلومات الضرورية عن صاحب الأوراق المالية، وتحتفظ جهة الإيداع بسجل خاص بكافة التحويلات السابقة والتفويضات المتعلقة بالأوراق المالية والتوكيلات وكافة القرارات المتخذة في الاجتماعات العامة للملكي الأوراق المالية وخصص الأرباح وحقوق الاكتتاب الأولية. ويتم تحديث القيد المركزي في نهاية كل يوم تداول.

### 3- مؤشر السوق

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

$$indexlevel_t = baselevel * \frac{\left[ \sum_{i=1}^n x_{i,t} * s_{i,t} * ff_{i,t} \right]}{b * k_t}$$

$$k_t = k_{t-1} * \frac{\sum_{i=1}^N s_{i,t} * ff_{i,t} * y_{i,t-1}}{\sum_{i=1}^N s_{i,t-1} * ff_{i,t-1} * x_{i,t-1}}$$

حيث:

t: يوم الاحتساب

i: العنصر

n: عدد أسهم العنصر ضمن المؤشر

s: عدد الأسهم

ff: نسبة التعويم الحر

x: سعر السهم

y: سعر السهم المعدل

b: القيمة الأساسية لرسملة السوق

k: معامل التعديل القيمة الأساسية لرسملة السوق

### 4- التداول الإلكتروني

تمكنت في الآونة الأخيرة بورصة قطر من تحقيق إنجاز مهم وخطت خطوة مهمة ضمن خططها الإستراتيجية التي تهدف لتحويل الدوحة إلى مركز هام، حيث تم استخدام منصة تداول جديدة تسمى منصة التداول العالمية. حيث ستصبح بورصة قطر مع بدء العمل بنظام التداول الجديد من الأسواق التي تعمل بنفس التكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها البورصات الأمريكية والأوروبية التابعة لـ NYSE Euronext عملاق البورصات العالمية والشريك الاستراتيجي لبورصة قطر منذ جوان 2009.

## 5- أيام وساعات التداول

يتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري، أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للورقة المالية. وتحدد البورصة بعد موافقة الهيئة، أيام التداول سنويا، وكذلك عدد ساعات التداول، ووقت الافتتاح والإغلاق عن طريق الإشعار الذي تنشره وتبلغ به الأعضاء.

عادة ما يكون سعر الإقفال في اليوم السابق هو السعر المرجعي عند افتتاح يوم التداول، والذي يتم تعديله وفقا لإجراءات الشركات. أو قد يكون السعر الذي تحدده البورصة فيما يتعلق بالمعلومات المتاحة. حيث يبقى هذا السعر مرجعيا ثابتا خلال يوم التداول بأكمله ما لم تقم البورصة بتعديله بموجب بعض الظروف الخاصة.

### المطلب الثالث: تطور وأداء سوق الدوحة للأوراق المالية

بعد عرض الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية وواقعه العملي في المطلبين السابقين، نحاول من خلال هذا المطلب تحليل تطور أداء هذا السوق خلال الفترة ما قبل وبعد الأزمة المالية ومقارنتها مع أسواق الأوراق المالية العربية، بالإضافة إلى عرض تطورات ذات صلة بأداء السوق.

#### 1- أداء سوق الدوحة للأوراق المالية

كغيرها من أسواق الأوراق المالية العربية لم تكن سوق الدوحة بمنأى من تداعيات الأزمة المالية العالمية وأثارها المدمرة، وارتفعت بذلك حدة التقلبات في أسعار أسهم الشركات المدرجة تبعا للأخبار الواردة عن الأزمة. كما ساهمت العوامل المتعلقة بالآثار النفسية للأزمة والتي ولدت لدى المستثمرين حالة من الذعر والهلع في الزيادة من شدة تلك التقلبات، بالإضافة إلى انتشار ظاهرة الانقياد والتقليد لما يجري في الأسواق الأخرى. كما أدى الهبوط الحاد في أسعار النفط قبيل اندلاع الأزمة إلى استمرار التراجع في أداء البورصة القطرية.

تم الاعتماد على مجموعة من العناصر لعرض أداء السوق، وهي:

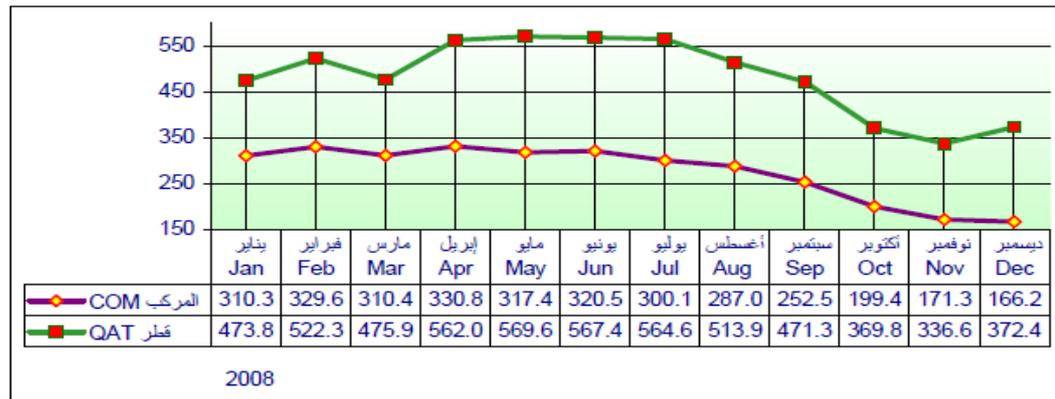
- المؤشر؛
- رسملة السوق؛
- قيمة الأسهم المتداولة؛

- متوسط التداول اليومي؛
- معدل دوران الأسهم؛
- عدد الأسهم المتداولة.

## 1-1- المؤشر

سجل مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم بداية شهر جوان 2008 معدل نمو 31.8% مقارنة مع نهاية عام 2007، وهو أعلى مستوى قياسي سجله المؤشر خلال سنة 2008، غير أن مؤشر السوق اتخذ منحني هبوطيا على مدى فترة دامت ثلاثة شهور منذ منتصف شهر جوان إلى 14 سبتمبر 2008. تراخى خلالها أداء السوق بصورة تدريجية، حيث فقد مؤشر السوق خلال هذه الفترة نحو 30% مقارنة مع أعلى مستوى سجله المؤشر خلال شهر جوان ليصل إلى مستوى 8840.48 نقطة. وانخفض مؤشر السوق بنسبة 7% يوم 15 سبتمبر 2008 (يوم الإعلان عن إفلاس بنك ليمان برادرز) مقارنة مع إغلاق اليوم السابق. ويعتبر شهر أكتوبر 2008 بداية التأثير الحقيقية للأزمة، حيث اتخذ المؤشر منحني تراجعيا وانخفض بنسبة 25.6% خلال الشهر بأكمله.

بينما سجل المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لسوق الدوحة للأوراق المالية في نهاية عام 2008 انخفاضا بلغت نسبته 22.2% ليلعب 372.4 نقطة مقابل 478.7 نقطة في نهاية عام 2007، وانخفض المؤشر بنسبة 21% مقارنة مع الربع الثالث من عام 2008<sup>7</sup>. والشكل التالي يوضح هذا الانخفاض: الشكل (4-1): تطور مؤشر سوق الدوحة المحسوب من قبل AMF خلال سنة 2008



نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2008	ديسمبر 2007	نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2008	سبتمبر 2008
-22.2	372.4	478.7	-21.0	372.4	471.3

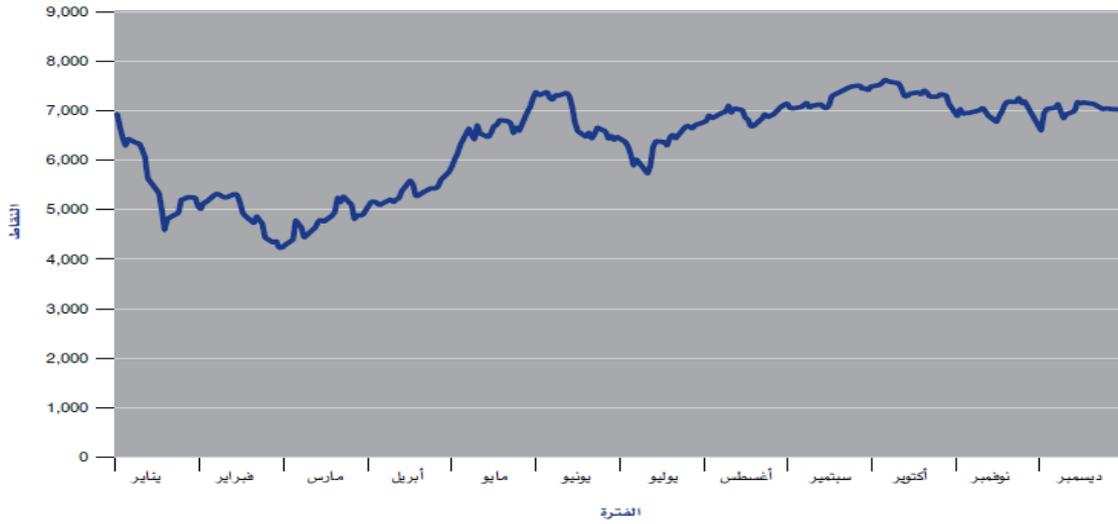
المصدر: صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 56-2008، ص 63.

<sup>7</sup> صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 56-2008، ص 63.

اتخذ مؤشر البورصة مساراً شديداً التراجع في بداية عام 2009 ليسجل أدنى مستوى له خلال العام في 3 مارس وذلك عند مستوى 4230.19 نقطة. متحرّكاً منها بارتفاعات معقولة ليبلغ قمته الأولى في 7 جوان مسجلاً 7376.81 نقطة. غير أن المؤشر انخفض دون حاجز 7000 نقطة ليفقد ما نسبته 22% خلال شهر تقريباً ليصل إلى مستوى 5731.3 نقطة في 13 جويلية، مواصلاً بعدها ارتفاعات معقولة حتى نهاية العام. وكان المؤشر قد حقق مكاسب طفيفة بلغت نسبتها منتصف شهر جويلية 1.06% عندما أغلق عند مستوى 6959.17 نقطة مقابل 6886.12 نقطة في نهاية عام 2008.

بينما أظهر المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لسوق الدوحة للأوراق المالية في نهاية عام 2009 ارتفاعاً بلغت نسبته 3.9% ليلعب 386.9 نقطة مقابل 372.4 نقطة نهاية عام 2008، وانخفض المؤشر بنسبة 5.3% بالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2009<sup>8</sup>. ويوضح الشكل الموالي تطور مؤشر السوق خلال سنة 2009:

الشكل (4-2): تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الدوحة خلال سنة 2009



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي 2009، ص 17.

## 1-2- رسملة السوق

سجلت رسملة السوق التي تمثل القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الدوحة انخفاضاً في نهاية عام 2008 بنسبة 19.8% لتبلغ حوالي 76.63 مليار دولار مقابل 95.5 مليار دولار في نهاية عام

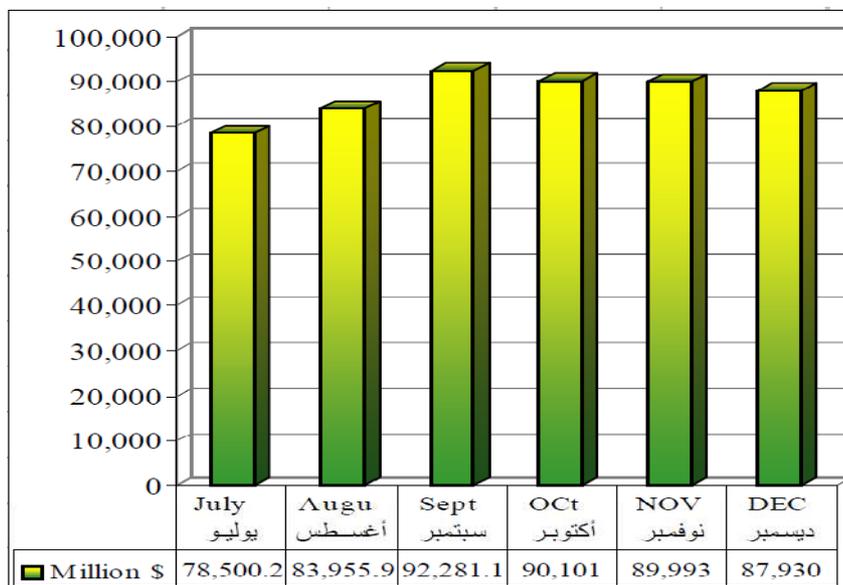
<sup>8</sup> صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 60-2009، ص 71.

2007. وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2008، انخفضت القيمة السوقية بنسبة 30.1%. وشكلت القيمة السوقية لسوق الدوحة المالي نحو 9.9% من إجمالي القيمة السوقية<sup>9</sup>.

ارتفعت الرسملة السوقية في نهاية 2009، بنسبة 14.75% مقارنة مع نهاية 2008، وقد أسهمت عدة عوامل في رفع الرسملة السوقية لإجمالي الشركات المدرجة في البورصة منها:<sup>10</sup>

- ارتفاع أسعار أسهم 22 شركة مدرجة في نهاية 2009.
- قيام تسع عشرة شركة مدرجة بزيادة رأسمالها خلال العام لأسباب مختلفة لعل أهمها:
  - توزيع أسهم مجانية كأرباح على مساهميها.
  - قيام سبع شركات مدرجة في قطاع البنوك بزيادة رأسمالها تنفيذًا للاتفاق مع جهاز قطر للاستثمار بالمساهمة في رؤوس أموال تلك البنوك بنسبة تتراوح ما بين 10% إلى 20%.
- قبول إدراج شركتين جديدتين أسهمتا في ضخ ما يقارب من 7.6 مليار ريال قطري إلى الرسملة السوقية في نهاية 2009 وهو ما يشكل قرابة 2.4% من إجمالي الرسملة السوقية.

الشكل (3-4): تطور الرسملة البورصية لسوق الدوحة خلال السداسي الثاني لسنة 2009



المصدر: صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 60-2009، ص 74.

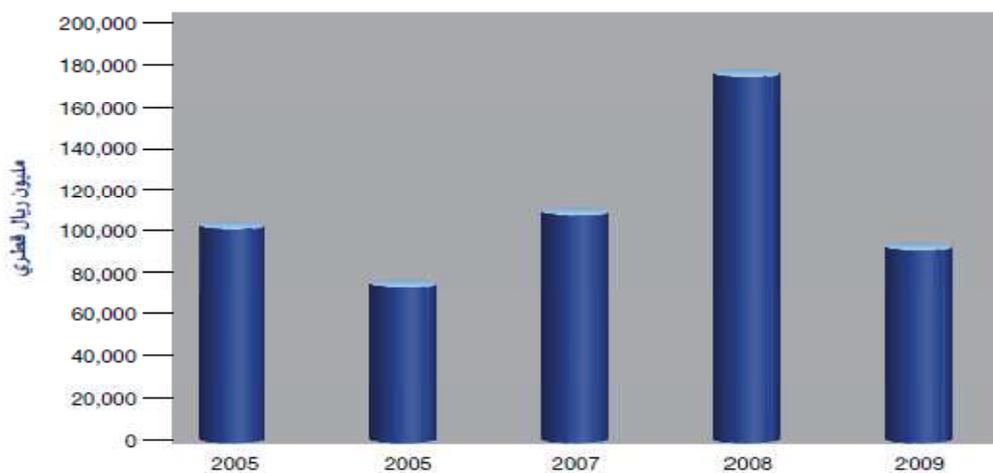
<sup>9</sup> صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 56-2008، ص 63.

<sup>10</sup> بورصة قطر، التقرير السنوي 2009، ص 16.

### 1-3- قيمة الأسهم المتداولة

ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق بنسبة 61.16% لتصل خلال عام 2008 إلى ما يناهز 48 مليار دولار مقابل 30 مليار دولار خلال عام 2007. أما خلال سنة 2009، فقد سجلت قيمة الأسهم المتداولة انخفاضا بنسبة 47.50% لتبلغ حوالي 25.32 مليار دولار.

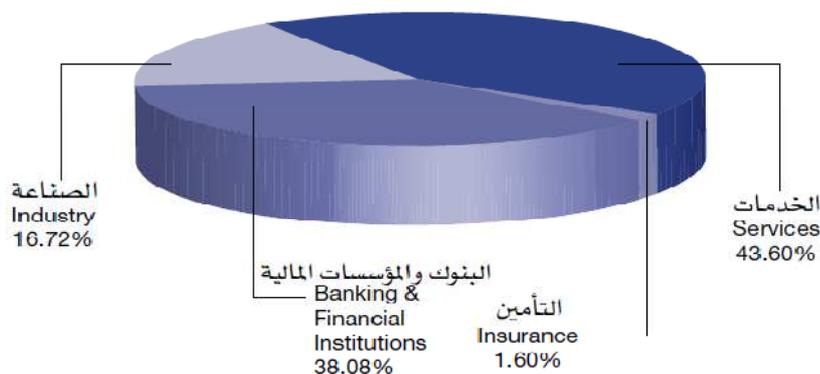
الشكل (4-4): تطور قيمة الأسهم المتداولة في سوق الدوحة خلال الفترة 2005-2009



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي 2009، ص15.

بينما على المستوى القطاعي، فقد تصدر قطاع الخدمات باقي القطاعات من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2009 بنسبة 43.6% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، يليه قطاع البنوك والمؤسسات المالية 38.08، أما قطاع الصناعة جاء في المرتبة الثالثة بنسبة 16.72%، وأخيرا قطاع التأمين بنسبة 1.6% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

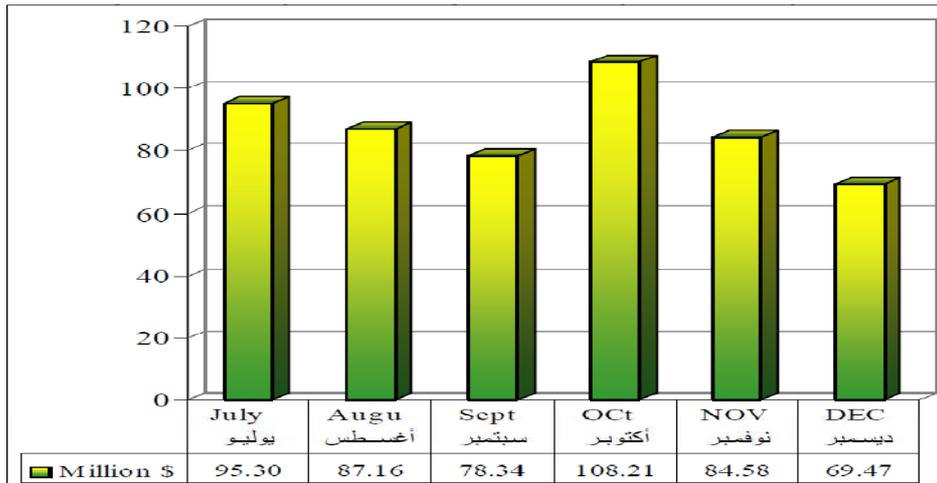
الشكل (4-5): التوزيع القطاعي لقيمة الأسهم المتداولة على القطاعات بسوق الدوحة خلال سنة 2009



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي 2009، ص16.

#### 4-1- متوسط التداول اليومي

شهد متوسط التداول اليومي خلال سنة 2008 زيادة بحوالي 71 مليون دولار مقارنة مع عام 2007، حيث انتقل من 118.8 مليون دولار إلى 189.8 مليون دولار. وفي نهاية سنة 2009 انخفض معدل التداول اليومي بحوالي 89.7 مليون دولار مقارنة بنهاية سنة 2008 لتصل في حدود 100.1 مليون دولار. الشكل (4-6): متوسط التداول اليومي لسوق الدوحة خلال السداسي الثاني لسنة 2009

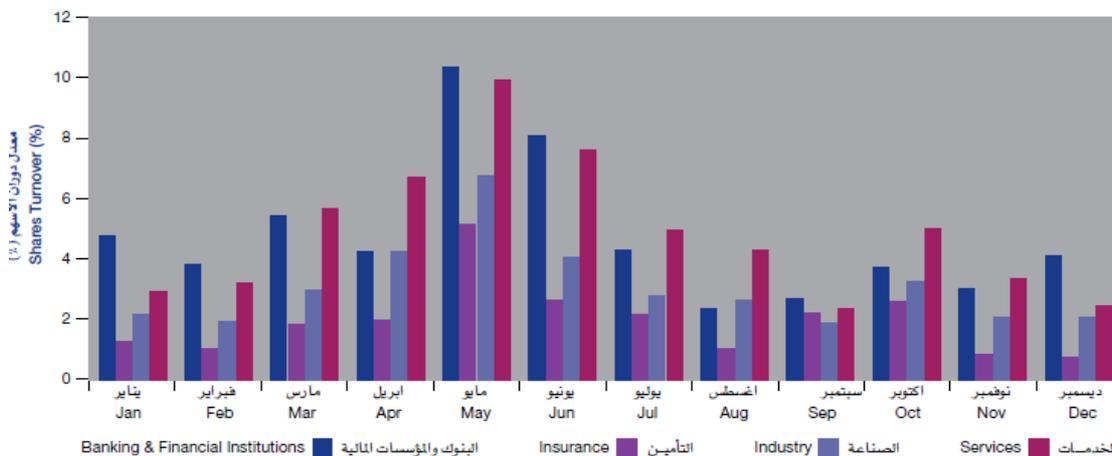


المصدر: صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 60-2009، ص74.

#### 5-1- معدل دوران السهم

ارتفع معدل دوران الأسهم إلى 62.9% خلال سنة 2008 مقارنة بنسبة 31.3% خلال سنة 2007. بينما انخفض معدل دوران الأسهم ليصل إلى 28.8% في نهاية عام 2009 بفرق يقدر بحوالي 34.1% عن سنة 2008. والنسبة كانت لقطاعي البنوك والخدمات كما يوضح الشكل الموالي:

الشكل (4-7): معدل دوران الأسهم لسوق الدوحة بحسب القطاعات خلال سنة 2009



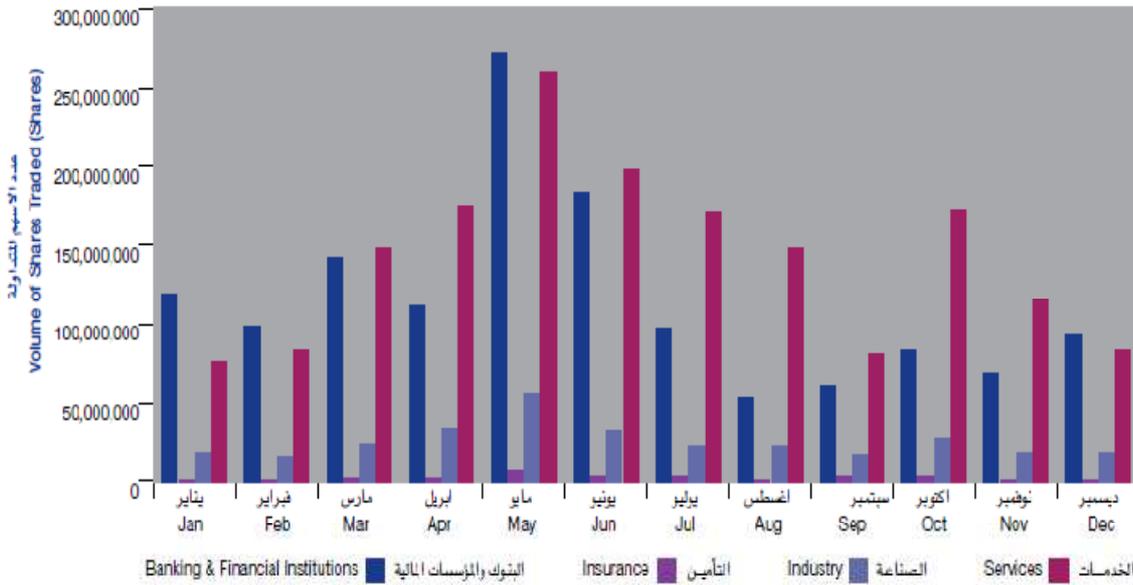
المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي 2009

## 6-1- عدد الأسهم المتداولة

ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الثاني من عام 2008 بنسبة 96.4% ليلغ 1.355 مليار سهم مقارنة مع الربع الأول. وفي نهاية سنة 2008 ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة 14.2% ليلغ حوالي 3.89 مليار سهم مقارنة مع 3.41 مليار سهم تم تداولهم خلال عام 2007.

أما خلال سنة 2009، فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الثاني بنسبة 82.9% ليلغ حوالي 1341.5 مليون سهم مقارنة بنحو 733.7 مليون سهم تم تداولهم بنهاية الربع الأول من نفس العام. وانخفض عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2009 بنسبة 11.41% ليلغ حوالي 3.450 مليار سهم مقارنة مع 3.894 مليار سهم تم تداولهم خلال سنة 2008.

الشكل (4-8): عدد الأسهم المتداولة بحسب القطاعات في سوق الدوحة خلال سنة 2009



المصدر: بورصة قطر، التقرير السنوي 2009

يتضح من الشكل عدم سيطرة قطاع البنوك والمؤسسات المالية على كمية الأسهم المتداولة ما عدا في بعض الفترات وتحديدًا شهر ماي، في حين تبدو سيطرة قطاع الخدمات بصفة قوية، كما يمكن تلخيص معظم المعلومات الواردة أعلاه في الجدول التالي:

الجدول (4-1): معلومات حول أداء بورصة قطر خلال الربع الثالث والربع لسنة 2009 مقارنة بالربع الرابع لسنة 2008

	2009			2008		
	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	نهاية العام Year end	الربع الرابع Q4	
<b>Number of Listed Companies</b>						عدد الشركات المدرجة
Doha Securities Market	44	44	43	43	43	سوق الدوحة للأوراق المالية
<b>Market Capitalization</b>						القيمة السوقية
Qatari Riyal (Million)	320,081	320,081	335,996	279,038	279,038	بالريال القطري (مليون)
In US Dollar (Million)	87,930	87,930	92,281	76,627	76,627	بالدولار الأمريكي (مليون)
<b>Trading Volume</b>						أحجام التداول
Qatari Riyal (Million)	92,164.5	19,689.8	20,031.8	175,552.4	36,089.5	بالريال القطري (مليون)
In US Dollar (Million)	25,317.4	5,409.0	5,501.7	48,220.1	9,910.6	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	3,450.1	689.1	685.8	3,894.2	1,159.1	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	253	62	63	254	60	عدد أيام التداول
Average daily trading	100.1	87.2	87.3	189.8	165.2	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	28.8	6.2	6.0	62.9	12.9	معدل دوران السهم (%)
<b>New Issues</b>						الإصدارات الأولية
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	-	-	-	-	-	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
<b>Local Indices</b>						المؤشرات المحلية
DSM Local index	6,959.2	6,959.2	7,414.3	6,886.1	6,886.1	مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية
Change in index	1.1	-6.1	14.2	-28.1	-26.1	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الربح (%)
<b>AMF Index</b>						مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	31	31	31	23	23	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	52,322.0	52,322.0	55,277.1	50,369.1	50,369.1	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2001=100)	386.9	386.9	408.7	372.4	372.4	مؤشر الأسعار ديسمبر 2001=100
Change in index (%)	3.9	-5.3	16.1	-22.2	-21.0	التغير في مؤشر الأسعار (%)
<b>Exchange Rates</b>						أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	3.6402	3.6402	3.6410	3.6415	3.6415	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	-0.0357	0.0220	-0.0330	0.0247	0.0000	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 60-2009، ص73

## 2- تطورات ذات صلة بأداء السوق

بعد عرض تطورات أداء البورصة القطرية نحاول معرفة انعكاسات هذا التطور على الاقتصاد القطري باعتبار أن البورصة هي مرآة الاقتصاد، وذلك مروراً بتطور كل من:

- الناتج المحلي الإجمالي؛
- التضخم والعرض النقدي؛

- الميزان التجاري؛
- سعر الصرف؛
- إجراءات وإصلاحات على السوق المالي.

## 2-1- الناتج المحلي الإجمالي

سجل إجمالي الناتج المحلي القطري نسبة نمو قدرت بنحو 10% في عام 2009، كما تشير البيانات إلى أن الاقتصاد القطري قد سجل نمو حقيقيا بلغت نسبته 16% خلال العام 2008، مقارنة بالفترة نفسها من عام 2007، ويرجع هذا الأداء إلى توسع قطاع النفط والغاز والاستثمار في مشروعات البنية الأساسية والإنشاءات والصناعة.

## 2-2- التضخم والعرض النقدي

واصلت دولة قطر جهودها في مواجهه الضغوط التضخمية والعمل على استقرار السلع والخدمات<sup>11</sup> حيث أظهرت البيانات إلى أن معدل التضخم في قطر خلال عام 2009 قد انخفض بنسبة 5.5% مقارنة بمعدل تضخم بلغ 13.16% في عام 2008، وكان التضخم بلغ ذروته عند 16.59% في الربع الثاني من العام 2008. وفيما يتعلق بالعرض النقدي فإن عرض النقود ارتفع بنهاية الربع الثالث من عام 2008 وذلك من 42% بنهاية شهر أوت إلى نحو 43% بنهاية شهر سبتمبر، في حين واصل نمو الائتمان المحلي ارتفاعه. وارتفع عرض النقود (M2) إلى 152.27 مليار ريال بنهاية شهر سبتمبر 2008، مقارنة مع 106.41 مليار ريال خلال الفترة نفسها من العام السابق.

## 2-3- الميزان التجاري

شهد الميزان التجاري القطري تراجعاً ملحوظاً خلال عام 2009 إلى ما يقارب 13 مليار دولار ما يعادل نحو 15.8% من الناتج المحلي الإجمالي، مقابل نحو 33 مليار دولار ونسبة 33% من الناتج خلال عام 2008. ويعود سبب هذا التراجع إلى انخفاض الصادرات الإجمالية بنسبة 26.2% خلال عام 2009 لتصل

<sup>11</sup> محمد طلبة، إجراءات جديدة لحماية صغار المستثمرين في البورصة، صحيفة الشرق الاقتصادي، العدد 8147، 6 أكتوبر 2010، ص 2.

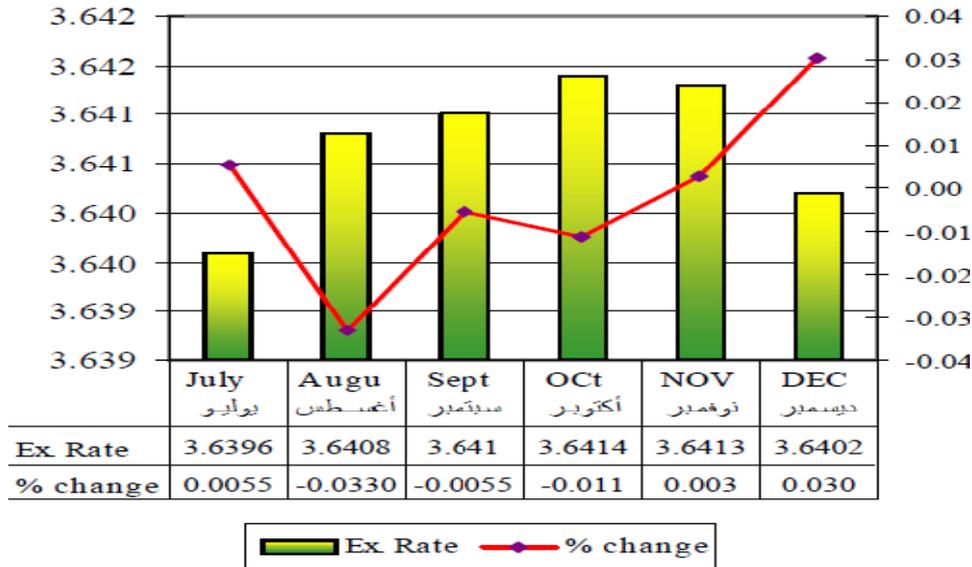
إلى حوالي 52.2 مليار دولار، في حين الواردات استقرت نسبياً عند 34.3 مليار دولار خلال العام 2008 مقارنة بنحو 34.8 مليار خلال العام السابق.

## 4-2- سعر الصرف

شهد سعر صرف الريال القطري مقابل الدولار الأمريكي ارتفاع طفيف في الربع الرابع من سنة 2009 مقارنة بالربع الثالث من نفس العام ليستقر في نهاية شهر ديسمبر عند 3.6402 ريال لكل واحد دولار. وهو ما يبرزه الشكل التالي:

الشكل (4-9): تطور سعر صرف الريال القطري مقابل الدولار الأمريكي خلال السداسي الثاني لسنة

2009



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 60-2009 ص74.

## 5-2- إجراءات وإصلاحات على السوق المالي

في إطار تحسين وتطوير البورصة القطرية قامت هيئة قطر للأسواق المالية باعتماد نظام حوكمة الشركات المساهمة العامة في صيغته النهائية بعد الأخذ بعين الاعتبار الاقتراحات التي تلقتها الهيئة من قبل الشركات المدرجة والجهات المعنية في قطاع الأوراق المالية. ويضع هذا النظام المبادئ والتطبيقات العملية بغية تحسين نوعية الحوكمة خاصة على مستوى مجالس إدارة الشركات، حيث يتناول بشكل مفصل المجالات الأساسية المتعلقة بالحوكمة وفقاً للمبادئ والمعايير الدولية.

## المطلب الرابع: دراسة استقرارية مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية

نحاول في هذا المطلب قياس كفاءة سوق الدوحة للأوراق المالية، وذلك من خلال قياس سلوك أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق، والمعبر عنها بمؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/10/1-2009/9/30 أي حوالي 503 مشاهدة يومية.

هناك طرق عديدة لاختبار الاستقرارية، وهذه الاختبارات هي اختبار الجدر الحدودي؛ اختبار دكي-فلر (Dickey-Fuller)؛ اختبار Phillips-perron؛ واختبار Kpss (1992)، أو الاختبار عن طريق التمثيل البياني لدوال الارتباط الذاتي.

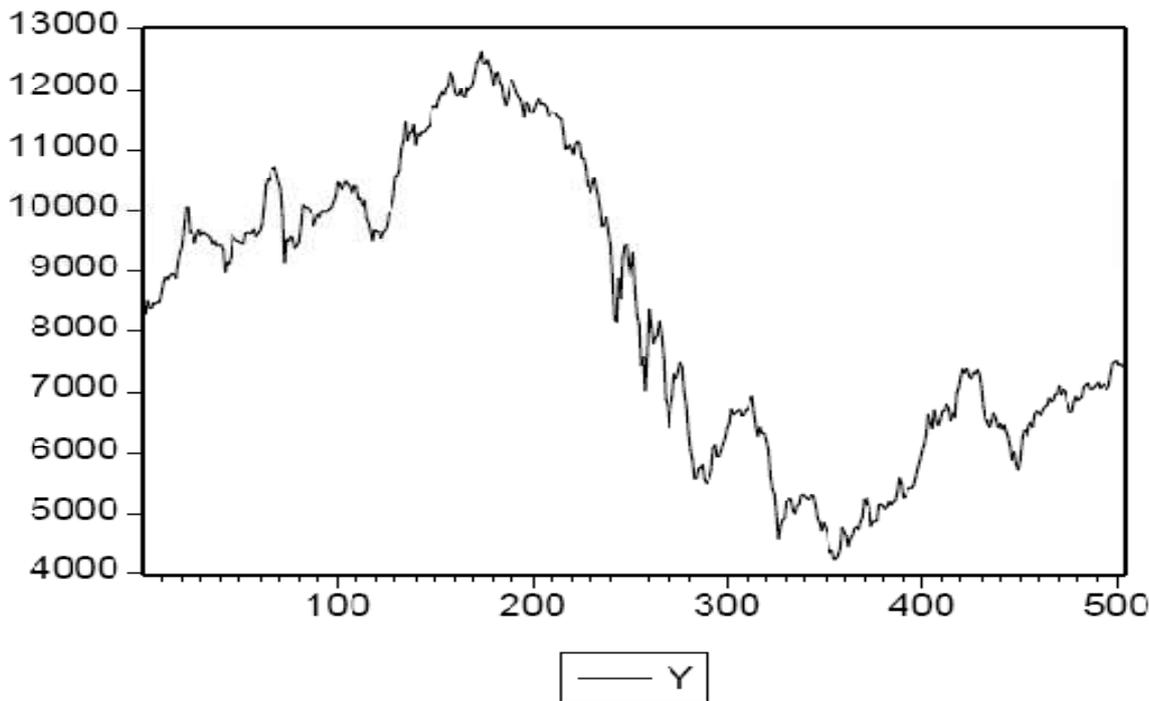
تمكنا هذه الاختبارات من معرفة نوع السيروورة التي تخضع لها السلسلة، إما نوع TS (مستقرة من حيث الاتجاه العام الثابت)، أو DS (مستقرة عن طريق الفروقات، أي نوع الاتجاه العام هنا عشوائي). بالنسبة لاختبار -ديكي فيلار- يعتبر معلما لأنه يعتمد على توزيع غير حر فيكفي مقارنة إحصائية ديكي فيلر بالقيمة المطلقة مع القيمة الحرجة لـ (Mackinnon)، فلا بد إذن التفريق بين النموذج الذي يحتوي على الاتجاه العام الثابت، أو النموذج الذي يحتوي الاتجاه العام والثابت، والنموذج الذي لا يحتوي على الاتجاه العام ولا على الثابت.

إن اختبار ديكي فيلر لا يأخذ بعين الاعتبار مشكل عدم ثبات التباين فاقترح كل من - فيليب وبيرون - اختبارا لا معلما (حر) يعتمد على توزيع احتمالي حر يأخذ بعين الاعتبار عدم تجانس تباين الأخطاء. إذا كانت القيمة المحسوبة لفيليب بيرون أقل تماما من القيم الحرجة من توزيع (Mackinnon) فإننا نقبل الفرضية الصفرية (فرضية الجدر الحدودي)، نفس الشيء لاختبار Kpss 1992 الذي يختبر الاستقرارية.

### 1- عرض تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية

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

الشكل (4-10): تطور مؤشر بورصة قطر للفترة 1-10-2007/30-9-2009



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 05

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه درجة تشتت كبيرة لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية، مع عدم وجود اتجاه عام للسلسلة، حيث واصل مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول خلال سنة 2008 مساره الصعودي الذي شهدته خلال عام 2007، ليصل إلى قمة مستوياته في شهر جوان 2008 عند 12627.32 نقطة.

ومنذ ارتقائه إلى أعلى المستويات، اتخذ مؤشر السوق منحني هبوطيا على مدى تسعة أشهر بداية من شهر جوان 2008، حيث تراخى خلالها أداء السوق بصورة تدريجية، ويمكن اعتبار بداية التأثير الحقيقي والمؤلم للأزمة مع حلول شهر أكتوبر 2008، حيث اتخذ المؤشر منحني تراجعيا طيلة أيام الشهر ليصل في نهاية أكتوبر إلى مستوى 6928 نقطة، وتواصلت حالة تراجع أسعار الأسهم حيث سجل المؤشر أدنى مستوى له عند مستوى 4230.19 نقطة بداية شهر مارس 2009، متحركا منها بتصاعد حثيث لاستعادة خسائره بشكل تدريجي.

## 2- اختبار (DF) Dickey et Fuller

يساعد اختبار ديكي فولر DF البسيط على تحديد مدى استقرارية السلسلة الزمنية، وذلك عن طريق تحديد مركبة الاتجاه العام. و يقوم اختبار DF على ثلاثة نماذج أساسية يتم تقديرها بطريقة المربعات الصغرى وهي:<sup>12</sup>

$$\begin{cases} y_t = \phi y_{t-1} + \varepsilon_t & \text{Modèle autorégressif d'ordre 1. [1]} \\ y_t = \phi y_{t-1} + c + \varepsilon_t & \text{Modèle autorégressif avec constante. [2]} \\ y_t = \phi y_{t-1} + bt + c + \varepsilon_t & \text{Modèle autorégressif avec tendance. [3]} \end{cases}$$

بعد تقدير معاملات النموذج نحسب  $t$  بطريقة المربعات الصغرى، و يتم مقارنتها مع  $t$  الجدولة، و يكون القرار كما يلي:

- إذا كانت المحسوبة أكبر من الجدولة، يتم رفض الفرضية البديلة و قبول  $H_0$ ، أي  $\phi = 1$  وبالتالي يوجد جذر وحدوي، و السلسلة غير مستقرة.
- إذا كانت المحسوبة أقل من الجدولة، يتم رفض فرضية العدم و قبول الفرضية البديلة، أي  $\phi \neq 1$  و السلسلة مستقرة.

بالاستعانة ببرنامج Eviews 05 نقوم بتقدير النماذج الخاصة باختبار ديكي فولر، حيث كانت النتائج كما يلي:

$$\Delta y_t = -0.00039 y_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (01)$$

$$t_{cal} (-0.430073)$$

$$DF_{\phi} (502, 0.05) = -1.9401 \quad dw = 1.634217$$

$$\Delta y_t = 20.35090 - 0.002650 y_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (02)$$

$$t_{cal} (-0.791617)$$

$$DF_{\phi} (502, 0.05) = -2.8676 \quad dw = 1.632127$$

$$\Delta y_t = 82.65451 - 0.102t - 0.007027 y_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (03)$$

$$t_{cal} (-1.512562)$$

$$DF_{\phi} (502, 0.05) = -3.4207 \quad dw = 1.630991$$

<sup>12</sup> Régis Bourbonnais, Économétrie, 5<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2004, P 233.

نلاحظ من خلال النماذج الثلاثة، فإن الإحصائية المحسوبة (-0.43)، (-0.79)، (-1.51) أكبر من الجدولة (-1.94)، (-2.86)، (-3.42) على الترتيب عند مستوى معنوية 5%، و منه نقبل  $H_0$  ونرفض  $H_1$ ، وبالتالي يتم قبول وجود جذر وحدوي والسلسلة غير مستقرة. كما يلاحظ أن إحصائية دارين واتسون DW أقل من 2 (DW=1.63) في النماذج الثلاثة السابقة، و بالتالي وجود مشكلة الارتباط الذاتي في الأخطاء. و عليه، فإن اختبار DF قد لا يعطي نتائج دقيقة لاعتماده على فرضية استقلالية الأخطاء العشوائية، لذا يتم اللجوء إلى اختبار ديكي فولر المطور ADF لإثبات فرضية الجذر الوحدوي.

### 3- اختبار Dickey Fuller Augmentes (ADF)

يعتمد اختبار ADF على طريقة المربعات الصغرى، حيث يتم تقدير النماذج التالية:<sup>13</sup>

$$\text{Modèle [4]: } \Delta y_t = \phi y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi \Delta y_{t-j+1} + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle [5]: } \Delta y_t = \phi y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi \Delta y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t$$

$$\text{Modèle [6]: } \Delta y_t = \phi y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi \Delta y_{t-j+1} + c + bt + \varepsilon_t$$

تحمل نماذج ADF نفس الخصائص الخاصة بنماذج DF حيث يتم اختبار نفس الفروض، غير أن الجدول الإحصائي لاختبار ADF يختلف عن سابقه، كما أن درجة التأخير تحدد بحسب إحصائية Akaike أو Schwarz.

يمكن تلخيص نتائج تقدير النماذج الثلاثة لاختبار ADF في الجدول التالي:

الجدول (4-2): نتائج اختبار ADF

Hypothèse $H_0$ : DSM possède une racine unitaire Nombre de retards (minimum du critère de Akaike) = 4			
Test de dickey-fuller augmenté	t statistique	t tabulé	Probabilité critique
Modèle [4]	-0.498423	-1.9401	0.6184
Modèle [5]	-0.966610	-2.8676	0.3342
Modèle [6]	-1.600053	-3.4207	0.1102

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 05

<sup>13</sup> Régis Bourbonnais, Op.cit, P 234.

نلاحظ أن احتمال مقدرات النماذج جميعها أكبر من 0.05، و بالتالي نقبل  $H_0$  أي هناك جذر وحدوي للسلسلة مؤشر بورصة قطر (DSM)، و هي غير مستقرة.

#### 4- اختبار Phillips et Perron

يعتمد هذا الاختبار على التصحيح غير المعلمي (non paramétrique) لإحصائيات DF، و ذلك من أجل تجاوز مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء، و يتم إجراء هذا الاختبار عبر أربع مراحل هي:<sup>14</sup>

- تقدير معلمات النماذج الثلاثة M(3)، M(2)، M(1) لاختبار DF.

- حساب التباين قصير الأجل، و هو عبارة عن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية  $\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \varepsilon_t^2$

- حساب المعامل التصحيحي (facteur correctif)  $S_t^2$ ، أو ما يدعى بالتباين طويل الأجل بالعلاقة التالية:

$$S_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \varepsilon_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l \left(1 - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{n} \sum_{t=i+1}^n \varepsilon_t \varepsilon_{t-i}$$

و لتحديد هذا التباين، ينبغي أولاً تحديد عدد التأخيرات (de retard L)، و الذي يمكن حسابه بالعلاقة التالية:  $l \approx 4(N/100)^{2/9}$

- حساب إحصائية PP:  $t_{\hat{\phi}_1}^* = \sqrt{k} \cdot \frac{(\hat{\phi}_1 - 1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}} + \frac{n(k-1)\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}}{\sqrt{k}}$

حيث:  $k = \frac{\hat{\sigma}^2}{S_t^2}$  و التي تساوي الواحد في حالة إذا كانت الأخطاء تشويش أبيض (bruit blanc). و يتم

مقارنة هذه الإحصائية مع القيمة الحرجة في جدول Mackinnon. وباعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 05 كانت نتائج تقدير النماذج الثلاثة كما يلي:

#### الجدول (3-4): نتائج اختبار Phillips et Perron

Hypothèse $H_0$ : DSM possède une racine unitaire Troncature L=6			
Test de Phillips-perron	t statistique	t tabulé	Probabilité critique
Modèle [1]	-0.439873	-1.9401	0.6673
Modèle [2]	-0.947898	-2.8676	0.4290
Modèle [3]	-1.668234	-3.4207	0.1310

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 05

<sup>14</sup> Bourbonnais, Op.cit. PP 234-235

يبدو أن احتمال مقدرات النماذج جميعها أكبر من 0.05، و بالتالي نقبل  $H_0$  أي هناك جذر وحدوي لسلسلة مؤشر بورصة قطر (DSM)، وهي غير مستقرة.

## 5- اختبار (1992) Kpss

يستخدم هذا النموذج مضاعف لاغرانج  $LM^{15}$ ، حيث يختبر الاستقرار، وذلك بعد تقدير النموذج الثاني أو الثالث، ثم حساب المجموع  $S_t$  حيث:  $S_t = \sum_{i=1}^t \varepsilon_i$  و حساب التباين طويل الأجل  $S_t^2$  المعتمد في اختبار فيليب وبيرون. وأخيرا حساب إحصائية LM حيث:

$$LM = \frac{1}{S_t^2} \cdot \frac{\sum_{t=1}^n S_t^2}{N^2}$$

و يتم رفض فرضية الاستقرار إذا كانت هذه الإحصائية أكبر من القيمة الحرجة في الجدول المعد من قبل  $KPSS^{16}$ . ويمكن تلخيص نتائج تقدير النموذجين الثاني والثالث في الجدول التالي:

### الجدول (4-4): نتائج اختبار KPSS

Hypothèse $H_0$ : DSM ne possède pas une racine unitaire Troncature L=6		
Test KPSS	LM stat	Valeur critique à 5%
Modèle [2]	0.213453	0.463000
Modèle [3]	0.202211	0.146000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 05

نلاحظ أن القيمة الحرجة لـ LM أكبر من القيمة الحرجة (عند 5%)، و عليه نقبل  $H_0$ ، و نرفض  $H_1$ ، وبالتالي سلسلة DSM غير مستقرة.

## 6- دراسة الارتباط الذاتي والفروقات من الدرجة الأولى

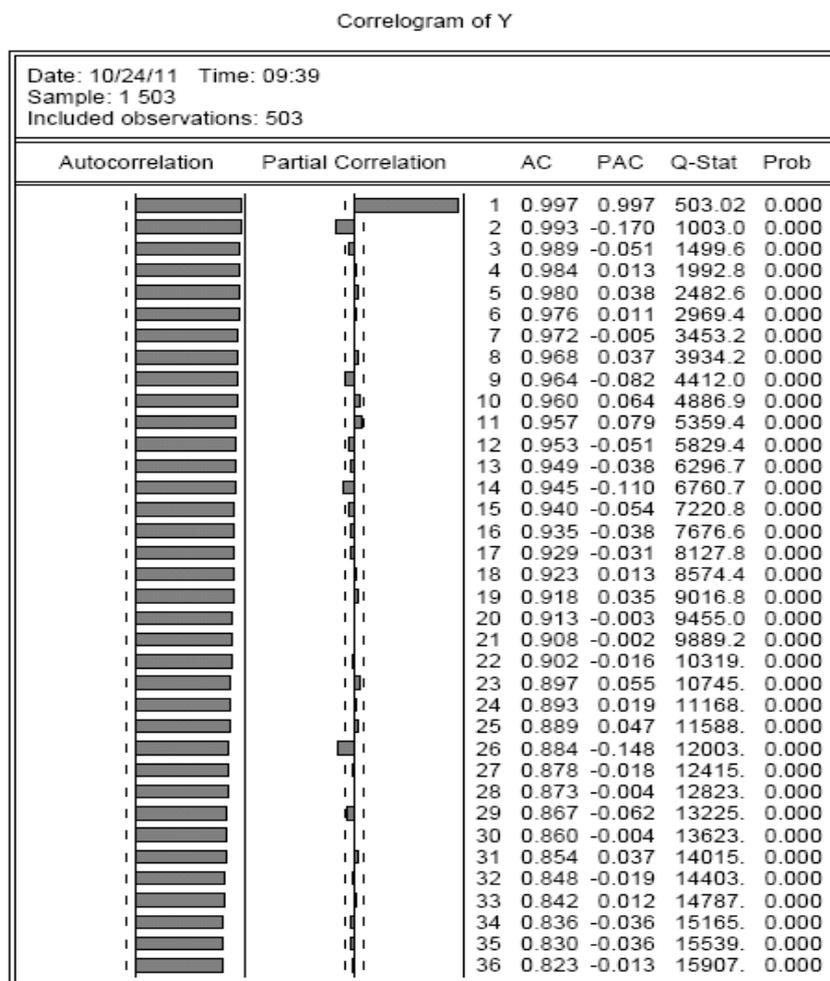
أظهرت نتائج اختبار كل من DF، ADF، Phillips-perron، واختبار 1992 Kpss، أن سلسلة مؤشر البورصة غير مستقرة وهي ليست من نوع TS، حيث أن جميع المعامل أكبر من 5%، وبالتالي نقبل  $H_0$

<sup>15</sup> Bourbonnais, Op.cit. P 235.

<sup>16</sup> البرنامج الإحصائي Eviews أو Rats يعطي مباشرة هذه القيمة.

ونرفض  $H_1$ ، أي سلسلة غير مستقرة. كما يتضح ذلك أيضا من دوال الارتباط الذاتي للسلسلة مؤشر السوق، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول (4-5): دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة مؤشر سوق الدوحة خلال الفترة 1-10-2009-9-30/2007



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 05

يتضح من الجدول أن معاملات الارتباط البسيط تقع كلها خارج مجال الثقة، والمعبر عنها بالخطين المتقطعين، هذا يعني أنها تختلف معنويا عن الصفر، وهذا دليل عدم استقرار هذه السلسلة، وبالتالي فإن هذه السلسلة ليست عبارة عن تشويش أبيض، ومنه فهي غير مستقرة، ويتضح ذلك أيضا من خلال إحصائية Q Ljung-Box التي بلغت قيمتها  $Q = 15907$  وهي أكبر من القيمة الجدولة لتوزيع كاي مربع. وبالتالي نرفض  $H_0$  فرضية انعدام معاملات الارتباط الذاتي، ونقبل  $H_1$  فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

أما عن مشكل عدم تجانس تباين الأخطاء فقد تم الاعتماد على اختبار ARCH-LM الذي كانت نتائجه كالتالي:

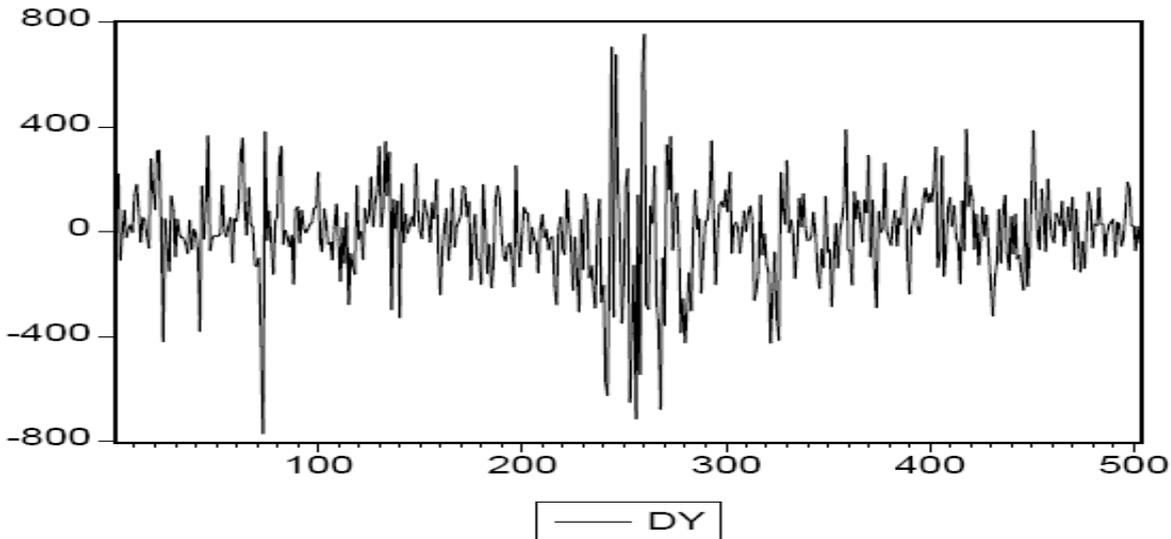
الجدول (4-6): نتائج اختبار ARCH-LM

ARCH Test:				
F-statistic	51.60428	Probability	0.000000	
Obs*R-squared	46.95522	Probability	0.000000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 10/24/11 Time: 09:58				
Sample(adjusted): 3 503				
Included observations: 501 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21526.20	3338.925	6.447045	0.0000
RESID^2(-1)	0.306172	0.042621	7.183612	0.0000
R-squared	0.093723	Mean dependent var	31068.28	
Adjusted R-squared	0.091907	S.D. dependent var	71952.83	
S.E. of regression	68566.67	Akaike info criterion	25.11298	
Sum squared resid	2.35E+12	Schwarz criterion	25.12982	
Log likelihood	-6288.803	F-statistic	51.60428	
Durbin-Watson stat	2.155981	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews

يعد النموذج مقبول إحصائياً، وجميع المقدرات تختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي التباين الشرطي للأخطاء غير متجانس. وهكذا، فإن سلسلة مؤشر السوق ليست مستقرة، ولكن السؤال المطروح هنا هل أن سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية مستقرة؟ وللإجابة على هذا السؤال نعرض الشكل التالي:

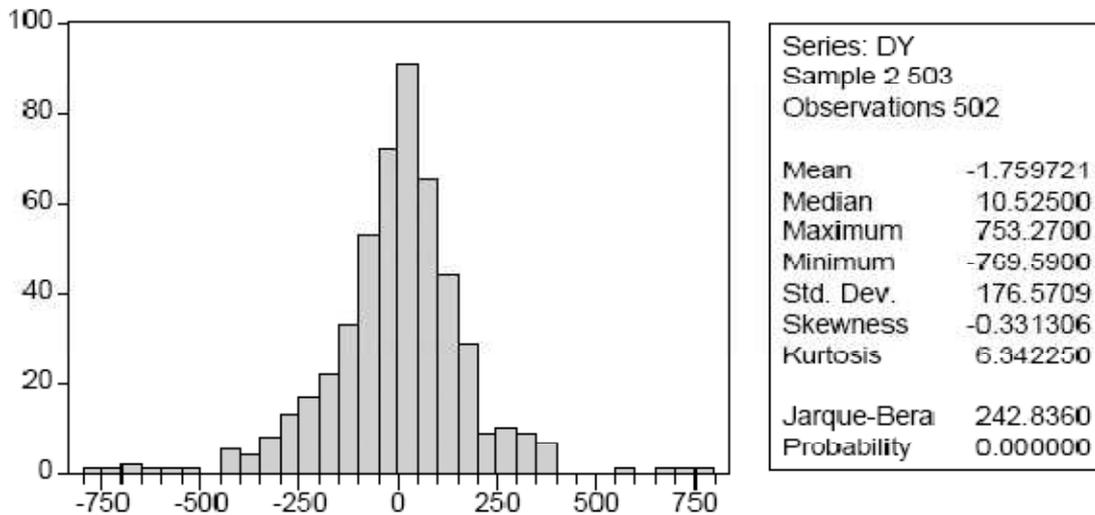
الشكل (4-11): تطور الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 1-2009-9-30/2007-10



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 05

يتضح من الشكل أن سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى مستقرة نوعاً ما، حيث أنها تدور حول الصفر لكن تباينها غير ثابت، أي ليست بالتشويش الأبيض. ولكن هل هي ذات توزيع طبيعي؟

الشكل (4-12): التوزيع الاحتمالي لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 05

يتضح من الشكل أن دالة سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لم تأخذ شكل التوزيع الطبيعي، وهو ما تؤكد إحصائية skewness (مقدار التواء التوزيع)، والتي تختلف عن الصفر، وإحصائية kurtosis (تقيس التفرطح) والتي تختلف عن 3، وإحصائية jarque-bera هي الأخرى أثبتت عدم التوزيع الطبيعي، حيث كانت أكبر من إحصائية  $x_{0.05}^2(2) = 5.99$ .

استناداً إلى اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية المعتمدة، اختبار الجذر الوحدوي؛ اختبار دكي-فلر (Dickey-Fuller)؛ اختبار Phillips-perron؛ واختبار Kpss (1992)؛ ودوال الارتباط الذاتي، في الدراسة والمطبقة على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية والمعبر عنها بمؤشر السوق خلال الفترة 2009-9-30/2007-10-1 تم التوصل إلى أن السلسلة غير مستقرة وهي من نوع DS، مما يعني أن الأسعار تتحدد عشوائياً ومنه سوق الدوحة تعتبر سوقاً كفتناً عند المستوى الضعيف.

## المبحث الثاني: دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية

بعد عرض ومناقشة لواقع وأداء سوق الدوحة للأوراق المالية وإلى دراسة إستقرارية مؤشر البورصة القطرية في المبحث الأول، نخصص هذا المبحث للجانب التطبيقي والمتعلق بدراسة أثر الأزمة المالية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2009/2008/2007. ويتم في دراسة الحالة الإجابة على التساؤل الفرعي الأخير في مستهل البحث و الذي يمكن تجزئته إلى التساؤلات التالية:

- هل أثرت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية؟
- إذا كان هناك انعكاس للأزمة المالية على أداء البورصة القطرية، إلى أي مستوى انخفض هذا الأداء ممثلا في مؤشر البورصة؟
- ما هي أكثر القطاعات الاقتصادية تضررا بتداعيات الأزمة المالية؟
- هل تأثرت البورصة القطرية بانسحاب الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية؟

### المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة

#### 1- عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في سوق الدوحة للأوراق المالية والقطاعات العاملة فيه، وهي قطاع البنوك والمؤسسات المالية، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات، وقطاع التأمين، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/9/1 - 2009/8/30، قسمت إلى فترتين الأولى قبل وقوع الأزمة (إفلاس بنك ليمان برادرز) وشملت سبتمبر 2007 ولغاية شهر أوت 2008 وبلغ عدد مشاهداتها اثني عشر، والثانية انحصرت بين سبتمبر من العام 2008 ولغاية شهر أوت من العام 2009 وبعدها مشاهدات اثني عشر أيضا. علما أن هذه المشاهدات تمثل المؤشر الشهري لبورصة قطر. وقد اعتمدنا في دراستنا على بورصة قطر كونها تعتبر من أهم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث الرسملة، وحجم التداول، وعدد الشركات المدرجة، إضافة إلى التنظيم الجيد واستعمال أحدث وسائل الاتصال وغيرها من المعايير.

ويمكن عرض عدد الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية بحسب القطاعات الاقتصادية من خلال الجدول التالي:

الجدول (4-7): الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية حسب القطاعات.

القطاع	البنوك	الصناعة	الخدمات	التأمين	المجموع
عدد الشركات	9	7	22	5	43
النسبة المئوية	20.93	16.28	51.16	11.63	100

المصدر: تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر

## 2- فرضيات دراسة الحالة

لغرض الإجابة على التساؤلات المطروحة في دراسة الحالة وبناء على الفرضية الأخيرة في مستهل البحث سنقوم باختبار الفرضيات الآتية:

- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية العالمية.
- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء كل من قطاع البنوك والمؤسسات المالية والتأمين والصناعة والخدمات للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.
- لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية للعلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية العالمية.

## 3- جمع المعلومات والبيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة لمعالجتها

تم جمع المعلومات والبيانات بالاعتماد على صحيفة الشرق الاقتصادي القطرية والنشرات الشهرية والسنوية الصادرة عن سوق الدوحة للأوراق المالية والخاصة بمؤشر السوق سواء على مستوى البورصة ككل أو على مستوى القطاعات العاملة فيها، بالإضافة إلى عدد الأسهم المكتتب بها من قبل المستثمرين الغير قطريين.

أما بالنسبة للأساليب الإحصائية المعتمدة لاختبار فرضيات دراسة الحالة (الفرضيتين الأولى و الثانية) فقد تم استخدام الأسلوب الإحصائي (*Independent Samples T-Test*) لغرض المقارنة بين مجموعتين للأداء وبيان الفرق بينهما من جانب، وفيما إذا كان هذا الفرق دال إحصائياً عند مستوى الدلالة (0.05). بينما تم استخدام معامل ارتباط بيرسون لاختبار الفرضية الأخيرة.

#### 4- التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة

- مؤشر السوق: يعتبر مؤشر السوق من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى. وقد تم الاعتماد على المؤشر الصادر عن سوق الدوحة للأوراق المالية ومؤشر كل قطاع من القطاعات الاقتصادية للفترة قبل وبعد الأزمة المالية.

- الاستثمار الأجنبي غير المباشر: ويقصد به استثمار غير القطريين في أسهم الشركات القطرية المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية وفي كل القطاعات، وبحسب البيانات التي تمكنا من الحصول عليها فقد تم الاعتماد على عدد الأسهم المكتتب بها من قبل المستثمرين الأجانب (الغير قطريين) كمتغير مستقل لاختبار الفرضية الثالثة وخلال الفترة المدروسة.

#### المطلب الثاني: دراسة أثر الأزمة المالية في الأداء العام لسوق الدوحة للأوراق المالية

الفرضية الصفرية: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

الفرضية البديلة: توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$$

يوضح الجدول التالي تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية:

الجدول (4-8): مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

Période	Avant la crise	Après la crise
septembre	8097,05	9314,53
octobre	9417,41	6928
novembre	9363,1	6071,39
décembre	9580,45	6886,12
janvier	9485,25	5253,03
février	10472,61	4438
mars	9554,71	4887,02
avril	11289,26	5603,25
mai	11884,77	6980,76
Juin	11863,86	6491,65
juillet	11633,42	6707,73
août	10443,22	7117,25

المصدر: تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر وصحيفة الشرق الاقتصادي القطرية

قبل إجراء اختبار  $T$  للعينات المستقلة لمؤشر البورصة يجب أولاً اختبار هل البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم لا<sup>17</sup>، وذلك من خلال جدول التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية:

الجدول (4-9): التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الدوحة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

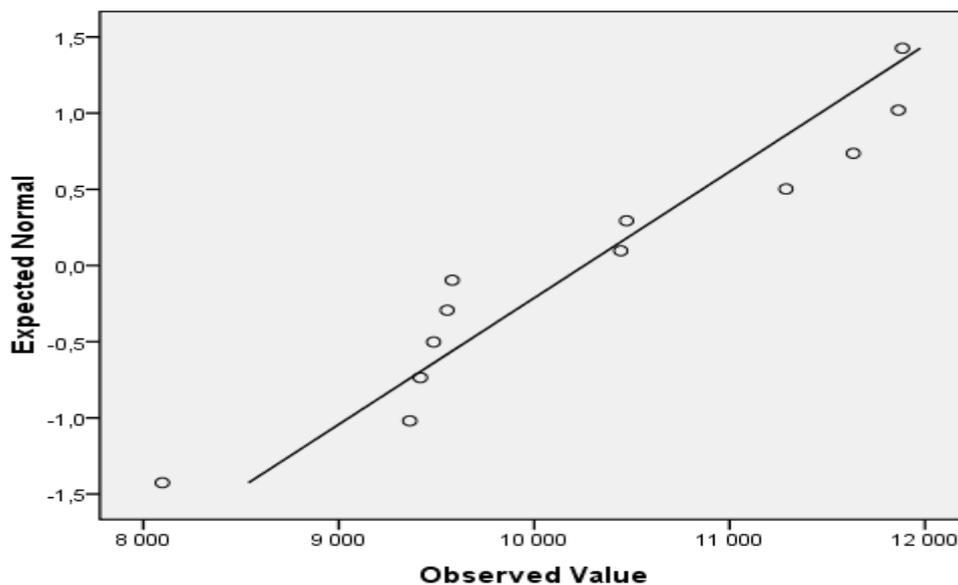
période	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk			
	Statistic	df	Sig	Statistic	df	Sig	
index	Avant la crise	,213	12	,140	,914	12	,239
	Après la crise	,202	12	,188	,930	12	,376

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

نجد من جدول التوزيع الطبيعي أن مستوى الدلالة في جميع الحالات هو أكبر من 0.05 لذا سوف نقبل فرض العدم وهو أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

<sup>17</sup> من أهم شروط تطبيق اختبار  $t$  هو أن يكون توزيع المجتمعين المستقلين طبيعي وأن يكون تباين العينتين متساوي إحصائياً.

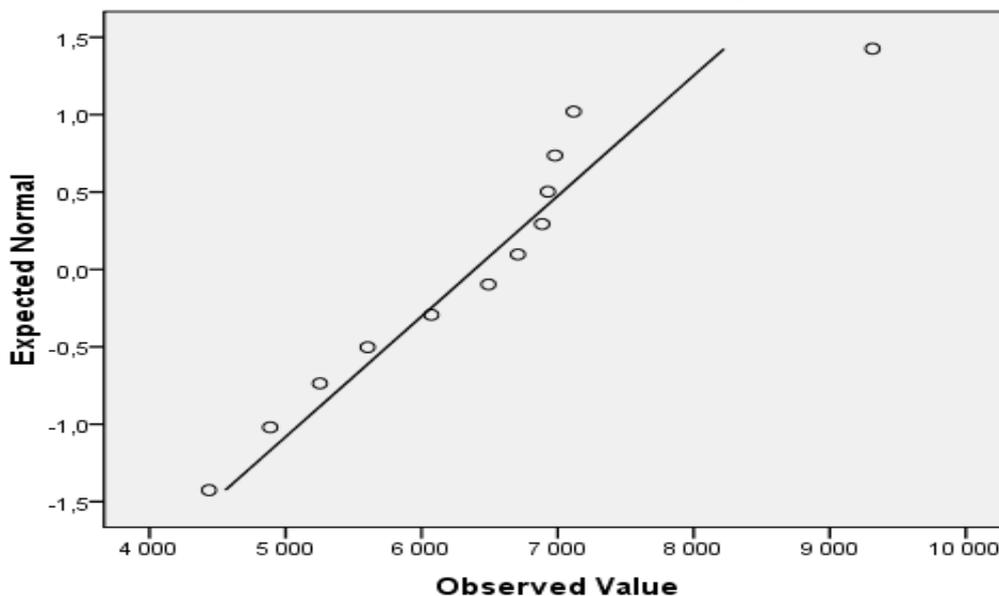
الشكل (4-13): التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل الأزمة المالية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج الاحصائي SPSS16

من الرسم البياني نجد أن أغلب البيانات تتركز حول الخط المستقيم لذا فإنها تتوزع تبعاً للتوزيع الطبيعي وهذا ما نلاحظه أيضاً في البيانات المتعلقة بمؤشر البورصة للفترة بعد الأزمة المالية:

الشكل (4-14): التوزيع الطبيعي لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة بعد الأزمة المالية



المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج SPSS16

وفيما يخص المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشر البورصة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية يمكن إدراجها في الجدول الموالي:

الجدول (4-10): الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

période		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
index	Avant la crise	12	10257	1205,62222	348,03316
	Après la crise	12	6389,9	1284,87959	370,91279

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يبين الجدول أعلاه أن حجم عينة مؤشر البورصة للفترة قبل الأزمة المالية هو 12. بمتوسط حسابي قدره 10257 وانحراف معياري قدره 1205.62222، و بخطأ معياري قدره 348.033. أما للفترة ما بعد الأزمة المالية فإن حجم العينة هو 12 نفسه للفترة قبل الأزمة المالية بمتوسط حسابي قدره 6389.9 وانحراف معياري قدره 1284.87959.

يتضح من خلال هذه النتائج أن الأداء العام للبورصة كان أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة المالية العالمية، بحيث انخفض متوسط مؤشر البورصة بشكل كبير للفترة بعد الأزمة.

يفسر هذا الانخفاض في الأداء العام للبورصة سلوك المستثمرين في سوق الدوحة للأوراق المالية وانتشار ظاهرة التقليد لما يجري في الأسواق العالمية، حيث توجه أغلب المستثمرين إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية خوفاً من حدوث خسائر مستقبلية. وما يعزز نتائج تحليل فروقات الأداء اختبار  $t$ -test من خلال الجدول الموالي:

الجدول (4-11): نتائج اختبار  $t$  للفروق في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية

	Levene's Test Equality of Variances	t-test for Equality of Means								
		F	Sig	t	df	Sig (2- tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
index	Equal variances assumed	,040	,844	7,603	22	,000	3867,19833	508,62892	2812,366	4922,030
	Equal variances Not assumed			7,603	21,911	,000	3867,19833	508,62892	2812,119	4922,277

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يتضح من الجدول بأن قيمة اختبار ليفني<sup>18</sup>  $levene's$  هي بواقع دلالة 0.844 وهذه القيمة أكبر من مستوى الدلالة  $\alpha=0.05$ ، وبالتالي نستطيع الافتراض بأن تباين العينات متساوي وبالتالي سنعتمد على النتائج الموجودة في السطر الأول من الجدول.

يبين الجزء الثاني من الجدول ناتج تطبيق اختبار  $t$ ، بحيث أن قيمة اختبار  $t$  هي 7.603 وبدرجة حرية مقدارها 22 ( $df = n_1+n_2-2 = 12+12-2 = 22$ ) وأن الفرق بين متوسطي العينتين لمؤشر البورصة هو 3867,19833 وأن الخطأ المعياري في هذا الفرق هو 508,62892.

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة  $sig$  (2-tailed) أقل من قيمة  $\alpha=0.05$  وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، كما يمكن رفض أو قبول الفرضية الصفرية من خلال فترة الثقة للفرق بين العينتين، وتتكون أي فترة ثقة من رقمين هما الحد الأدنى Lower والحد الأعلى Upper ومن الجدول أعلاه فإن فترة الثقة للفرق بين وسطين العينتين هي (2812.3665-4922.03014) ونقبل الفرضية الصفرية في حالة وجود الصفر داخل فترة الثقة، وبما أن الصفر غير موجود داخل فترة الثقة نرفض الفرضية الصفرية وبالتالي نقبل الفرضية البديلة لها ومفادها توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

يظهر أن الأزمة المالية انعكست بآثارها على أداء البورصة القطرية، وأن هناك فروق ذات دلالة إحصائية في أداء سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية نتيجة لانخفاض رقمها القياسي المرجح بالقيمة السوقية، حيث أن أداء السوق كان أفضل للفترة قبل الأزمة المالية، وتمكنت السوق خلالها من بلوغ قمة أداءها مدفوعة بالمؤشرات الايجابية للاقتصاد القطري، غير أن مؤشر السوق اتخذ منحني هبوطيا منذ الإعلان عن إفلاس بنك ليمان برادرز، وتعود أسباب هذا التراجع إلى تأثيرات نفسية سيطرت على المستثمرين، إضافة إلى انتشار ظاهرة الانقياد والتقليد لما يجري في الأسواق المالية العالمية.

وعليه، وبالرغم من الأداء المتميز للسوق القطري وتحقيقه لحركة تداول نشطة، إلا أن تداعيات الأزمة المالية التي اجتاحت معظم الأسواق المالية العالمية أثرت بشكل واضح على أداء البورصة القطرية وأدت إلى انخفاضه كباقي الأسواق العربية، وما يميز البورصة القطرية كونها تعد ذات درجة عالية من الانفتاح على الأسواق المالية

<sup>18</sup> اختبار  $levene's$  هو اختبار خاص بفحص تباين العينات (هل تباين العينات متساوي أم لا)، إذا كان مستوى الدلالة  $sig$  أكبر من مستوى الدلالة  $\alpha$  يكون تباين العينات متساوي وإذا كان أقل يكون تباين العينات غير متساوي.

العالمية، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا الانفتاح في الظروف الطبيعية، إلا أنه يشكل مصدرا لبعض المشاكل في أوقات الأزمات، لذلك كان من الطبيعي أن تتأثر البورصة القطرية بتبعات الأزمة المالية العالمية.

### المطلب الثالث: دراسة أثر الأزمة المالية في أداء القطاعات الاقتصادية

بعد عرض نتائج تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على الأداء العام لسوق الدوحة للأوراق المالية، والتي أظهرت أن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية نتيجة انخفاض مؤشر السوق المرجح بالقيمة للسوقية للأسهم القابلة للتداول، نحاول في هذا المطلب دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على مستوى كل قطاع من القطاعات الاقتصادية العاملة في سوق الدوحة للأوراق المالية بدءا من قطاع البنوك والمؤسسات المالية، ثم قطاعي الصناعة والخدمات وأخيرا قطاع التأمين.

#### 1- قطاع البنوك

يوضح الجدول الموالي تطور مؤشر قطاع البنوك في سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية:

الجدول (4-12): مؤشر قطاع البنوك للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

Période	Avant la crise	Après la crise
septembre	11518,46	13281,32
octobre	12715,7	9250,52
novembre	12949,53	8553,53
décembre	13411,13	10319,72
janvier	13441,67	7866,83
février	15167,19	6512,48
mars	13702,1	6977,71
avril	15870,95	7858,84
mai	16907,09	9659,96
Juin	16925,88	8960,82
juillet	16469,22	9545,82
août	15259,23	10211,26

المصدر: تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر وصحيفة الشرق الاقتصادي القطرية

قبل إجراء اختبار **T test** نحاول معرفة ما إذا كان مؤشر قطاع البنوك و المؤسسات المالية يتبع التوزيع الطبيعي أم لا وذلك من خلال جدول التوزيع الطبيعي التالي:

الجدول (4-13): التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع البنوك

période		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
index	Avant la crise	,176	12	,200 <sup>*</sup>	,932	12	,406
	Après la crise	,162	12	,200 <sup>*</sup>	,938	12	,466

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

نلاحظ من خلال جدول التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع البنوك أن مستوى دلالة الاختبار في جميع الحالات هو أكبر من 0.05 لذا سوف نقبل فرض العدم وهو أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. أما بخصوص المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشر قطاع البنوك للفترة قبل وبعد الأزمة المالية يمكن إدراجها في الجدول الموالي:

الجدول (4-14): الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي لمؤشر قطاع البنوك للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

Group Statistics					
période		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
index	Avant la crise	12	14528	1805,74740	521,27437
	Après la crise	12	9083,2	1791,80478	517,24949

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يبين الجدول أعلاه أن حجم عينة مؤشر قطاع البنوك للفترة قبل الأزمة المالية هو 12. بمتوسط حسابي قدره 14528 وانحراف معياري قدره 1805.74740 وخطأ معياري للوسط 521.27437. أما للفترة ما بعد الأزمة المالية فإن حجم العينة هو 12 نفسه للفترة قبل الأزمة المالية بمتوسط حسابي قدره 9083.2 وانحراف معياري قدره 1791.80478 وخطأ معياري للوسط 517.24949.

ما يلاحظ أن اتجاه حركة الأسعار لأسهم قطاع البنوك والمؤسسات المالية شهدت انخفاضا كبيرا للفترة بعد وقوع الأزمة متأثرا بتداعيات الأزمة المالية. وما يعزز نتائج تحليل فروقات الأداء في قطاع البنوك اختبار **T test** من خلال الجدول الموالي:

الجدول (4-15): نتائج اختبار t للفروق في أداء قطاع البنوك للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية

Independent samples test

	Levene's Test Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2- tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
index Equal variances assumed	,472	,499	7,415	22	,000	5444,94500	734,35278	3921,99055	6967,89945
Equal variances Not assumed			7,415	21,999	,000	5444,94500	734,35278	3921,98525	6967,90475

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يبين الجدول أعلاه أن قيمة اختبار ليفني's  $\alpha=0.05$  هي بواقع دلالة 0.499 وهذه القيمة أكبر من مستوى الدلالة  $\alpha=0.05$ ، وهذا بدوره يبين أننا نستطيع الافتراض بأن تباين العينات متساوي وبالتالي سنعتمد على النتائج الموجودة في السطر الأول من الجدول.

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة اختبار t هي 7.415 بدرجة حرية 22 وأن الفرق بين متوسطي العينتين لمؤشر قطاع البنوك كان معنوياً بمسئوى أقل من القيمة الاحتمالية المعتمدة 0.05، ونلاحظ أن الصفر لا ينحصر داخل فترة الثقة للفرق بين وسطين العينتين، وعليه نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة ومضمونها وجود فروق ذات دلالة إحصائية في أداء قطاع البنوك والمؤسسات المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

## 2- قطاع الخدمات

يوضح الجدول الموالي تطور مؤشر قطاع الخدمات في سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية:

الجدول (4-16): مؤشر قطاع الخدمات للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

Période	Avant la crise	Après la crise
septembre	6157,26	6722,03
octobre	7424,98	5314,28
novembre	7209,24	4874,9
décembre	7431,1	4660,29
janvier	7186,81	3594,71

février	7613,41	3375,96
mars	7227,92	3555,57
avril	8264,45	4463,13
mai	8627,73	5494,52
Juin	8596,3	5163,55
juillet	8181,84	4989,32
août	7537,19	5256,68

المصدر: تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر وصحيفة الشرق الاقتصادي القطرية

قبل إجراء اختبار T-test نحاول معرفة ما إذا كان مؤشر قطاع الخدمات يتبع التوزيع الطبيعي أم لا وذلك من خلال جدول التوزيع الطبيعي التالي:

الجدول (4-17): التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع الخدمات

période		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig	Statistic	df	Sig
index	Avant la crise	,185	12	,200 <sup>*</sup>	,925	12	,328
	Après la crise	,146	12	,200 <sup>*</sup>	,935	12	,441

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يتضح من جدول التوزيع الطبيعي أن قيمة sig في جميع الحالات هي أكبر من 0.05 لذا سوف نقبل فرض العدم وهو أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. وفيما يتعلق بالمتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشر قطاع الخدمات للفترة قبل وبعد الأزمة المالية يمكن إدراجها في الجدول الموالي:

الجدول (4-18): الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي لمؤشر قطاع الخدمات للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

Group Statistics					
période		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
index	Avant la crise	12	7,6215E3	702,59021	202,82032
	Après la crise	12	4,7887E3	952,69563	275,01954

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

نلاحظ من خلال الجدول أن قطاع الخدمات تأثر بتداعيات الأزمة المالية العالمية إذ انخفض متوسط مؤشر القطاع من 7621.5 قبل الأزمة إلى 4788.7 بعد الأزمة ويدعم ذلك درجة تشتت عالية لمؤشر قطاع

الخدمات حيث بلغ الانحراف المعياري 952.7 للفترة بعد الأزمة مقارنة بـ 702.6 للفترة قبل الأزمة المالية. وما يعزز نتائج تحليل فروقات الأداء في قطاع الخدمات اختبار  $t$ -test من خلال الجدول الموالي:

الجدول (4-19): نتائج اختبار  $t$  للفروق في أداء قطاع الخدمات للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية

Independent samples test

	Levene's Test Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig	t	df	Sig (2- tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
index Equal variances assumed	,767	,391	8,290	22	,000	2832,77417	341,71894	2124,09247	3541,45587
Equal variances Not assumed			8,290	20,234	,000	2832,77417	341,71894	2120,48868	3545,05965

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يبين الجدول أعلاه أن قيمة اختبار ليفني  $levene's$  هي بواقع دلالة 0.391 وهذه القيمة أكبر من مستوى الدلالة  $\alpha=0.05$ ، وهذا بدوره يبين أننا نستطيع الافتراض بأن تباين العينات متساوي وبالتالي سنعتمد على النتائج الموجودة في السطر الأول من الجدول.

يبين الجزء الثاني من الجدول ناتج تطبيق اختبار  $t$  وأن قيمة اختبار  $t$  هي 8.290 وبدرجة حرية مقدارها 22 وأن الفرق بين متوسطي العينتين لمؤشر البورصة هو 2832.77 وأن الخطأ المعياري في هذا الفرق هو 341.72. كما نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة  $sig$  (2-tailed) أقل من قيمة  $\alpha=0.05$  وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، كما أن فترة الثقة للفرق بين وسطين العينتين هي (-2124.1- 3541.45) ونقبل الفرضية الصفرية في حالة وجود الصفر داخل فترة الثقة، وبما أن الصفر غير موجود داخل فترة الثقة نرفض الفرضية الصفرية وبالتالي نقبل الفرضية البديلة لها ومفادها توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء قطاع الخدمات تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

### 3- قطاع الصناعة

يوضح الجدول الموالي تطور مؤشر قطاع الصناعة في سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية:

الجدول (4-20): مؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

Période	Avant la crise	Après la crise
septembre	7309,01	9211,21
octobre	9264,37	6596,15
novembre	8966,28	5099,31
décembre	8738,27	6491,25
janvier	8796,35	4889,13
février	9786,15	4276,8
mars	8347,73	5012,95
avril	11384,65	5425,54
mai	11743,84	7188,85
Juin	11646,75	6645,63
juillet	12253,52	6779,48
août	11010,22	6906,37

المصدر: تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر وصحيفة الشرق الاقتصادي القطرية

قبل إجراء اختبار  $t$ -test نحاول معرفة ما إذا كان مؤشر قطاع الصناعة يتبع التوزيع الطبيعي أم لا وذلك من خلال جدول التوزيع الطبيعي التالي:

الجدول (4-21): التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع الصناعة

		Tests of Normality					
		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
période		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
index	Avant la crise	,165	12	,200*	,929	12	,365
	Après la crise	,166	12	,200*	,924	12	,316

a. Lilliefors Significance Correction

\*. This is a lower bound of the true significance.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

نجد أنه من اختبار كولموجروف سيرنوف وأيضا اختبار شايفرو أن قيمة sig في كلا الفترتين أكبر من 0.05 لذا فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. وفيما يتعلق بالمتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية يمكن إدراجها في الجدول الموالي:

الجدول (4-22): الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي لمؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

Group Statistics					
	période	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
index	Avant la crise	12	9,9373E3	1606,50107	463,75691
	Après la crise	12	6,2102E3	1346,93362	388,82624

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يبين الجدول أعلاه أن حجم عينة مؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل الأزمة المالية هو 12. بمتوسط حسابي قدره 9937.3 وانحراف معياري قدره 1606.5 و خطأ معياري للوسط 463.75. أما للفترة ما بعد الأزمة المالية فإن حجم العينة هو 12 نفسه للفترة قبل الأزمة المالية بمتوسط حسابي قدره 6210.2 وانحراف معياري قدره 1346.93 و خطأ معياري للوسط 388.82. ما يلاحظ أن قطاع الصناعة قد تأثر بشكل كبير من تداعيات الأزمة المالية. ويعود سبب التراجع الكبير في أداء القطاع الصناعي للفترة بعد الأزمة المالية إلى تخوف المستثمرين في هذا القطاع من أن تمتد الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي و تؤدي إلى حدوث ركود اقتصادي، و هذا ما يفسر الانخفاض الكبير في أداء القطاع الصناعي. وما يعزز نتائج تحليل فروقات الأداء في قطاع الصناعة اختبار  $t$  test من خلال الجدول الموالي:

الجدول (4-23): نتائج اختبار  $t$  للفروق في أداء قطاع الصناعة للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية

	Levene's Test Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig	t	df	Sig (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
index Equal variances assumed	1,264	,273	6,158	22	,000	3727,03917	605,19114	2471,94955	6967,89945
Equal variance Not assumed			6,158	21,350	,000	3727,03917	605,19114	2469,73189	6967,90475

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يتضح من الجدول من خلال اختبار التجانس أن قيمة sig هي 0.273 وهي أكبر من 0.05 لذا فإن تبين عيني مؤشر قطاع الصناعة للفترة قبل وبعد الأزمة المالية متجانس وعليه سنعمد على النتائج الموجودة في السطر الأول من الجدول.

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة اختبار  $t$  هي 7.415 بدرجة حرية 22 وأن الفرق بين متوسطي العينتين لمؤشر قطاع الصناعة كان معنوياً بمستوى أقل من القيمة الاحتمالية المعتمدة 0.05، ونلاحظ أن الصفر لا ينحصر داخل فترة الثقة للفرق بين وسطين العينتين (2471.9-6967.9)، وعليه نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة ومضمونها وجود فروق ذات دلالة إحصائية في أداء قطاع الصناعة تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

#### 4- قطاع التأمين

يوضح الجدول الموالي تطور مؤشر قطاع التأمين في سوق الدوحة للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية:

الجدول (4-24): مؤشر قطاع التأمين للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

Période	Avant la crise	Après la crise
septembre	9263,85	7856,17
octobre	9670,46	6126,76
novembre	10537,47	4517,97
décembre	11033,51	4960,37
janvier	8204,76	3941,49
février	8633,78	3512,48
mars	8137,7	3365
avril	8821,45	3512,48
mai	9196,84	4249,82
Juin	9545,41	3887,84
juillet	9746,5	3968,28
août	9170	4155,99

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة قطر وصحيفة الشرق الاقتصادي القطرية

قبل إجراء اختبار  $t$  نحاول معرفة ما إذا كان مؤشر قطاع التأمين يتبع التوزيع الطبيعي أم لا وذلك من خلال جدول التوزيع الطبيعي التالي:

الجدول (4-25): التوزيع الطبيعي لمؤشر قطاع التأمين

Tests of Normality							
période		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
index	Avant la crise	,148	12	,200*	,955	12	,707
	Après la crise	,246	12	,044	,781	12	,006

a. Lilliefors Significance Correction

\*. This is a lower bound of the true significance.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

نجد من جدول التوزيع الطبيعي أن قيمة sig في الفترة قبل الأزمة هي أكبر من 0.05 لذا فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. بينما للفترة ما بعد الأزمة المالية نجد أن من اختبار كولموجروف سيرنوف وأيضا اختبار شايبورو أن قيمة sig هي أقل من 0.05 لذا فإن البيانات في تلك الفترة لا تتبع التوزيع الطبيعي. وفيما يتعلق بالمتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمؤشر قطاع التأمين للفترة قبل وبعد الأزمة المالية يمكن إدراجها في الجدول الموالي:

الجدول (4-26): الانحراف المعياري والمتوسط الحسابي لمؤشر قطاع التأمين للفترة قبل وبعد الأزمة المالية

Group Statistics					
période		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
index	Avant la crise	12	9,3301E3	862,05430	248,85364
	Après la crise	12	4,5046E3	1297,24143	374,48134

إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج SPSS16

من خلال الجدول نلاحظ أن قطاع التأمين تأثر بأحداث الأزمة المالية العالمية إذ انخفض متوسط مؤشر القطاع من 9330.1 قبل الأزمة إلى 4504.6 بعد الأزمة ويدعم ذلك درجة تشتت عالية لمؤشر قطاع التأمين حيث بلغ الانحراف المعياري 1297.2 للفترة بعد الأزمة مقارنة بـ 862.05 للفترة قبل الأزمة المالية. وعلى ما يبدو أن المخاوف التي طالت المستثمرين في قطاع البنوك وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة قد رافقه أيضا مخاوف قطاع المستثمرين في قطاع التأمين حيث كان أداء القطاع منخفض بشكل كبير للفترة بعد وقوع الأزمة المالية. وما يعزز نتائج تحليل فروقات الأداء في قطاع التأمين اختبار T test من خلال الجدول الموالي:

الجدول (4-27): نتائج اختبار t للفروق في أداء قطاع التأمين للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية

	Levene's Test Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig	t	df	Sig (2- tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
index Equal variances assumed			10,732	22	,000	4825,59000	449,62697	3893,12074	5758,05926
Equal variances Not assumed	,758	,393	10,732	19,130	,000	4825,59000	449,62697	3884,94188	5766,23812

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يتضح من الجدول من خلال اختبار التجانس أن قيمة sig هي 0.393 وهي أكبر من 0.05 لذا فإن تجانس عيني مؤشر قطاع التأمين للفترة قبل وبعد الأزمة المالية متجانس وعليه سنعمد على النتائج الموجودة في السطر الأول من الجدول.

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة اختبار t هي 10.732 بدرجة حرية 22 وأن الفرق بين متوسطي العينتين لمؤشر قطاع التأمين كان معنوياً بمستوى أقل من القيمة الاحتمالية المعتمدة 0.05، ونلاحظ أن الصفر لا ينحصر داخل فترة الثقة للفرق بين وسطين العينتين (3893.12-5758.05)، وعليه نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة ومضمونها وجود فروق ذات دلالة إحصائية في أداء قطاع التأمين تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية.

يظهر على المستوى القطاعي أن هناك تأثير ذو معنوية إحصائية للأزمة المالية على أداء كل قطاع حيث شهدت حركة الأسعار أسهم قطاع البنوك والمؤسسات المالية انخفاضاً كبيراً للفترة بعد وقوع الأزمة متأثراً بتداعيات الأزمة المالية. كما أن المخاوف التي طالت المستثمرين في قطاع كل من البنوك والخدمات والصناعة رافقه مخاوف المستثمرين في قطاع التأمين حيث كان أداء القطاع منخفضاً للفترة بعد وقوع الأزمة.

#### المطلب الرابع: دراسة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأداء سوق الدوحة للأوراق المالية

نظراً لعدم توفر البيانات الكافية عن تعاملات المستثمرين غير القطريين خلال سنة 2007، سنعمد على البيانات المتاحة للفترة ما قبل الأزمة من شهر جانفي 2008 لغاية شهر أوت من السنة نفسها ولمدة ثمانية

أشهر<sup>19</sup>، بينما للفترة ما بعد الأزمة المالية ستبقى نفسها من شهر سبتمبر 2008 لغاية شهر أوت 2009 وبعدها اثني عشر مشاهدة. ويوضح الجدول الموالي علاقة الارتباط بين إجمالي تعاملات المستثمرين غير القطريين وأداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل الأزمة:

الجدول (4-28): معامل الارتباط بين أداء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعاملات غير القطريين للفترة قبل

الأزمة المالية

		T Etrangers	Performance du marché
T Etrangers	Pearson correlation	1	0.675
	Sig. (2-tailed)		0.066
	N	8	8
Performance du marché	Pearson correlation	0.675	1
	Sig. (2-tailed)	0.066	
	N	8	8

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

يتضح من خلال الجدول وجود علاقة ارتباط موجبة وقوية ودالة إحصائياً عند مستوى دلالة (0.05) بين أداء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعاملات غير القطريين، إذ بلغ معامل الارتباط 0.675 للفترة قبل حدوث الأزمة ليفسر الدور الإيجابي للاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية. بينما للفترة بعد الأزمة المالية كانت علاقة الارتباط سالبة وقوية جدا بين تعاملات القطريين و أداء سوق الدوحة للأوراق المالية وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول (4-29): معامل الارتباط بين أداء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعاملات غير القطريين للفترة بعد

الأزمة المالية

		T Etrangers	Performance du marché
T Etrangers	Pearson correlation	1	-0.903
	Sig. (2-tailed)		0.000
	N	12	12
Performance du marché	Pearson correlation	-0.903	1
	Sig. (2-tailed)	0.000	
	N	12	12

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS16

<sup>19</sup> أنظر الملحق رقم 12.

يتضح من خلال الجدول وجود علاقة ارتباط سالبة وقوية جدا ودالة إحصائيا عند مستوى دلالة (0.05) بين أداء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعاملات غير القطريين، إذ بلغ معامل الارتباط  $-0.90$  للفترة بعد حدوث الأزمة، حيث أنه كلما قل تعاملات غير القطريين ازداد عدد الأسهم المكتتب بها في سوق الدوحة للأوراق المالية، وبالتالي فإن سوق الدوحة للأوراق المالية لم يتأثر بانسحاب الاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة.

تم التوصل إلى أن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على الأداء البورصة القطرية، وأن هناك فروق ذات دلالة إحصائية لأداء سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل وبعد الأزمة المالية نتيجة لانخفاض رقمها القياسي المرجح بالقيمة السوقية، وعلى المستوى القطاعي تم التوصل إلى أن هناك تأثير ذو معنوية إحصائية للأزمة المالية على أداء كل قطاع حيث شهدت حركة الأسعار أسهم قطاع البنوك والخدمات انخفاضا كبيرا للفترة بعد وقوع الأزمة متأثرا بتداعيات الأزمة المالية. كما أن المخاوف التي طالت المستثمرين في قطاع البنوك والخدمات رافقه مخاوف المستثمرين في قطاع الصناعة والتأمين حيث كان أداء القطاعين منخفضا للفترة بعد وقوع الأزمة، غير أن سوق الدوحة للأوراق المالية لم يتأثر بانسحاب الاستثمارات الأجنبية على عكس الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي.

الخاتمة

حاولنا من خلال تناولنا لموضوع الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الأسواق المالية، معالجة إشكالية البحث التي تدور حول مدى تأثير هذه الأزمة على أداء الأسواق المالية العربية، من خلال أربعة فصول باستخدام المنهج والأدوات المشار إليها في المقدمة وفي الدراسة التطبيقية انطلاقاً من الفرضيات المعتمدة وهكذا، تتوزع هذه الخاتمة إلى نتائج البحث واختبار الفرضيات، التوصيات والاقتراحات، ثم آفاق البحث.

## 1- نتائج البحث واختبار فرضياته

أسفرت هذه الدراسة عن مجموعة من النتائج يمكن تقسيمها إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية، وهذا ما مكنا من نفي أو إثبات كل فرضية تم وضعها في الدراسة النظرية والتطبيقية، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج:

### أ- النتائج النظرية

إن الأزمة المالية التي اندلعت وتفاقت في الولايات المتحدة كانت نتيجة انهيار سوق الرهون العقارية الأمريكية بسبب تدخل الحكومة الأمريكية المباشر ولسنوات عديدة في البنوك والمؤسسات المالية وحثها على تسهيل عملية الإقراض وتلبية طلبات المواطنين المتعلقة بالقروض العقارية وغيرها، خصوصاً بالنسبة للفئات الاجتماعية ذات الدخل الضعيف، وليس كما يرى البعض بأن فساد القطاع الخاص يعود إلى عدم التدخل الحكومي. وهكذا، فقد أدت السياسة النقدية التوسعية في السنوات السابقة في توجيه كثير من الأموال إلى سوق العقار مما ولد فقاعة كبيرة.

لقد تطور سوق الرهن العقاري الأمريكي إلى درجة كبيرة، وقد ساعدت تطورات الهندسة المالية على تجميع أصول مالية ضخمة في مجال الرهن العقاري، حيث تم توريق القروض العقارية وتقسيمها إلى مشتقات وشرائح معقدة، تجهز بطرق رياضية غير مفهومة يصعب فهمها ورصد خطورتها، وسرعان ما انتشرت عبر مختلف أنحاء العالم، وذلك دون فهم واضح لمستوى المخاطر التي تحملها هذه المنتجات، حيث تم الاعتماد على أشهر وكالات التصنيف الائتماني العالمية مثل موديس **Moodys**، وفيتش **Fitch** وستاندر اندبورز **Standard and Poors** التي منحت تصنيفات عالية مضللة وغير صحيحة للسندات وبينتها بأنها منخفضة المخاطرة.

أدى نزول الأسعار إلى انفجار الفقاعة العقارية مما أدى إلى انهيار أسعار العقارات ولم يعد المقترضين قادرين على دفع أقساط القروض المستحقة عليهم، كما تضاعفت المخاوف في الأسواق المالية نتيجة تسرب أزمة

الائتمان العقاري إليها، وحدثت هزات في وول ستريت، وتضررت نتيجة ذلك بنوك كبرى بعد انخفاض كبير في أسعار أسهمها، كما أدت الأزمة إلى انهيار بنك ليمان برادرز أحد أكبر البنوك الأمريكية، والذي عرف بصموده لأكثر من قرن ونصف في وجه العديد من الأزمات المالية التي واجهتها الولايات المتحدة الأمريكية.

انتقلت الأزمة المالية الأمريكية لتطال كل الأسواق المالية العالمية الكبرى، بسبب ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا وآسيا وبقية العالم بالأسواق المالية الأمريكية، ولم تقتصر الأزمة على جانبها المالي بل تطورت إلى مشكلة ركود اقتصادي واسع، حيث أثرت تداعياتها سلبا على مستويات التشغيل والتصدير والاستيراد وكذلك الإنتاج والاستثمار، وصاحب هذه التداعيات أيضا انخفاض في أسعار النفط عالميا، وموجات من الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم في الأسواق العالمية، كما تواصلت عملية انخفاض أسعار العقارات على المستويين الأمريكي والعالمي.

قامت الحكومة الأمريكية والبريطانية ودول أخرى باتخاذ إجراءات استثنائية غير مسبقة لاحتواء الأزمة من خلال التوسع في برامج توفير السيولة اللازمة لتحريك الأسواق، وحمايتها من الانهيار، وإنقاذ المؤسسات المالية المتضررة، غير أن تداعيات الأزمة تواصلت على المستويين الأمريكي والعالمي في ظل ضعف فاعلية السياسات وبرامج الإنقاذ التي جوبهت بها الأزمة، وقد امتدت تداعياتها لتشمل الائتمان السيادي لبعض الدول، حيث أعلنت اليونان تعثرها عن سداد ديون متراكمة عليها ومستويات مخيفة، وقد هزت هذه الأزمة منطقة اليورو، وهددت بدخول اقتصاديات كثيرة في منعطف خطير.

امتدت آثار الأزمة المالية إلى الدول العربية وبدرجات متفاوتة، إذ أن دول مجلس التعاون الخليجي قد تأثرت بشكل أكبر بحكم الصلات والروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي العالمي، وتراجع بسبب الأزمة الطلب على النفط الذي يمثل مصدر الدخل الرئيسي لأغلب الدول العربية، كما تراجعت بسبب الأزمة الإيرادات العامة للدول العربية غير النفطية، نتيجة تراجع التدفقات المالية الواردة إليها من خلال السياحة وانخفاض الصادرات وتحويلات العاملين بالخارج والاستثمارات الأجنبية المباشرة.

تأثرت أسواق الأوراق المالية العربية كثيرا بتداعيات الأزمة المالية العالمية، خاصة الأسواق المالية الخليجية، حيث شهدت تقلبات حادة، وانخفضت أحجام التداول فيها، وتدافع المستثمرين لبيع أسهمهم وبأسعار متدنية، مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم في البورصات العربية، وقد خسر بعضها أكثر من نصف قيمته، غير أن بعض

أسواق الأوراق المالية العربية مثل بورصة الجزائر لم تتعرض للتقلبات لصغر حجم التداول فيها وانغلاقها أمام المستثمر الأجنبي.

#### ب- النتائج التطبيقية

تم التوصل إلى أن الأسعار تسيير عشوائيا حسب كل الاختبارات الخاصة بالسير العشوائي والمتمثلة في اختبار الجذر الحدودي؛ واختبار دكي-فلر (Dickey-Fuller)؛ اختبار Phillips-perron؛ واختبار (Kpss (1992) ودوال الارتباط الذاتي، والمطبقة على أسعار الأسهم القطرية، والمعبر عنها بالمؤشر العام للسوق خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/10/1-2009/9/30 أي حوالي 503 مشاهدة يومية. وعليه، فإن السوق يعتبر كفاء عند المستوى الضعيف.

إن الأزمة المالية العالمية انعكست بآثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية، نتيجة لانخفاض مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول، حيث كان أداء البورصة أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة إذ بلغ متوسط مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول 10257 للفترة قبل الأزمة وبمركبة تداول نشطة مقارنة بمؤشر السوق بعد وقوع الأزمة الذي انخفض ليصل إلى 6389.9 وبفرق متوسط بلغ 3867.1 لصالح الفترة قبل وقوع الأزمة. وفي الواقع أن هذا الانخفاض يعود إلى عوامل نفسية سيطرت على توجهات المستثمرين، وخاصة الصغار منهم، إضافة إلى دور المضاربين بتخفيض الأسعار واستغلال الظروف الغير طبيعية، ولكن سرعان ما استعاد السوق القطرية عافيتها، وكانت الأقل تراجعاً بين أسواق وبورصات دول مجلس التعاون الخليجي.

إن الانعكاس الأكبر للأزمة المالية العالمية كان في قطاعي البنوك والتأمين في سوق الدوحة للأوراق المالية، حيث انخفض مؤشر قطاع البنوك بفرق متوسط بلغ 5445 نقطة لصالح الفترة قبل الأزمة، وذلك على الرغم من أن البنوك القطرية لم تشهد أي حالة إفلاس تذكر ولم تتأثر بشكل مباشر بتداعيات أزمة الرهن العقاري الأمريكية، ويعود سبب انخفاض هذا القطاع إلى عوامل نفسية، حيث أن النظام المصرفي القطري لا يعاني من نقص السيولة، وأن البنوك والمؤسسات المالية القطرية تتمتع بملاءة مالية عالية، بينما يعود سبب انخفاض أداء القطاع الصناعي للفترة بعد الأزمة المالية إلى تخوف المستثمرين في هذا القطاع من أن تمتد الأزمة إلى القطاع الحقيقي، أما القطاع الخدمي فإن فرق المتوسط في مؤشر هذا القطاع لا يعكس إلا تأثير محدود للأزمة المالية وهو في واقع الحال تأثيرات نفسية سيطرت على سلوك المستثمر القطري.

إن للاستثمار الأجنبي غير المباشر دور في التأثير على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، إذ لعبت هذه الاستثمارات دور في إظهار الآثار السلبية للأزمة المالية، وبمجرد حدوث الأزمة المالية العالمية اندفع المستثمرين الأجانب لبيع أسهمهم وتصفية مراكزهم الاستثمارية تحسبا من هبوط الأسعار، غير أن سوق الدوحة للأوراق المالية لم يتأثر بانسحاب الاستثمارات الأجنبية على عكس الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، إذ بلغ معامل الارتباط  $-0.90$  بين أداء سوق الدوحة للأوراق المالية وتعاملات غير القطريين لفترة بعد حدوث الأزمة حيث أنه كلما قل تعامل المستثمرين الأجانب ازداد عدد الأسهم المكتتب بها ، وبالتالي فإن سوق الدوحة للأوراق المالية لم يتأثر بانسحاب الاستثمارات الأجنبية.

#### توصيات واقتراحات البحث

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

ضرورة وضع القيود اللازمة على التدفقات الرأسمالية لتتماشى مع آليات السوق، كما يجب تشديد العقوبات للحد من أنشطة المضاربين، لكي لا تبتعد الأسواق المالية العربية عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة.

ضرورة عدم السماح لنشوء أسواق موازية في الدول العربية تكون خارج سيطرة الأسواق المالية، نظرا لما قد تشكله هذه الأسواق من بيئة مناسبة لظهور الأزمات المالية.

ضرورة اتخاذ التدابير والإجراءات المناسبة للحد من انهيار الأسعار وقت حدوث الأزمات، بإيقاف التداول مثلا لفترة زمنية معينة ليتمكن المتعاملين في البورصة من إعادة تقييم الأوضاع لتصويب قراراتهم الاستثمارية.

ضرورة تعزيز الثقافة البورصية وتكثيف الندوات والمؤتمرات لتدعيم ثقة المستثمرين بأداء الأسواق المالية وضمان ثقافة استثمارية داعمة للسوق وموانعة لانهياره وقت الأزمات.

ضرورة تحسين مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات، وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع أداءها المالي لتطمين حملة الأسهم والمستثمرين، بشكل ينعكس على استقرار السوق.

ضرورة التكتل والتعاون الاقتصادي والمالي بين الأقطار العربية، وتنمية وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية، والاستعداد والوقاية من حدوث الأزمات.

ضرورة دراسة واقع الاستثمار الأجنبي الغير مباشر من حيث التنظيم والتشريع، وتشجيع رؤوس الأموال الأجنبية ذات الصبغة الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل.

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

ضرورة تحويل أسواق الأوراق المالية العربية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

#### آفاق البحث

تناول هذا البحث، موضوع الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الأسواق المالية العربية، وذلك في ظل العولمة وانفتاح الأسواق العالمية، وتحرير المبادلات وحركة انتقال رؤوس الأموال، وإلغاء الحواجز والحدود والقيود أمام تداول الأسهم والسندات في معظم الأسواق المالية العالمية. ولم تبلغ الأزمة المالية مداها إلى الآن ولم تقتصر تداعياتها في إطار إفلاس البنوك والمؤسسات، بل امتدت لتشمل الائتمان السيادي لبعض الدول الأوروبية، وبالتالي يمكن دراسة تداعيات الأزمة المالية العالمية وعلاقتها بالأزمة الحالية التي تواجه الديون السيادية لليونان وبعض الدول الأوروبية كإيطاليا وإسبانيا والبرتغال.

الملاحق

## الملحق 1: نتائج اختبار ADF

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Y

ADF Test Statistic	-0.498423	1% Critical Value*	-2.5698
		5% Critical Value	-1.9401
		10% Critical Value	-1.6160
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(Y)			
Method: Least Squares			
Date: 10/24/11 Time: 09:41			
Sample(adjusted): 3 503			
Included observations: 501 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
Y(-1)	-0.000446	0.000895	-0.498423
D(Y(-1))	0.181303	0.043945	4.125700
R-squared	0.033288	Mean dependent var	-2.204890
Adjusted R-squared	0.031351	S.D. dependent var	176.4652
S.E. of regression	173.6770	Akaike info criterion	13.15626
Sum squared resid	15051688	Schwarz criterion	13.17309
Log likelihood	-3293.642	Durbin-Watson stat	2.011621

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Y

ADF Test Statistic	-0.966610	1% Critical Value*	-3.4457
		5% Critical Value	-2.8676
		10% Critical Value	-2.5700
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(Y)			
Method: Least Squares			
Date: 10/24/11 Time: 09:42			
Sample(adjusted): 3 503			
Included observations: 501 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
Y(-1)	-0.003184	0.003294	-0.966610
D(Y(-1))	0.182840	0.043992	4.156201
C	24.67558	28.56898	0.863719
R-squared	0.034734	Mean dependent var	-2.204890
Adjusted R-squared	0.030858	S.D. dependent var	176.4652
S.E. of regression	173.7212	Akaike info criterion	13.15875
Sum squared resid	15029174	Schwarz criterion	13.18400
Log likelihood	-3293.267	F-statistic	8.960014
Durbin-Watson stat	2.012385	Prob(F-statistic)	0.000150

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Y

ADF Test Statistic	-1.600053	1% Critical Value*	-3.9807
		5% Critical Value	-3.4207
		10% Critical Value	-3.1328
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(Y)			
Method: Least Squares			
Date: 10/24/11 Time: 09:41			
Sample(adjusted): 3 503			
Included observations: 501 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
Y(-1)	-0.007338	0.004586	-1.600053
D(Y(-1))	0.183561	0.043965	4.175159
C	83.82934	53.69006	1.561357
@TREND(1)	-0.097198	0.074715	-1.300925
R-squared	0.038010	Mean dependent var	-2.204890
Adjusted R-squared	0.032203	S.D. dependent var	176.4652
S.E. of regression	173.6006	Akaike info criterion	13.15934
Sum squared resid	14978170	Schwarz criterion	13.19301
Log likelihood	-3292.416	F-statistic	6.545784
Durbin-Watson stat	2.012453	Prob(F-statistic)	0.000239

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews

## الملحق 2: نتائج اختبار DF

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Y

ADF Test Statistic	-0.430073	1% Critical Value*	-2.5697	
		5% Critical Value	-1.9401	
		10% Critical Value	-1.6160	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(Y)				
Method: Least Squares				
Date: 10/24/11 Time: 09:41				
Sample(adjusted): 2 503				
Included observations: 502 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-0.000391	0.000909	-0.430073	0.6673
R-squared	0.000270	Mean dependent var	-1.759721	
Adjusted R-squared	0.000270	S.D. dependent var	176.5709	
S.E. of regression	176.5471	Akaike info criterion	13.18704	
Sum squared resid	15615615	Schwarz criterion	13.19545	
Log likelihood	-3308.948	Durbin-Watson stat	1.634217	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Y

ADF Test Statistic	-0.791617	1% Critical Value*	-3.4457	
		5% Critical Value	-2.8676	
		10% Critical Value	-2.5700	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(Y)				
Method: Least Squares				
Date: 10/24/11 Time: 09:40				
Sample(adjusted): 2 503				
Included observations: 502 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-0.002650	0.003347	-0.791617	0.4290
C	20.35090	29.02225	0.701217	0.4835
R-squared	0.001252	Mean dependent var	-1.759721	
Adjusted R-squared	-0.000746	S.D. dependent var	176.5709	
S.E. of regression	176.6368	Akaike info criterion	13.19004	
Sum squared resid	15600273	Schwarz criterion	13.20685	
Log likelihood	-3308.701	F-statistic	0.626657	
Durbin-Watson stat	1.632127	Prob(F-statistic)	0.428959	

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on Y

ADF Test Statistic	-1.512562	1% Critical Value*	-3.9806	
		5% Critical Value	-3.4207	
		10% Critical Value	-3.1327	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(Y)				
Method: Least Squares				
Date: 10/24/11 Time: 09:40				
Sample(adjusted): 2 503				
Included observations: 502 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-0.007027	0.004646	-1.512562	0.1310
C	82.65451	54.28875	1.522470	0.1285
@TREND(1)	-0.102498	0.075506	-1.357476	0.1752
R-squared	0.004926	Mean dependent var	-1.759721	
Adjusted R-squared	0.000938	S.D. dependent var	176.5709	
S.E. of regression	176.4881	Akaike info criterion	13.19034	
Sum squared resid	15542876	Schwarz criterion	13.21555	
Log likelihood	-3307.776	F-statistic	1.235227	
Durbin-Watson stat	1.630991	Prob(F-statistic)	0.291656	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews

### الملحق 3: نتائج اختبار phillips peron

Phillips-Perron Unit Root Test on Y

PP Test Statistic	-1.660234	1% Critical Value*	-3.6008	
		5% Critical Value	-2.4207	
		10% Critical Value	-3.1327	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Lag truncation for Bartlett kernel: 5 (Newey-West suggests: 5)				
Residual variance with no correction	30901.90			
Residual variance with correction	43095.24			
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(Y) Method: Least Squares Date: 10/24/11 Time: 09:55 Sample(adjusted): 2 503 Included observations: 502 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-0.007027	0.004646	-1.512562	0.1310
C	82.65451	54.28975	1.522470	0.1285
@TREND(1)	-0.102498	0.075506	-1.357476	0.1752
R-squared	0.004926	Mean dependent var	-1.759721	
Adjusted R-squared	0.000938	S.D. dependent var	176.5709	
S.E. of regression	176.4581	Akaike info criterion	13.19034	
Sum squared resid	15542570	Schwarz criterion	13.21555	
Log likelihood	-3307.778	F-statistic	1.235227	
Durbin-Watson stat	1.630991	Prob(F-statistic)	0.291858	

Phillips-Perron Unit Root Test on Y

PP Test Statistic	-0.947898	1% Critical Value*	-3.4457	
		5% Critical Value	-2.6378	
		10% Critical Value	-2.6700	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Lag truncation for Bartlett kernel: 5 (Newey-West suggests: 5)				
Residual variance with no correction	31076.24			
Residual variance with correction	43120.20			
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(Y) Method: Least Squares Date: 10/24/11 Time: 09:55 Sample(adjusted): 2 503 Included observations: 502 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-0.002650	0.003347	-0.791817	0.4290
C	20.35090	29.02225	0.701217	0.4835
R-squared	0.001252	Mean dependent var	-1.759721	
Adjusted R-squared	-0.000746	S.D. dependent var	176.5709	
S.E. of regression	176.6368	Akaike info criterion	13.19004	
Sum squared resid	15600273	Schwarz criterion	13.20585	
Log likelihood	-3308.701	F-statistic	0.626657	
Durbin-Watson stat	1.632127	Prob(F-statistic)	0.428959	

Phillips-Perron Unit Root Test on Y

PP Test Statistic	-0.439873	1% Critical Value*	-2.5897	
		5% Critical Value	-1.9401	
		10% Critical Value	-1.6160	
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.				
Lag truncation for Bartlett kernel: 5 (Newey-West suggests: 5)				
Residual variance with no correction	31108.80			
Residual variance with correction	42979.60			
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(Y) Method: Least Squares Date: 10/24/11 Time: 09:56 Sample(adjusted): 2 503 Included observations: 502 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	-0.000391	0.000909	-0.430073	0.6673
R-squared	0.000270	Mean dependent var	-1.759721	
Adjusted R-squared	0.000270	S.D. dependent var	176.5709	
S.E. of regression	176.5471	Akaike info criterion	13.18704	
Sum squared resid	15615815	Schwarz criterion	13.19545	
Log likelihood	-3308.948	Durbin-Watson stat	1.634217	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews

الملحق 4: نتائج اختبار KPSS

KPSS Unit Root Test on D(Y)

Null Hypothesis: D(Y) is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 24 (Fixed using Bartlett kernel)				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.202211		
Asymptotic critical values*:		1% level	0.216000	
		5% level	0.146000	
		10% level	0.119000	
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)		31103.86		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		46591.96		
KPSS Test Equation Dependent Variable: D(Y) Method: Least Squares Date: 10/30/11 Time: 06:10 Sample (adjusted): 2 503 Included observations: 502 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.062137	15.79797	0.258396	0.7962
@TREND(1)	-0.023228	0.054426	-0.426779	0.6697
R-squared	0.000364	Mean dependent var	-1.759721	
Adjusted R-squared	-0.001635	S.D. dependent var	176.5709	
S.E. of regression	176.7152	Akaike info criterion	13.19093	
Sum squared resid	156141.37	Schwarz criterion	13.20774	
Log likelihood	-3308.924	F-statistic	0.182140	
Durbin-Watson stat	1.635010	Prob(F-statistic)	0.669724	

KPSS Unit Root Test on D(Y)

Null Hypothesis: D(Y) is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 24 (Fixed using Bartlett kernel)				
				LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.213453		
Asymptotic critical values*:		1% level	0.739000	
		5% level	0.463000	
		10% level	0.347000	
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)				
Residual variance (no correction)		31115.19		
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		46818.15		
KPSS Test Equation Dependent Variable: D(Y) Method: Least Squares Date: 10/30/11 Time: 06:10 Sample (adjusted): 2 503 Included observations: 502 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.759721	7.880747	-0.223294	0.8234
R-squared	0.000000	Mean dependent var	-1.759721	
Adjusted R-squared	0.000000	S.D. dependent var	176.5709	
S.E. of regression	176.5709	Akaike info criterion	13.18731	
Sum squared resid	15618525	Schwarz criterion	13.19572	
Log likelihood	-3309.015	Durbin-Watson stat	1.634418	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews

الملحق 5: اختبار ADF لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DY

ADF Test Statistic	-13.58224	1% Critical Value*	-3.9807
		5% Critical Value	-3.4207
		10% Critical Value	-3.1328
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(DY)			
Method: Least Squares			
Date: 10/24/11 Time: 09:49			
Sample(adjusted): 4 503			
Included observations: 500 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
DY(-1)	-0.778386	0.057309	-13.58224
D(DY(-1))	-0.047107	0.044753	-1.062597
C	2.647585	15.67188	0.168939
@TRFND(1)	-0.016592	0.053893	-0.307868
R-squared	0.409960	Mean dependent var	0.130660
Adjusted R-squared	0.406398	S.D. dependent var	225.7075
S.E. of regression	173.8977	Akaike info criterion	13.16278
Sum squared resid	14999243	Schwarz criterion	13.19650
Log likelihood	-3286.695	F-statistic	114.8767
Durbin-Watson stat	1.998726	Prob(F-statistic)	0.000000

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DY

ADF Test Statistic	13.59114	1% Critical Value*	3.4457
		5% Critical Value	-2.8676
		10% Critical Value	2.5700
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(DY)			
Method: Least Squares			
Date: 10/24/11 Time: 09:49			
Sample(adjusted): 4 503			
Included observations: 500 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
DY(-1)	-0.778009	0.057244	-13.59114
D(DY(-1))	-0.047335	0.044706	-1.058802
C	-1.541167	7.770648	-0.198332
R-squared	0.409854	Mean dependent var	0.130660
Adjusted R-squared	0.407479	S.D. dependent var	225.7075
S.E. of regression	173.7393	Akaike info criterion	13.15897
Sum squared resid	15002109	Schwarz criterion	13.18426
Log likelihood	-3286.743	F-statistic	172.5819
Durbin-Watson stat	1.998637	Prob(F-statistic)	0.000000

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on DY

ADF Test Statistic	-13.60282	1% Critical Value*	-2.5698
		5% Critical Value	-1.9401
		10% Critical Value	-1.6160
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.			
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			
Dependent Variable: D(DY)			
Method: Least Squares			
Date: 10/24/11 Time: 09:48			
Sample(adjusted): 4 503			
Included observations: 500 after adjusting endpoints			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
DY(-1)	-0.777848	0.057183	-13.60282
D(DY(-1))	-0.047403	0.044661	-1.061381
R-squared	0.409807	Mean dependent var	0.130660
Adjusted R-squared	0.408622	S.D. dependent var	225.7075
S.E. of regression	173.5710	Akaike info criterion	13.15505
Sum squared resid	15003296	Schwarz criterion	13.17191
Log likelihood	-3286.762	Durbin-Watson stat	1.998663

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews

الملحق 6: 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 النوحة 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 والاسكندرية
<b>Composite Index</b>	<b>196.3</b>	<b>205.1</b>	<b>209.8</b>	<b>196.3</b>	<b>206.8</b>	<b>170.2</b>	<b>المؤشر المركب</b>

(Percentage Change in 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	1.7	-9.5	-3.8	1.7	18.4	-40.3	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	-0.2	-0.5	-3.6	-0.2	-2.2	-33.5	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	3.2	-5.2	-3.0	3.2	-1.0	-25.5	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	-3.7	2.1	-0.1	-3.7	13.3	-38.5	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	2.6	-5.4	-5.2	2.6	-3.4	-38.2	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	0.8	-4.4	3.0	0.8	-4.6	-15.6	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.3	-1.8	2.3	0.3	1.4	-11.7	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	3.0	4.4	-2.1	3.0	8.8	-14.0	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	-5.5	-14.8	0.5	-5.5	21.7	-54.2	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	-1.5	-2.6	-9.9	-1.5	5.4	-0.5	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	-3.3	1.1	1.9	-3.3	-2.8	-30.2	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	-0.4	0.1	-1.2	-0.4	17.7	-33.9	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	-4.3	0.4	-1.6	-4.3	16.1	-21.0	سوق النوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	1.9	-2.1	7.3	1.9	2.2	-27.8	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	-2.4	-11.2	-2.7	-2.4	19.9	-34.2	بورصتي القاهرة والاسكندرية
<b>Composite Index</b>	<b>-4.3</b>	<b>-2.2</b>	<b>1.4</b>	<b>-4.3</b>	<b>9.9</b>	<b>-35.5</b>	<b>المؤشر المركب</b>

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية

الملحق 7: المؤشرات المحلية لأسعار الأسهم المحلية

**Local Indices of Stocks  
(End of Period in Local Currency)**

Market	2009					2008	السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	2,743.6	2,668.2	3,023.1	2,743.6	3,124.2	2,390.0	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	2,533.5	2,583.5	2,615.9	2,533.5	2,688.2	2,758.4	بورصة عمان*
Bahrain Stock Exchange	1,458.2	1,438.3	1,525.8	1,458.2	1,554.5	1,804.1	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	6,121.8	6,355.8	6,268.6	6,121.8	6,322.0	4,803.0	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	7,005.3	6,933.0	7,347.0	7,005.3	7,817.0	7,782.0	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	10,522.6	10,208.5	10,775.8	10,522.6	10,765.4	10,984.3	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	..	..	..	..	..	..	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	4,291.7	4,107.4	4,060.5	4,291.7	4,063.8	1,971.3	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	1,803.6	1,940.4	2,197.5	1,803.6	2,191.0	1,636.3	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	2,363.4	2,363.7	2,396.5	2,363.4	2,652.6	2,720.7	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	493.0	502.1	500.2	493.0	498.9	441.7	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	6,368.8	6,357.2	6,354.9	6,368.8	6,572.3	5,441.1	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	6,959.2	7,193.4	7,135.1	6,959.2	7,414.3	6,886.1	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	139.6	137.1	140.0	139.6	129.4	102.4	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	1,403.2	1,419.2	1,734.1	1,403.2	1,809.0	1,573.1	بورصتي القاهرة والاسكندرية

**Percentage Change in Local Stock Indices**

Market	2009					2008	السوق
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	2.8	-11.7	-3.2	-12.2	18.7	-39.6	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	-1.9	-1.2	-2.7	-5.8	-1.7	-32.3	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	1.4	-5.7	-1.8	-6.2	-1.7	-26.7	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	-3.7	1.4	-0.8	-3.2	13.0	-35.6	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	1.0	-5.6	-6.0	-10.4	-3.3	-39.4	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	3.1	-5.3	0.1	-2.3	-7.1	-12.0	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	..	..	..	..	..	..	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	4.5	1.2	-0.1	5.6	10.5	-14.6	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	-7.0	-11.7	0.3	-17.7	22.8	-60.4	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	0.0	-1.4	-9.7	-10.9	4.8	-0.1	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	-1.8	0.4	0.3	-1.2	-4.9	-31.5	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	0.2	0.0	-3.3	-3.1	17.1	-35.9	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	-3.3	0.8	-3.8	-6.1	14.2	-26.1	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	1.8	-2.0	8.2	7.9	3.2	-31.5	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	-1.1	-18.2	-4.1	-22.4	16.1	-33.2	بورصتي القاهرة والاسكندرية

\* قامت سوق عمان المالي بتغيير المؤشر منذ منتصف عام 2008

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية

الملحق 8: القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم (مليون دولار)

Market	السوق						
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Exchange	80,201	78,527	88,201	80,201	90,538	68,810	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	31,889	32,510	32,858	31,889	34,090	35,844	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	16,263	15,718	16,665	16,263	16,978	19,947	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	318,751	329,763	324,879	318,751	328,101	246,337	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	93,824	97,803	103,010	93,824	117,557	70,181	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	74,186	76,776	76,141	74,186	67,325	65,748	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	91	91	92	91	90	92	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	9,237	9,178	9,015	9,237	8,641	6,304	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	58,095	61,177	66,462	58,095	66,468	63,099	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	3,033	2,802	3,033	3,033	3,449	3,804	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	2,377	2,397	2,391	2,377	2,364	2,124	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	23,616	23,581	23,706	23,616	24,053	15,139	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	87,930	89,993	90,101	87,930	92,281	76,627	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	12,843	12,554	12,597	12,843	11,644	9,609	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchange	91,092	88,805	100,215	91,092	102,750	85,923	بورصتي القاهرة والإسكندرية
Total	903,427	921,674	949,367	903,427	966,329	769,589	المجموع

Market	السوق						
	يونيو June	مايو May	أبريل April	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Exchange	76,873	77,922	73,226	76,873	70,210	133,923	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	34,337	36,757	32,939	34,337	32,709	57,031	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	17,196	17,635	17,352	17,196	17,350	30,471	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	286,475	301,511	282,157	286,475	235,766	473,247	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	122,343	118,305	55,664	122,343	77,890	119,562	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	68,927	65,891	62,892	68,927	60,553	90,591	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	90	91	90	90	86	102	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	7,527	7,081	6,813	7,527	6,326	6,614	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	60,998	63,229	58,237	60,998	57,563	137,166	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	2,940	2,991	3,128	2,940	3,509	3,772	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	2,412	2,362	2,390	2,412	2,382	3,118	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	21,991	21,712	19,948	21,991	18,756	29,140	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	74,232	77,879	66,338	74,232	57,930	135,722	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	11,313	9,268	8,610	11,313	8,476	16,231	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchange	82,890	83,843	77,733	82,890	69,960	152,817	بورصتي القاهرة والإسكندرية
Total	870,543	886,476	767,514	870,543	719,465	1,389,506	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية

الملحق 9: قيمة الأسهم المتداولة

Market	2009			2008		السوق
	العام 2009 Year 2009	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	العام 2008 Year 2008	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Exchange	18,766	4,506	4,614	63,114	5,252	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	13,641	2,652	2,486	28,677	3,156	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	473	132	100	2,088	513	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	337,041	65,124	63,916	523,129	86,953	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	103,772	11,188	19,192	133,650	22,524	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	16,226	11,664	1,100	14,077	4,836	بورصة القيم المقفولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	187.54	30.18	36.60	313.02	73.05	بورصة الجزائر (ألف)
Tunis Stock Exchange	1,360	425	347	1,689	679	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	47,239	13,103	10,616	83,096	10,241	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	1,006	261	257	543	77	سوق دارفور للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	500	85	80	1,235	136	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	5,905	1,366	1,650	8,686	862	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	25,317	5,409	5,502	48,220	9,911	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	1,038	259	303	1,710	239	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchanges	81,173	31,735	15,311	87,958	7,948	بورصتي القاهرة والاسكندرية
<b>Total</b>	<b>653,458</b>	<b>147,911</b>	<b>125,474</b>	<b>997,874</b>	<b>153,327</b>	<b>المجموع</b>

Market	2009			2008		السوق	
	يونيو June	مايو May	أبريل April	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1		الربع الثاني Q2
Abu Dhabi Securities Exchange	3,066	2,004	1,796	6,866	2,780	24,014	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	1,358	1,566	1,702	4,622	3,881	10,776	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	88	46	38	172	69	540	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	39,807	51,828	35,111	126,757	81,244	155,102	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	12,816	10,455	10,084	33,638	39,686	40,308	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	636	365	407	1,426	2,037	2,722	بورصة القيم المقفولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	17.56	12.09	26.67	55.99	73.00	81.38	بورصة الجزائر (ألف)
Tunis Stock Exchange	146	102	138	391	196	434	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	8,168	4,049	3,789	16,005	7,515	21,281	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	61	48	120	227	261	172	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	70	29	47	145	189	590	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	807	636	574	2,017	872	3,630	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	3,401	4,185	2,183	9,770	4,635	18,318	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	175	71	42	288	188	519	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchanges	10,777	6,332	6,012	23,194	10,932	28,884	بورصتي القاهرة والاسكندرية
<b>Total</b>	<b>81,376</b>	<b>81,713</b>	<b>62,041</b>	<b>225,516</b>	<b>154,486</b>	<b>307,290</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية

الملحق 10: عدد الشركات المدرجة

	ديسمبر	نوفمبر	أكتوبر	الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الرابع	
	Dec	Nov	Oct	Q4	Q3	Q4	
Abu Dhabi Securities Exchange	67	67	67	67	66	65	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	272	272	271	272	272	262	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	49	49	49	49	49	51	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	135	134	134	135	135	126	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	205	204	204	205	204	204	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	73	71	70	73	76	77	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	52	52	52	52	51	50	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	67	66	66	67	66	65	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	53	53	53	53	52	52	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	39	39	39	39	38	37	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	120	122	122	120	122	122	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	44	44	44	44	43	43	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	11	11	12	11	12	13	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchange	306	312	319	306	321	373	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	1495	1498	1504	1495	1509	1542	المجموع

Market	2009			2008			السوق
	يونيو	مايو	أبريل	الربع الثاني	الربع الأول	الربع الثاني	
	June	May	April	Q2	Q1	Q2	
Abu Dhabi Securities Exchange	66	66	66	66	66	65	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	272	272	270	272	268	253	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	49	49	49	49	49	52	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	128	127	127	128	127	122	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	203	203	204	203	204	200	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	76	76	77	76	77	76	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	51	50	50	51	50	51	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	66	66	66	66	65	60	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	52	52	52	52	52	52	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	37	37	37	37	37	37	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	122	122	122	122	122	134	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	42	43	43	42	43	43	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	13	13	13	13	13	15	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchange	333	340	342	333	354	377	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	1512	1518	1520	1512	1529	1539	المجموع

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية

الملحق 11: أسعار صرف العملات المحلية

**Exchange Rates per S.U.S.**

Currencies	2009						2008	العملات
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4		
UAE Dirham	3.6729	3.6739	3.6730	3.6729	3.6730	3.6731	الدرهم الإماراتي	
Jordanian Dinar	0.7078	0.7083	0.7083	0.7078	0.7085	0.7088	الدينار الأردني	
Bahraini Dinar	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	الدينار البحريني	
Saudi Riyal	3.7506	3.7520	3.7501	3.7506	3.7503	3.7531	الريال السعودي	
Kuwaiti Dinar	0.2871	0.2849	0.2860	0.2871	0.2865	0.2761	الدينار الكويتي	
Moroccan Dirham	7.9035	7.6055	7.7226	7.9035	7.7495	8.0877	الدرهم المغربي	
Algerian Dinar	71.914	72.131	72.492	71.914	72.483	70.5220	الدينار الجزائري	
Tunisian Dinar	1.3237	1.2797	1.2972	1.3237	1.2972	1.3168	الدينار التونسي	
Sudanese Dinar	2.30	2.30	2.30	2.30	2.30	2.18	الدينار السوداني	
Omani Riyal	0.3850	0.3850	0.3850	0.3850	0.3850	0.3850	الريال العماني	
Qatari Riyal	3.6402	3.6413	3.6414	3.6402	3.6410	3.6415	الريال القطري	
Lebanese Pound	1,502.5	1,502.5	1,502.0	1,502.5	1,501.5	1,501.3	الليرة اللبنانية	
Egyptian Pound	5.4847	5.4770	5.4792	5.4847	5.4958	5.5135	الجنيه المصري	

**Percentage change in Exchange Rates**

Currencies	2009						2008	العملات
	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	أكتوبر Oct	الربع الرابع Q4	الربع الثالث Q3	الربع الرابع Q4		
UAE Dirham	0.027	-0.025	0.000	0.003	0.000	0.003	الدرهم الإماراتي	
Jordanian Dinar	0.071	0.000	0.028	0.099	0.028	-0.056	الدينار الأردني	
Bahraini Dinar	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	الدينار البحريني	
Saudi Riyal	0.037	-0.051	0.005	-0.008	-0.003	0.120	الريال السعودي	
Kuwaiti Dinar	-0.772	0.385	0.175	-0.209	0.382	-3.408	الدينار الكويتي	
Moroccan Dirham	-3.918	1.516	0.347	-1.987	3.568	-1.022	الدرهم المغربي	
Algerian Dinar	0.302	0.497	-0.012	0.785	0.579	-15.317	الدينار الجزائري	
Tunisian Dinar	-3.438	1.349	0.000	-2.043	3.575	-4.054	الدينار التونسي	
Sudanese Dinar	0.000	0.000	0.000	0.000	3.546	-1.899	الدينار السوداني	
Omani Riyal	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	الريال العماني	
Qatari Riyal	0.030	0.003	-0.011	0.022	-0.033	0.000	الريال القطري	
Lebanese Pound	0.003	-0.033	-0.033	-0.063	0.116	-0.017	الليرة اللبنانية	
Egyptian Pound	-0.141	0.040	0.302	0.202	1.747	-1.171	الجنيه المصري	

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية

الملحق 12: إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها و تعاملات غير القطريين في سوق الدوحة للأوراق المالية للفترة قبل و بعد الأزمة المالية

الفترة	القطاع	قبل الأزمة		الفترة	بعد الأزمة	
		إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها	تعاملات غير القطريين		إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها	تعاملات غير القطريين
سبتمبر 2007	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			سبتمبر 2008	547502,0023	2521932,167
	قطاع التأمين				10057,24002	110160,6
	قطاع الصناعة				72258,78589	822132,524
	قطاع الخدمات				238484,1274	2595900,878
أكتوبر 2007	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أكتوبر 2008	868302,1556	6050126,169
	قطاع التأمين				519719,5317	2521932,167
	قطاع الصناعة				9422,13156	110160,6
	قطاع الخدمات				68824,77551	822132,524
نوفمبر 2007	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			نوفمبر 2008	233543,2058	2595900,878
	قطاع التأمين				831509,6445	6050126,169
	قطاع الصناعة				509942,0846	2521932,167
	قطاع الخدمات				9235,78554	110160,6
ديسمبر 2007	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ديسمبر 2008	65604,47883	822132,524
	قطاع التأمين				231420,5554	2595900,878
	قطاع الصناعة				816202,9044	6050126,169
	قطاع الخدمات				500033,5604	2521932,167
جانفي 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جانفي 2009	9094,77774	110160,6
	قطاع التأمين				62779,71438	822132,524
	قطاع الصناعة				226459,2963	2595900,878
	قطاع الخدمات				798367,3488	6050126,169
فيفري 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			فيفري 2009	490125,0362	2521932,167
	قطاع التأمين				8953,76994	110160,6
	قطاع الصناعة				59954,94993	822132,524
	قطاع الخدمات				221498,0372	2595900,878
مارس 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			مارس 2009	780531,7932	6050126,169
	قطاع التأمين				480615,7347	2602312,14
	قطاع الصناعة				10315,73496	142013,85
	قطاع الخدمات				58704,46692	822132,524
أفريل 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أفريل 2009	221290,6434	2595900,878
	قطاع التأمين				770926,58	6162359,392
	قطاع الصناعة				481474,7794	2620151,501
	قطاع الخدمات				10293,68253	142013,85
ماي 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ماي 2009	60532,85954	822132,524
	قطاع التأمين				221929,4648	2618688,802
	قطاع الصناعة				774230,7863	6202986,677
	قطاع الخدمات				481156,3418	2632934,497
يون 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			يون 2009	11600,87769	147128,85
	قطاع التأمين				64254,57968	832584,505
	قطاع الصناعة				228793,1648	2618688,802
	قطاع الخدمات				785804,9639	6231336,654
جويلية 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جويلية 2009	478613,4994	2632934,497
	قطاع التأمين				12487,63544	147128,85
	قطاع الصناعة				67692,02421	832584,505
	قطاع الخدمات				233311,3748	2618688,802
أغسطس 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أغسطس 2009	792104,5338	6231336,654
	قطاع التأمين				464029,0742	2632934,497
	قطاع الصناعة				12688,8515	147128,85
	قطاع الخدمات				68228,2648	832584,505
سبتمبر 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			سبتمبر 2009	234079,9462	2616188,802
	قطاع التأمين				779026,1367	6228836,654
	قطاع الصناعة				361288,7563	2272934,497
	قطاع الخدمات				12817,50543	147128,85
أكتوبر 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أكتوبر 2009	68582,51399	876911,283
	قطاع التأمين				251056,8666	3461588,802
	قطاع الصناعة				693745,6423	6758563,432
	قطاع الخدمات				354749,5577	2272934,497
نوفمبر 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			نوفمبر 2009	10637,77257	147128,85
	قطاع التأمين				66402,78113	897224,9255
	قطاع الصناعة				248877,1338	3481902,445
	قطاع الخدمات				680667,2451	6799190,717
ديسمبر 2008	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ديسمبر 2009		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
جانفي 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جانفي 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
فيفري 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			فيفري 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
مارس 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			مارس 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أفريل 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أفريل 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
ماي 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ماي 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
يون 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			يون 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
جويلية 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جويلية 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أغسطس 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أغسطس 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
سبتمبر 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			سبتمبر 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أكتوبر 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أكتوبر 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
نوفمبر 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			نوفمبر 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
ديسمبر 2009	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ديسمبر 2010		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
جانفي 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جانفي 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
فيفري 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			فيفري 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
مارس 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			مارس 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أفريل 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أفريل 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
ماي 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ماي 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
يون 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			يون 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
جويلية 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جويلية 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أغسطس 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أغسطس 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
سبتمبر 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			سبتمبر 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أكتوبر 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أكتوبر 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
نوفمبر 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			نوفمبر 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
ديسمبر 2010	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ديسمبر 2011		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
جانفي 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جانفي 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
فيفري 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			فيفري 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
مارس 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			مارس 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أفريل 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أفريل 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
ماي 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ماي 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
يون 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			يون 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
جويلية 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جويلية 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أغسطس 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أغسطس 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
سبتمبر 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			سبتمبر 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أكتوبر 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أكتوبر 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
نوفمبر 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			نوفمبر 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
ديسمبر 2011	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ديسمبر 2012		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
جانفي 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جانفي 2013		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
فيفري 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			فيفري 2013		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
مارس 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			مارس 2013		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أفريل 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أفريل 2013		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
ماي 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			ماي 2013		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
يون 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			يون 2013		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
جويلية 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			جويلية 2013		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أغسطس 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			أغسطس 2013		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
سبتمبر 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية			سبتمبر 2013		
	قطاع التأمين					
	قطاع الصناعة					
	قطاع الخدمات					
أكتوبر 2012	قطاع البنوك و المؤسسات المالية					

## الملحق 13: الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية منذ الافتتاح و حتى نهاية 2008

نسبة الأسهم المتاحة للجمهور % of shares offered to public	رسملة الشركة يوم الإدراج (رق) Co. Market Cap. on the listing date in QR	سعر الإغلاق (رق) Closing price (QR)	عدد الأسهم المكتتب بها No. of subscribed shares	وضع الشركة قبل الإدراج Company's status before listing	تاريخ الإدراج Listing date	الشركة Company	الرمز Symbol	
NA	422,161,500	75.00	5,628,820	Fully operated قائمة	1997/08/27	Medicare Group (Ahli Hospital Co.)*	المجموعة للرعاية الطبية* (السنترال الأهلي سابقا)	MOGS 1
NA	11,325,000,000	113.25	100,000,000	Fully operated قائمة	1998/05/03	Qatar Electricity & Water Co.*	شركة الكهرباء والماء*	QEWS 2
45.00%	6,600,000,000	66.00	100,000,000	Privatized company شركة مخصصة	1999/01/03	Qatar Telecom (Q-Tel)	كيوتل	QTEL 3
NA	32,200,000	16.10	2,000,000	Operating - transformed from a closed shareholding co. to a public co. قائمة - تحولت من مساهمة خاصة إلى عامة	1999/12/12	Qatar Islamic Insurance Co.	الإسلامية للتأمين	QISI 4
61.50%	18,000,000	0.90	20,000,000	Fully operated قائمة	2000/06/13	Salam International**	السلام**	SIIS 5
55.00%	203,584,000	16.00	12,724,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2001/12/05	Doha Insurance Co.	الدوحة للتأمين	DOHI 6
55.00%	55,000,000	10.00	5,500,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2002/03/25	Qatar German Co. for Medical Devices	الألمانية الطبية	QCMD 7
80.00%	1,086,000,000	36.20	30,000,000	Privatized company شركة مخصصة	2002/12/15	Qatar Fuel Co.	وقود	QFLS 8
55.00%	268,800,000	67.20	4,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2003/08/08	Qatar Technical Inspection Co.	الفحص الفني	QDIS 9
55.00%	1,435,000,000	28.70	50,000,000	Fully operated قائمة	2003/08/22	United Development Co.	المتحدة	UDCD 10
30.00%	32,300,000,000	64.80	500,000,000	Privatized company شركة مخصصة	2003/08/03	Industries Qatar (IQ)	الصناعات	IQCD 11
80.00%	771,000,000	51.40	15,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2003/09/11	National Leasing Co.	الإجارة	NLCS 12
70.00%	570,000,000	19.00	30,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2004/01/21	Qatar Meat & Livestock Co. 50%	الواشي 50%	QMLS 13
63.00%	303,600,000	25.30	12,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2004/03/22	Gulf Warehousing Co.	المخازن	GWCS 14
50.00%	39,704,000,000	70.90	560,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2005/04/07	Qatar Gas Transportation Co.	نقل الغاز	QGTS 15
73.00%	2,262,000,000	113.10	20,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2005/09/04	Diala Holding	دلالة	DBIS 16
55.00%	7,720,000,000	38.80	200,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2006/02/09	Banwa Real Estate Company	بروة	BRES 17
55.00%	13,575,000,000	18.10	750,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2006/06/19	Masraf Al Rayan 50%	مصرف الريان 50%	MARK 18
NA	580,688,896	15.90	35,263,440	Operating - transformed from a closed shareholding co. to a public co. قائمة - تحولت من مساهمة خاصة إلى عامة	2006/07/13	First Finance	الأولى للتمويل	FFCK 19
79.00%	2,960,000,000	37.00	80,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2006/08/21	Gulf Holding Co.	الخليج القابضة	GHCD 20
16.67%	8,856,000,000	12.30	720,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2007/08/01	Al Khalij Commercial Bank 50%	بنك الخليج التجاري 50%	KCBK 21
NA	572,400,000	47.70	12,000,000	Operating - transformed from a closed shareholding co. to a public co. قائمة - تحولت من مساهمة خاصة إلى عامة	2007/08/08	Marnai Corporation	مجمع شركات المئابي	MOCS 22
NA	4,786,500,000	13.90	345,000,000	Operating - transformed from a closed shareholding co. to a public co. قائمة - تحولت من مساهمة خاصة إلى عامة	2007/12/05	Aamal	أعمال	AHCS 23
80.00%	822,000,000	27.40	30,000,000,000	Newly incorporated حديثة التأسيس	2007/12/12	Qatar & Oman Investment Co.	شركة قطر وعمان للاستثمار	QOCS 24
NA	5,619,870,000	12.30	456,900,000	Operating - transformed from a closed shareholding co. to a public co. قائمة - تحولت من مساهمة خاصة إلى عامة	2008/02/18	Ezdan Real Estate Company	شركة إزمان العقارية	ERES 25
NA	48,000,000	12.00	4,000,000	Operating - transformed from a closed shareholding co. to a public co. قائمة - تحولت من مساهمة خاصة إلى عامة	2008/03/03	Islamic Financial Securities Company 50%	الشركة الإسلامية للأوراق المالية 50%	IFSS 26
69.90%	4,890,225,841	39.80	122,889,996	Privatized company شركة مخصصة	2008/05/26	Gulf International Services	الخليج الدولية للخدمات	GISS 27

The companies' prices before the split of par value which took place in early 1999.

Salam's Market Cap. was calculated in US Dollars in the beginning. In mid 2002, it changed its trading currency to Qatari Riyals.

A - Not available

\* الأسماء المذكورة للشركتين تمثل سعر إدراجهما قبل قرار تجزئة القيمة الاسمية للأسهم والذي بدأ سريانه مع بدايات 1999.

\*\* كان سعر تداول السلام بالدولار الأمريكي. في بداية إدراجها تم تحويل عملة التداول إلى الريال القطري. في منتصف عام 2002.

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية

# قائمة المراجع

## الكتب

1. إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009.
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان 2004.
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريش، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2006.
4. أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
5. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
6. رمزي محمود، الأزمة المالية والفساد العالمي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2009.
7. زكرياء سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن 2009.
8. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدائها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
9. شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان 2008.
10. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة 2003.
11. ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدائها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
12. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
13. عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.
14. عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006.
15. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009.
16. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية 2004.
17. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
18. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
19. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
20. فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
21. محمد راتب النابلسي، الأزمة المالية العالمية دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الرأسمالية من بين أنقاض الرأسمالية، دار الفكر، دمشق ط 2، 2009.
22. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 5، عمان 2006.

23. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
24. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2000.
25. مصطفى العبد الله الكفري، عملة الاقتصاد والتحول لاقتصاد السوق في الدول العربية، منشورات إتحاد الكتاب العرب، دمشق 2008.
26. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.

### الملتقيات والندوات والمؤتمرات

27. ابراهيم رسول هاني، كريم سالم حسن، الأزمة المالية العالمية أسبابها وسبل معالجتها من منظور إسلامي، المؤتمر الدولي حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، 15 و 16 ديسمبر 2010.
28. أسماء دردور، نسرین بن زواي، الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية، الملتقى العلمي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف 20 و 21 أكتوبر 2009.
29. بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر يومي 5-6 ماي 2009.
30. بلعوز بن علي، مداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للازمة المالية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية وشرعية، المؤتمر الدولي حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الادارية بالكويت، 15 و 16 ديسمبر 2010.
31. بن منصور عبد الله، بخشي غوتي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كاختيار استراتيجي للتكيف مع مستجدات العولمة، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، 17 و 18 أفريل 2006.
32. حسين السيد حسن محمد القاضي، نحو مفهوم منهجي لأسباب الأزمة المالية العالمية وعلاجها، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة 1 و 2 أفريل 2009، ص 16.
33. حسين بورغدة، الأزمة المالية العالمية الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، الملتقى العلمي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف 20 و 20 أكتوبر 2009.
34. حسين عبد المطلب الأسرج، الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف 20 و 21 أكتوبر 2009.
35. خالد عبد الوهاب البنداري الباجوري، تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن 1 و 2 ديسمبر 2010.
36. زايدي عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر يومي 5-6 ماي 2009.

37. زكرياء بله باسي، الأزمة المالية العالمية الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر الجنان حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، طرابلس لبنان، 2009.
38. شوقي جباري، دور الهندسة المالية في تأجيج شرارة الأزمة الراهنة، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة الاقتصادية المعاصرة أسبابها وتداعياتها، وعلاجها، جامعة جرش، الأردن، ديسمبر 2010.
39. صفوت عبد السلام عوض الله، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية الحالية، جامعة المنصورة، مصر، 1 و2 أبريل 2009.
40. عبد الفتاح العموص، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصادات العالمية، المؤتمر العلمي حول الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان 19 و20 ديسمبر 2009.
41. علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها أسبابها وتداعياتها وسبل العلاج، المؤتمر العلمي الدولي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات-الفرص-الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان للفترة 10-11 نوفمبر 2009.
42. عوض بن عوض يسلم، مدى تأثير المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية، الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر 23 و24 فيفري 2011.
43. كمال بن موسى، عبد الرحمان بن مساعد، الأزمة المالية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر 23 و24 فيفري 2011.
44. كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن يومي 10-11 نوفمبر 2009.
45. محمد أبو حمور، جدور الأزمة المالية والاقتصادية وتجلياتها، المؤتمر الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن 1 و2 ديسمبر 2010.
46. محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، الندوة العلمية الدولية حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، جامعة فرحات عباس، سطيف 8-9 ماي 2004.
47. مصطفى حسني مصطفى، الأزمة المالية العالمية أسبابها وآثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر، الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، أبريل 2009.
48. مصطفى كامل خليل الحجازي، المشتقات المالية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، 1 و2 أبريل 2009.
49. ناصر مرد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، سطيف، أكتوبر 2009.
50. نصر أبو الفتوح فريد، رهون العقارية والأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية جامعة المنصورة، مصر 1 و2 أبريل 2009.
51. هناء الحنيطي، ملك خصاونة، دور الجهاز المصرفي في ظل الأزمة الاقتصادية، المؤتمر العلمي حول الأزمة تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن 3 و5 نوفمبر 2009.

52. وليد أحمد صافي، الأزمة المالية العالمية 2008 طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر يومي 5 و6 ماي 2009.
53. يوسفات علي، التوريق والأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، خميس مليانة.

### مذكرات وأطروحات

54. إبراهيم بختي، دور الانترنت وتطبيقاته في مجال التسويق، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2002.
55. بن دعاس زهير، تحديات ربط الأسواق العربية لرأس المال في ظل العولمة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
56. الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، المدرجة العليا للتجارة، الجزائر، 2005-2006.
57. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2005-2006.
58. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2004.
59. محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة، غير منشورة، جامعة الجزائر 1999.
60. مداني بن بلغيث، أهمية إصلاح النظام المحاسبي للمؤسسات في ظل أعمال التوحيد الدولية بالتطبيق على حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2004.
61. نسيم أوكيل، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من أثارها مع دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر 2007-2008.

### المجلات والدوريات

62. إبراهيم أبو بكر المدني، الأسواق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، مجلة دولية متخصصة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 17.
63. أحمد التميمي، معايير التصنيف الائتماني في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة المستثمرين، على الرابط الإلكتروني: <http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=1434>
64. أسامة غيث، الاقتصاد العالمي من الركود الكبير إلى الكساد العظيم، جريدة الأهرام المصرية، العدد 44665، 21 مارس 2009، من الموقع الإلكتروني: <http://www.ahram.org.eg/Archive/2009/3/21/ECON2.HTM>

65. ايهان كوزى، إسوار براساد، كنيث روجوف، وشانج جن وي، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي مارس 2007.
66. حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد رقم 6، فيفري 2004.
67. قاسم حجاج، التنشئة السياسية في الجزائر في ظل العولمة بعض أعراض الأزمة ومستلزمات الانفراج، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2003/02.
68. قدي عبد المجيد، مقدم عبيرات، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد العربي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2002/01.
69. مارتن فيلدشتاين، خطة الصين الخمسية وأسعار الفائدة العالمية، صحيفة الاقتصادية الالكترونية، العدد 6391، 11 أبريل 2011.
70. محمد طلبة، إجراءات جديدة لحماية صغار المستثمرين في البورصة، صحيفة الشرق الاقتصادي، العدد 8147، 6 أكتوبر 2010.
71. مفتاح صالح، معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 2010-2009/07.

### التقارير

72. التقرير السنوي، بورصة قطر، 2009.
73. التقرير السنوي، سوق الدوحة للأوراق المالية 2008.
74. صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 56-2008.
75. صندوق النقد العربي النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العدد 60-2009.
76. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2007، الفصل السابع.
77. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2008، الفصل السابع.

### المواقع الالكترونية

78. إسماعيل الطوخي، التنبؤ المبكر بالآزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة، من الموقع الالكتروني: [www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/104.doc](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Manage/104.doc)
79. الجزيرة نت: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83F0-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.htm>
80. موقع بورصة قطر: [www.qatarexchange.qa](http://www.qatarexchange.qa)
81. ويكيبيديا الموسوعة الحرة: <http://en.wikipedia.org>

82. القانون رقم 14 لسنة 1995، والخاص باللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية.
83. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والتعلق بالقيم المنقولة بالجزائر.

ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية

84. **Abdelfettah Bouri**, Gestion financiere, reliur d'art, Tunisia, 2007.
85. **Andrew harrison, Ertugrul dalkiran, Ena elsey**, Business International et mondialisation: vers ene nouvelle Europe, de boeck, bruxelles2004.
86. **Antoine Brunet, Jean-Paul Guichard**, la visée hégémonique de la chine: L'impérialisme économique, L'harmattan, paris 2011.
87. **Benfreha nor-eddine**, les multinationales et le mondialisation enjeux et perspectives pour l'algérie, édition dahlab, alger 1999.
88. **Benoît Mandelbrot, Richard L. Hudson**, Une approche fractale des marchés : risquer, perdre et gagner, Odile Jacob, paris 2009.
89. **Bernard jouve et Yann roche**, des flux et des territoires: vers un monde sans états, Presses de L'université du Québec canada 2006.
90. **Bertand Blancheton**, histoire de la mondialisation, de boeck, bruxelles 2008.
91. **Bruno Colmant, Vincent Delfosse, Louis Esch**, les obligations: concepts financiers et comptables essentiels, édition de Boeck, Bruxelles 2004.
92. **Claude Broquet, Robert Cobbaut, Roland Gillet**, Gestion de portefeuille, edition de boeck, 4<sup>ème</sup> édition, Bruxelles 2004.
93. **Cristina Peicuti**, Credit, Destabilisation et crises, édition L'harmattan, paris 2010.
94. **David Swensen**, Gestion de portefeuilles institutionnels, Maxima, Paris 2009.
95. **Dominick Salvatore**, Economie Internationale, De Boeck. Bruxelles 2008.

96. **Dov Ogién**, Pratique des marche financier, 2éme édition, Dunod, Paris 2007.
97. **Eddy lee**: La crise financière asiatique: les enjeux d'une politique sociale, Bureau international du Travail, Genève 2000.
98. **Elsa Poupardin**, Communiquer dans un monde en crise, L'harmattan, 2005.
99. **Florence Samson**, l'ombre de 1929 plane en cette année 2009, édition l'harmattan, paris 2009.
100. fonds monétaire international, financement et développement, volume 46, numéro 2, juin 2009.
101. Fonds monétaire international, finances et développement, volume 45, numéro 2 , juin 2008.
102. Fonds monétaire international, finances et développement, volume 45, numéro 4, décembre 2008.
103. **Frederic Mishkin**, Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson Education France, 9eédition, Paris 2010.
104. **Gérard-Marie Henry**, les marchés financiers, armand colin, paris 1999.
105. **Gibert Boutté**, nicolas sarkozy face à la crise, édition l'harmattan, paris 2010.
106. **H bourachot, G renouard, J L rettel**, 100 Fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Bréal paris 2006.
107. **Jack Forget**, analyse financière, edition d'organisation, paris 2005.
108. **Jacques Audinet**, Le viiage de la mondialisation : du multiculturalisme au métissage, les édition de l'atelier, paris 2007.
109. **Jean kogej**, Les multations de l'economie mondiale, edition bréal ,france 2008.
110. **Jean-laurent Viviani**, gestion de portefeuille, DUNOD, paris, 1997.
111. **Jean-Luc Vallens**, crise du crédit et entreprises, éditions Lamy, paris2010.

112. **Jean-Pierre Petit**, la bourse: rupture et renouveau, Odile Jacob paris 2003.
113. **Joseph Antoine**, Marie-claire Capiou-Huart, Henri Carpentier, titres et Bourse: Marchés, transactions, placements, De Boeck, Bruxelles 1998.
114. **Julien Baddour, Alain Nurbel**, éléments de macroéconomie keynésienne, éditions publibook, paris 2009.
115. **Kham Vorapheth**, forces et fragilités de la chine: les incertitudes du grand dragon, édition l'harmattan, paris 2009.
116. **Lionel Monnier, Bernard Thiry**, mutations structurelles et intérêt général, de boeck, paris 2007.
117. **Luc Bosson, Corinne Evarard, Christian Jacques**, L'Asie du Sud-Est: des nouveaux pays industrialisés, de boeck, bruxelles 1998.
118. **Max Moreau, l'embauchoir**, 125 réponses pour le plein-emploi, L'harmattan, paris 2011.
119. **Michel Aglietta, Sandra Rigot**, crise et rénovation de la finance, édition Odel Jacob, paris 2009.
120. **Narjess Boubakri, Yoser gadhoum, imed chkir, maher kooli**, le principes de la finance d'entreprise, gaétan morin éditeur, canada 2005.
121. **Nicolas Véron**, le grand dérèglement: chroniques du capitalisme financier, éditions lignes de repères, paris 2009.
122. **Nkere Ntanda Nkingi**, la crise financière internationale de 2008 et ses conséquences, édition l'harmattan, paris 2009.
123. **Oliver Picon**, la bourse, édition Dalloz, 14<sup>ème</sup> édition, paris 2000.
124. **Paul Krugman, Maurice Obstfeld, Achille Hannequart**, économie internationale, de boeck, bruxelles 2003.
125. **Pierre lagayette**, les Etats-Unis contemporaines, Bréal 2002.
126. **Pierre ramage**, le marche financier, édition d'organisation, paris 2002.
127. **Régis Bourbonnais**, Econométrie, 5<sup>ème</sup> edition, Dunod, Paris, 2004.

128. **Richard Brealey**, Stewart Myers, Franklin Allen, principes de gestion financière, Pearson, paris, 2006.
129. **Salah mouhoubi**, La face cachée de la crise financière mondiale, L'harmattan, paris 2009.
130. **Serge d'agostino, Marc montoussé, Alain chaffel, Jean-Marc huart**, 100 fiches pour comprendre la mondialisation, Bréal, paris 2006.
131. **Sylvain Allemend, Jean- Claude Ruano-borbalan**, La mondialisation, la cavalier bleu, 3eme éditions, paris 2008.
132. Tendances des migrations internationales, édition de L'OCDE, paris 2009.
133. **United nations**, Rapport sur le commerce et le developpement, 2005.
134. **Valentin Bauwens, jean-François Walhin**, La titrisation du risque d'assurance, Edition Larcier, Bruxelles 2008.
135. **Vincent Baudrand, Gérard-Marie Henry**, comprendre la mondialisation, studyrama perspectives. France 2006.

# فهرس المحتويات

## المحتويات

II	الإهداء.....
III	الشكر.....
IV	الملخص.....
V	فهرس المحتويات، الجداول و الأشكال البيانية.....
01	المقدمة العامة.....
10	الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية.....
12	المبحث الأول: موقع سوق الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية.....
12	المطلب الأول: الأسواق المالية- مفاهيم أساسية.....
12	1- مفهوم السوق المالية.....
13	2- الشروط الملائمة لتكوين الأسواق المالية.....
14	3- عوامل نجاح السوق المالي.....
15	4- أنواع الأسواق المالية.....
16	4-1- الأسواق النقدية.....
17	4-2- أسواق رأس المال.....
18	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية مفهومها، أنواعها و وظائفها.....
18	1- مفهوم سوق الأوراق المالية.....
19	2- مكونات سوق الأوراق المالية.....
19	2-1- السوق الأولية.....
21	2-2- السوق الثانوية.....
22	3- خصائص أسواق الأوراق المالية.....
23	4- وظائف أسواق الأوراق المالية.....
24	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
24	1- الأسهم.....
27	2- السندات.....
28	3- المشتقات المالية.....
29	3-1- مفهوم المشتقات المالية.....
29	3-2- أنواع المشتقات المالية.....

31	.....	المطلب الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
31	.....	1- تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية
32	.....	2- استخدامات المؤشر في سوق الأوراق المالية
32	.....	3- كيفية بناء المؤشرات
34	.....	4- بعض مؤشرات البورصات العالمية
35	.....	المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية و سيولته
35	.....	المطلب الأول: أنظمة المعلومات و أهميتها
36	.....	1- مفهوم نظام المعلومات
37	.....	2- وظائف نظام المعلومات
38	.....	3- أنواع نظم المعلومات
39	.....	المطلب الثاني: مفهوم و متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية
39	.....	1- مفهوم كفاءة السوق
41	.....	2- الدور المباشر وغير المباشر للسوق المالي الكفاء
41	.....	1-2- الدور المباشر للسوق المالي الكفاء
41	.....	2-2- الدور غير المباشر للسوق المالي الكفاء
42	.....	3- متطلبات كفاءة السوق
43	.....	4- المعلومات وأهميتها في سوق الأوراق المالية
44	.....	المطلب الثالث: المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية
45	.....	1- المستوى الضعيف لكفاءة السوق
45	.....	2- المستوى شبه القوي لكفاءة السوق
46	.....	3- المستوى القوي لكفاءة السوق
48	.....	المطلب الرابع: سيولة سوق الأوراق المالية
48	.....	1- مفهوم السيولة وخصائصها
49	.....	2- أساليب توفير السيولة للورقة المالية
50	.....	3- طبيعة العلاقة بين السيولة وكفاءة السوق
51	.....	4- اتجاهات رفع الكفاءة وتحسين السيولة
52	.....	الفصل الثاني: العولمة و أثرها على أسواق الأوراق المالية
54	.....	المبحث الأول: عولمة أسواق الأوراق المالية و انعكاساتها
54	.....	المطلب الأول: العولمة نظرة شاملة

54	1- تعريف العولمة.....
56	2- التطور التاريخي للعولمة.....
58	3- التجليات المختلفة لظاهرة العولمة.....
59	المطلب الثاني: العولمة المالية.....
62	المطلب الثالث: التحرير المالي و عوامل اندماج أسواق الأوراق المالية.....
63	المطلب الرابع: مؤشر العولمة و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية.....
64	1- الترابط بين البورصات.....
65	2- عولمة الأسهم والسندات.....
65	3- الدور المتزايد لتكنولوجيات المعلومات في عولمة الأسواق المالية.....
66	المبحث الثاني: أزمات أسواق الأوراق المالية.....
66	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية و أنواعها.....
68	المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية و قنوات انتشارها.....
68	1- أسباب الأزمات المالية.....
70	2- قنوات انتشار الأزمات المالية.....
70	1-2- الانتقال عبر أقسام النظام المالي الواحد.....
72	2-2- الانتقال من دولة إلى دول أخرى.....
72	المطلب الثالث: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية.....
75	المطلب الرابع: أهم أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية.....
75	1- الأزمة البورصية 1929-1933.....
79	2- أزمة البورصات سنة 1987.....
79	1-2- ظروف ما قبل الأزمة.....
81	2-2- بداية الأزمة.....
83	2-3- أسباب أزمة أكتوبر 1987.....
84	2-4- بعض المعالجات للخروج من الأزمة.....
85	3- أزمة دول جنوب شرق آسيا.....
85	1-3- اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا قبل الأزمة.....
87	2-3- بوادر أزمة دول جنوب شرق آسيا.....
88	3-3- أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا.....
90	4-3- أهم نتائج الأزمة الآسيوية وآثارها.....

92	.....4- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في أبريل 2000
92	.....4-1- بواذر الأزمة وخسائر البورصات الأمريكية
93	.....4-2- أسباب الأزمة
94	..... الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية 2008، الأسباب، التداعيات، و السياسات الاحتوائية
96	..... المبحث الأول: حقيقة و أبعاد الأزمة المالية العالمية
96	..... المطلب الأول: نشأة و تطور الأزمة المالية العالمية
97	.....1- أزمة الرهن العقاري الأمريكية
103	.....2- تداعيات أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة
103	.....3- تحول أزمة الرهون العقارية إلى أزمة مالية عالمية
105	.....4- المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها
108	..... المطلب الثاني: عوامل و أسباب الأزمة المالية العالمية
108	.....1- تغير ظروف الاقتصاد العالمي والأمريكي
114	.....2- الانحراف عن المقاييس المعمول بها في منح القروض العقارية
116	.....3- تعميم المضاربة واللجوء إلى أوراق مالية حد متطورة
121	.....4- وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في الأزمة المالية العالمية
123	..... المطلب الثالث: الآثار الاقتصادية للأزمة المالية العالمية
123	.....1- إفلاس العديد من البنوك والشركات
124	.....2- الأثر على معدلات النمو الاقتصادي
126	.....3- انهيار البورصات
128	.....4- آثار الأزمة على سوق العمل
128	..... المطلب الرابع: السياسات الاحتوائية القطرية و الإقليمية للأزمة المالية
129	.....1- خطة الولايات المتحدة الأمريكية
130	.....2- خطة دول منطقة اليورو
131	.....3- الخطة الأوروبية الآسيوية
132	.....4- خطة مجموعة العشرين
133	..... المبحث الثاني: الأزمة المالية و أسواق الأوراق المالية العربية
134	..... المطلب الأول: واقع أسواق الأوراق المالية العربية
136	..... المطلب الثاني: سلبات و معوقات أسواق الأوراق المالية العربية
138	..... المطلب الثالث: تطورات و أداء أسواق الأوراق المالية العربية

141	المطلب الرابع: تأثير الأزمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية.....
145	الفصل الرابع: تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.....
147	المبحث الأول: التعريف بسوق الدوحة للأوراق المالية.....
147	المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية.....
148	1- أهداف السوق.....
149	2- أعضاء السوق.....
149	3- إدارة السوق.....
151	4- قيد وقبول الأوراق المالية.....
153	5- أعمال الوسطاء.....
154	6- التعامل في الأوراق المالية.....
155	المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق الدوحة للأوراق المالية.....
155	1- الأوراق المالية المتداولة.....
155	2- التسوية والمقاصة.....
156	3- مؤشر السوق.....
156	4- التداول الإلكتروني.....
157	5- أيام وساعات التداول.....
157	المطلب الثالث: تطور و أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.....
157	1- أداء سوق الدوحة للأوراق المالية.....
158	1-1- المؤشر.....
159	1-2- رسملة السوق.....
161	1-3- قيمة الأسهم المتداولة.....
162	1-4- متوسط التداول اليومي.....
162	1-5- معدل دوران السهم.....
163	1-6- عدد الأسهم المتداولة.....
164	2- تطورات ذات صلة بأداء السوق.....
165	1-2- الناتج المحلي الإجمالي.....
165	2-2- التضخم والعرض النقدي.....
165	2-3- الميزان التجاري.....
166	2-4- سعر الصرف.....

166	.....إجراءات وإصلاحات على السوق المالي
167	.....المطلب الرابع: دراسة استقرارية مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية
167	.....1- عرض تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية
169	.....2- اختبار Dickey et Fuller (DF)
170	.....3- اختبار Dickey Fuller Augmentes (ADF)
171	.....4- اختبار Phillips et Perron
172	.....5- اختبار Kpss (1992)
172	.....6- دراسة الارتباط الذاتي والفروقات من الدرجة الأولى
176	.....المبحث الثاني: دراسة أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية
176	.....المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة
176	.....1- عينة الدراسة
177	.....2- فرضيات دراسة الحالة
177	.....3- جمع المعلومات والبيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة لمعالجتها
178	.....4- التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة
178	.....المطلب الثاني: دراسة أثر الأزمة المالية في الأداء العام لسوق الدوحة للأوراق المالية
183	.....المطلب الثالث: دراسة أثر الأزمة المالية في أداء القطاعات الاقتصادية
183	.....1- قطاع البنوك
185	.....2- قطاع الخدمات
187	.....3- قطاع الصناعة
190	.....4- قطاع التأمين
192	.....المطلب الرابع: دراسة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر و أداء سوق الدوحة للأوراق المالية
195	.....الخاتمة
201	.....الملاحق
215	.....قائمة المراجع
225	.....فهرس المحتويات