

جامعة سعد دحلب بالبليدة
كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة ماجستير
تخصص: نقود بنوك ومالية

أثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية
دراسة حالة دول الخليج العربي

من طرف

منصور عيساني

أمام اللجنة المشكلة من

رئيساً.	جامعة البليدة	أستاذة محاضرة أ	خضراوي ساسية
مقرراً ومشرفاً.	جامعة البليدة	أستاذ التعليم العالي	كمال رزيق
عضواً مناقشاً.	جامعة البليدة	أستاذ محاضر أ	غزالي عمر
عضواً مناقشاً.	جامعة البليدة	أستاذ مساعد أ	للوشي محمد

البليدة، أكتوبر 2010

شكر

الحمد لله الذي وفقني إلى إتمام هذا العمل، ولا يسعني إلا أن أتقدم بشكري وتقديري وعرفاني وامتناني إلى الأستاذ المشرف الدكتور كمال رزيق ، الذي لم يبخل علي بإرشاداته ونصائحه وتوجيهاته القيمة التي كان لها الأثر الكبير في إنجاز هذا العمل، وكذا صبره وسعة صدره وحرصه الدائم لإتمام هذا العمل في أحسن الظروف، كما أحيي فيه روح التواضع والمعاملة الجيدة، فجزاه الله عني كل خير.
كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين وافقوا على مناقشة وإثراء هذا العمل.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد في إنجاز هذا

العمل.

ملخص

شهد العالم برمته أزمة مالية حادة تعتبر من أشد الأزمات التي عرفها الاقتصاد العالمي، والتي بدأت بالاقتصاد الأمريكي لتمتد عدواها إلى بقية اقتصاديات دول العالم، حيث تأثرت بها أسواق المال والبنوك في الدول المتقدمة بشكل أساسي ومباشر، لتنتقل عدواها إلى اقتصاديات الدول النامية، وعلية فقد شهدت دول الخليج العربي عدة خسائر على مستوى اقتصادياتها، متأثرة بالأزمة المالية، ولعل أكبر الخسائر ما تحملته أسواقها للأوراق المالية، فقد عرفت هذه الأخيرة اضطرابات وتذبذبات في أداءها، وخاصة خلال النصف الثاني من سنة 2008، دون أن ننسى حجم الخسائر التي تكبدتها أغلب استثمارات الصناديق السيادية بالخارج، من عملية الاستثمار المباشر في الأوراق المالية للقروض العقارية المتعثرة، وأمام هذه الخسائر والتراجعات التي عرفتتها أغلب أسواق الأوراق المالية، بادرت حكومات دول الخليج إلى اتخاذ جملة من الإجراءات التدابير للتخفيف من حدة الأزمة المالية وتجاوز آثارها.

Résumé

Le monde dans son ensemble a connu et connaît toujours une crise financière aigue, considérée comme la crise la plus grave que l'économie mondiale ait connue, et qui a débuté par l'économie américaine avant de s'étendre à toutes les économies mondiales. Les marchés financiers et les banques dans les pays développés ont été directement affectés, et la contagion a touché par la suite les pays en voie de développement. Ainsi, les pays du golfe ont connu d'énormes pertes économiques à cause de cette crise, surtout les pertes enregistrées dans les bourses qui ont vécu des perturbations dans leur fonctionnement plus précisément durant la deuxième moitié de l'année 2008. Sans oublier les grosses pertes dans le secteur des investissements des fonds souverains à l'étranger, et les investissements directs dans le secteur déjà très affecté des prêts potentiels.

En revanche, et en ce qui concerne les pertes et les reculs des bourses, les gouvernements des pays du golfe ont pris une pile de dispositions afin d'atténuer l'ampleur de cette crise financière et dépasser ses effets.

قائمة الجداول

الرقم	الصفحة
01	مقارنة بين الأسهم والسندات 38
02	نسب التغيرات في قيم مؤشرات 22 دولة في أكتوبر 1987 77
03	خسائر الثروات على أثر انهيار أسعار البورصات في شهر أكتوبر 1987 79
04	حجم التراجع في قيمة أسهم أبرز البنوك الأمريكية خلال الفترة (سبتمبر 2007 - سبتمبر 2008) 100
05	أثر الأزمة المالية على سوق الأسهم الأمريكية خلال الفترة (فيفري 2008 - فيفري 2009) 100
06	أثر الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على البورصات الأوروبية والآسيوية خلال الفترة فيفري 2008 - فيفري 2009 102
07	ملخص أداء سوق البحرين للأوراق المالية لسنة 2008 146
08	ملخص أداء سوق السعودية للأوراق المالية لسنة 2008 147
09	ملخص أداء سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2008 148
10	ملخص أداء سوق الدوحة للأوراق المالية لسنة 2008 149
11	ملخص أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية لسنة 2008 149
12	ملخص أداء سوق دبي للأوراق المالية لسنة 2008 150
13	ملخص أداء سوق مسقط للأوراق المالية لسنة 2008 151
14	تقديرات خسائر الصناديق السيادية الخليجية نهاية سنة 2000 152
15	ملخص إجراءات دول الخليج لمواجهة الأزمة المالية 156
16	تقديرات حجم صناديق الثروة السيادية الخليجية بعد الأزمة المالية العالمية (مليار دولار) 158

قائمة الأشكال

الرقم	الصفحة
01	مكونات السوق الثاني والعلاقة التي تربط بينها
02	حالة الاقتصاد الأمريكي قبل نشوب الأزمة
87	المالية العالمية
03	مراحل تطور أزمة القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية
91	
04	قروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية
92	
05	إصدار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية
93	
06	حجم القروض العقارية المتعثرة مقارنة بحجم الادخار
94	
07	توزيع القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية
95	
08	مقارنة بين مديونية العائلات وادخاراتها في الولايات المتحدة الأمريكية (% من PIB)
97	

الفهرس

ملخص

شكر

قائمة الأشكال والجداول

الفهرس

9	مقدمة
16	1. الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية
17	1.1 ماهية أسواق الأوراق المالية
17	1.1.1 سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى
20	2.1.1 مفهوم سوق الأوراق المالية
26	3.1.1 تنظيم سوق الأوراق المالية
30	2.1 الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
30	1.2.1 أدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية
34	2.2.1 أدوات المديونية المتداولة في سوق الأوراق المالية
38	3.2.1 المشتقات المالية
42	3.1 تقييم أداء أسواق الأوراق المالية
42	1.3.1 تحليل البيانات والمعلومات
50	2.3.1 مؤشرات أسواق الأوراق المالية
58	3.3.1 مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية
62	خلاصة الفصل
63	2. الأزمة المالية العالمية الراهنة
64	1.2 ماهية الأزمة المالية
64	1.1.2 مفهوم الأزمة المالية
71	2.1.2 عدوى الأزمات المالية
74	3.1.2 عرض بعض الأزمات المالية

85	2.2 الأزمة المالية العالمية الراهنة.....
85	1.2.2 تقديم الأزمة المالية العالمية الراهنة.....
92	2.2.2 أسباب الأزمة المالية العالمية الراهنة.....
98	3.2.2 تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة.....
103	3.2 الإجراءات المتخذة للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة.....
103	1.3.2 خطط الإنقاذ المقترحة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية.....
105	2.3.2 الإجراءات المتخذة على المستوى العالمي.....
108	3.3.2 الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية الراهنة.....
111	خلاصة الفصل:.....
112	3. أثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي.....
113	1.3 أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي.....
113	1.1.3 واقع اقتصاديات دول الخليج العربي.....
114	2.1.3 الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي.....
128	3.1.3 واقع أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي.....
136	2.3 تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي.....
137	1.2.3 أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج.....
139	2.2.3 انعكاسات الأزمة المالية على القطاعات الاقتصادية لدول الخليج العربي.....
143	3.2.3 واقع أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي جراء الأزمة المالية العالمية الراهنة.....
153	3.3 الإجراءات المتخذة من طرف دول الخليج العربي للتقليل من تداعيات الأزمة المالية.....
	1.3.3 الإجراءات المتخذة على المستوى الكلى من طرف دول الخليج العربي للتخفيف من تداعيات الأزمة المالية.....
153	الأزمة المالية.....
158	2.3.3 الإجراءات المتخذة من طرف دول الخليج العربي على مستوى أسواق الأوراق المالية.....
162	3.3.3 الدروس المستفادة من الأزمة المالية بالنسبة دول الخليج العربي.....
166	خلاصة الفصل:.....
167	خاتمة.....
172	قائمة المراجع.....

مقدمة

لقد تطوّرت الأسواق تطوُّراً كبيراً نتيجةً للتطوُّر العلمي والتكنولوجي ووسائل النقل والاتصالات، وظهرت أساليب جديدة للمعاملات المالية لم تكن معروفة من قبل؛ مما أدّى إلى توسيع قاعدة هذه الأسواق، وظهور أشكالٍ جديدةٍ للأسواق، ومن تلك الأسواق أسواق رؤوس الأموال أو بورصة الأوراق المالية، وفيها يتمُّ تداول الأوراق المالية (أسهم، سندات).

تؤدي أسواق رأس المال دوراً أساسياً ومهماً في النمو الاقتصادي، لكن التغيُّرات الهيكلية التي تشهدها الأسواق المالية، حيث التحرُّر المالي، والحدّ من القيود، وحرية تدفُّق رؤوس الأموال واستثمارها عبر الحدود، وانفتاح الأسواق على بعضها البعض، قد يجعل من السهل انتقال مخاطر الأزمات المالية عبر الحدود أو بين الأسواق، خصوصاً أن الأزمات المالية وانهيار البورصات متعدّدة ومتداخلة ومتشابكة، والتي قد ترجع إلى أخطاء في سلوك المستثمرين والمؤسسات؛ حيث تشير التجارب العالمية والعربية إلى بعض الأسباب الرئيسية والتي من أهمها المضاربة الوهمية، والممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية، والفسل في تنظيم السوق، وضعف الإفصاح والشفافية، والهروب المفاجئ لرؤوس الأموال، وعدوى انتقال الأزمات المالية، وهذا ما شهدته أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي إثر الأزمة المالية العالمية الراهنة. لقد شهد العالم أزمة مالية وُصفت أنها الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير الذي ضرب العالم في ثلاثينيات القرن الماضي، كانت بدايتها بالاقتصاد الأمريكي لتنتقل عدواها إلى بقية اقتصاديات دول العالم، محدثةً تذبذباتٍ واضطراباتٍ مالية في كلا العالمين المتقدم والمتخلف.

وقد اهتمت دول الخليج على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير وترابط أسواق الأوراق المالية؛ نظراً للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية؛ فنقلت اهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق، وأقامت سوقاً خاصة لتداول الأوراق المالية، بعد أن هيأت لها شروطاً معينة حتى تكفل نجاحها؛ ومع ذلك، فإن هذه السوق قد تكون ناجحة وفاعلة، كما يمكن أن تكون هاشمية، ويمكن أيضاً أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلاً من تعبئتها وتأمين كفاءة استخدامها. ففي ظل الأزمة المالية الراهنة عرفت هذه الأخيرة اضطراباتٍ وانهياراتٍ كبيرة جراء الأزمة المالية كان لها بالغ الأثر على استثمارات

دول الخليج في الداخل والخارج؛ مما اضطرَّ بحكومات هذه الدول التدخل للتخفيف من حدة وأثر الأزمة في نفوس المستثمرين، وكذا العمل على استرجاع الثقة و الاستقرار في الأنظمة المالية لدول المنطقة.

1. إشكالية الدراسة

لدراسة هذا الموضوع والتطرق لجوانبه المتعددة، والقيام بالتحليل الضرورية التي تسمح بالوصول إلى النتائج المرجوة من هذه الدراسة، قمنا بطرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما هو أثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي ؟

ولتحليل الإشكالية الرئيسية ودراستها بطريقة معمقة، قمنا بتجزئتها إلى إشكاليات فرعية كالآتي:

- ما هي أسواق الأوراق المالية ؟
- كيف حدثت الأزمة المالية العالمية الراهنة ؟ وما تداعياتها على الاقتصاد العالمي ؟
- ما هو حجم الخسائر التي تكبدتها أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي جرّاء الأزمة المالية العالمية الراهنة ؟

2. فرضيات الدراسة

كإجابات أولية على هذه التساؤلات، يمكن بلورة الفرضيات التالية:

- سوق الأوراق المالية وسيلة لاستثمار الموارد المالية المتاحة، ورفع معدلات النمو الاقتصادي في ظل بيئة استثمارية مستقرة.
- الأزمة المالية العالمية الراهنة هي أزمة مبادئ في النظام المالي القائم، من خلال التوسع في منح القروض العقارية، واستخدام أدوات مالية عالية الخطورة، وما نشأ عنها من اضطرابات في أسواق الأوراق المالية.
- كان للأزمة المالية العالمية الراهنة أثرٌ على سوق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، من خلال الأداء الذي عرفته هذه الأخيرة، وحجم الخسائر التي تكبدتها أسواق أوراقها المالية.

3. مبررات اختيار الموضوع

تكمن مبررات اختيار الموضوع في أسباب موضوعية وأخرى ذاتية، نذكرها كما يلي:

1.3 الأسباب الموضوعية

- أهمية الموضوع وحساسيته في ظل التحوّلات الاقتصادية التي يشهدها العالم.
- تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة على اقتصاديات دول العالم، وحجم الخسائر التي تكبدتها هذه الأخيرة.

- محاولة التعرف على الأسواق المالية لدول الخليج العربي، ومدى أثر الأزمة الحالية على أدائها.

2.3 أسباب ذاتية

- صلة الموضوع بمجال التخصص والتمثل في تخصص نقود بنوك ومالية.
- قابلية الموضوع للبحث، والاستفادة من تجربة دول الخليج في مواجهة الأزمة المالية.

4. أهمية الدراسة

اكتسبت أسواق الأوراق المالية مكانة هامة في كونها أداة في حشد المدخرات، أهمية متزايدة خلال السنوات الماضية، من خلال الدور الحيوي الذي تقوم به في تمويل الأنشطة الاقتصادية. وفي هذا المجال، عملت دول الخليج العربي على تطوير أسواقها للأوراق المالية، واهتمت على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير وترباط أسواق أوراقها المالية؛ نظراً للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية؛ فنقلت اهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق، وأقامت سوقاً خاصة لتداول الأوراق المالية.

ولعل أهم العوامل التي أدت إلى تبوأ أسواق الأوراق المالية مركز الصدارة في السنوات الأخيرة، التقدم التكنولوجي، ورفع القيود على حركة رؤوس الأموال بين المتعاملين الاقتصاديين؛ فزاد الاهتمام بها، خاصة في ظل العولمة المالية والتي أدت إلى زيادة تكاملها وتحريرها وتطوير منتجاتها. لكن هذا التطور وقلة الرقابة والإشراف عليها، ما فتأت أن أدت إلى تحول الاستثمار فيها من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد المالي الأكثر ربحية، خاصة مع نمو نشاط المضاربات والبيع الصوري بها، والفرع والهلع الذي يعرفه المستثمرون بهذه الأسواق؛ نتيجة الإشاعات وقلة الإفصاح والشفافية، وهذا ما عرفته أغلب أسواق الأوراق المالية نتيجة الأزمة المالية العالمية التي ضربت الاقتصاد الأمريكي، لتنتقل عداها إلى بقية دول العالم، محدثة الأثر الكبير على أسواق الأوراق المالية، وهذا ما سنتطرق إلى جوانبه في هذا الموضوع.

5. أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى بلورة أهداف البحث في النقاط التالية:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، ومخاطر الاستثمار بهذه الأسواق.
- محاولة تشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة.
- دراسة مدى تأثير الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي.

6. الدراسات السابقة

في حدود علمنا فإن الدراسات الأكاديمية المتعلقة بالموضوع قليلة، وخصوصاً في مدى أثر الأزمة المالية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، باستثناء بعض الدراسات التي تطرقت إلى موضوع الأسواق المالية في الدول العربية، وفيها يمكن ذكر ما يلي:

الدراسة الأولى: رشيد بوكساني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية: عبارة عن رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة الجزائر، السنة الجامعية 2006/2005، وكانت إشكالية الرسالة كما يلي: ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

ولقد قسم الباحث الرسالة إلى بابين، يتكون كل باب من ثلاث فصول. فالباب الأول الذي جاء تحت عنوان الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول: تطرّق في الفصل الأول إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني فتعرّض إلى أسواق الأوراق المالية، كفاءتها، مؤشّراتها وأثر العولمة عليها، بينما تطرّق في الفصل الثالث إلى الأسواق المالية الأكثر تقدماً والأسواق المالية الناشئة. أما الباب الثاني الذي جاء بعنوان واقع الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، فيتكوّن من ثلاثة فصول: تطرّق في الفصل الرابع إلى واقع أسواق الأوراق المالية العربية، و تعرض في الفصل الخامس إلى المعوقات التي تعترض تطوير أسواق الأوراق المالية العربية، أما الفصل السادس والأخير فقد ألقى الضوء على سبل تفعيل وترابط أسواق الأوراق المالية العربية.

وخلص الباحث بعد دراسته إلى جملة من النتائج، أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة يُعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق. كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات للأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى تعزيز الشفافية والإفصاح، وذلك عن طريق قيام أسواق الأوراق المالية العربية بإصدار نشرة يومية، وأسبوعية، وشهرية، وسنوية، تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الإدارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشّرات الأسعار. وفي ظلّ التحديات والتغيّرات الجديدة التي يشهدها العالم على مستوى العلاقات التجارية والمالية الدولية، وما صاحبها من تحرير للسلع ورؤوس الأموال، وإطلاق قوى السوق والمنافسة لتحقيق التوازنات المطلوبة على كافة المستويات، أصبحت أسواق الأوراق المالية من أهم المحركات الرئيسية للاقتصاد العالمي؛ لذا يجب على الدول العربية تحليل المعوقات التي تعترض أسواقها لمواجهة هذه التحديات.

الدراسة الثانية: علال بن ثابت: الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات ومظاهر التجديد: وهي عبارة عن مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، السنة الجامعية 2003/2002، وكانت إشكالية المذكرة كالآتي: عولمة الأسواق المالية وما صاحبها من أزمات ومظاهر التجديد؟.

قسم الباحث دراسته إلى خمسة فصول: تطرّق في الفصل الأول إلى ماهية الأسواق المالية بصفة عامة، أما الفصل الثاني فتطرّق إلى تأثير العولمة المالية على النظام المالي والأسواق المالية، بينما في الفصل الثالث تعرّض فيه إلى الجوانب النظرية للأزمات المالية، أما الفصل الرابع فخصّصه لدراسة مظاهر التجديد وتحليل دور المنتجات المشتقة، والفصل الخامس لشرح واقع الأسواق المالية المتقدّمة والناشئة.

من خلال الدراسة التي قام بها الباحث في هذه المذكرة، توصل إلى عدة نتائج، أهمها أن الأسواق المالية في ظل العولمة المالية وتحرير رؤوس الأموال، أصبحت تتعرّض إلى اضطرابات مالية وخسائر كبيرة، خاصة في أوقات الأزمات التي ما فتأت تضرب اقتصاديات دول العالم؛ بالإضافة إلى أن الأزمات المالية تُعبّر عن انهيار للنظام المالي ككل، والتي يمكن أن تظهر في أحد المتغيّرات المالية، لتنتشر بعد ذلك عبر قنوات مختلفة إلى سائر جوانب النظام المالي، كما كان للعولمة المالية دوراً كبيراً في المساهمة في تحرير التعاملات المالية وترابط الأسواق المالية.

7. مساهمة الباحث

رأينا من خلال الدراسات السابقة أنها اهتمت بالأزمة المالية وأثرها على الاقتصاد العالمي، وأثر ذلك على مختلف القطاعات العاملة بها. ونظراً لأهمية أسواق الأوراق المالية؛ باعتبارها أداة لتعبئة المدخرات وتحويلها من ذوي الفائض إلى ذوي العجز المالي، وحجم المبالغ المستثمرة بها، وما تعرّضت له من خسائر جراء الأزمة المالية العالمية الراهنة، فقد كان للأزمة المالية الأثر الكبير على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي؛ وبذلك فمساهمة الباحث في هذه المذكرة تتمثل في:

- محاولة التعرف على الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، وكذا الأدوات المالية المتداولة بها، وأنواع المخاطر التي يمكن أن يتعرّض لها المستثمرون بهذه الأسواق.
- التطرّق إلى الأزمة المالية العالمية الراهنة، من خلال التعريف بالأزمة المالية، وبيان الأسباب التي أدت إلى ظهورها، وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي، والإجراءات المتخذة للتقليل من تداعياتها.
- دراسة أثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، من خلال التعريف بأسواق الأوراق المالية لدول الخليج، ومختلف التطوّرات التي عرفتها، وكذا قنوات انتقال الأزمة المالية العالمية الراهنة لأسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، والتعرف على أدائها

أثناء اندلاع الأزمة، وحجم الخسائر التي عرقتها، وجملة الإجراءات المتخذة للتقليل من حجم الخسائر التي عرقتها، وكذا الدروس والنتائج المستوحاة منها.

8. حدود الدراسة

8.1. حدود المصطلحات تتمثل هذه المصطلحات في تشخيص الأزمة المالية كمتغير مستقل، وآثارها على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي كمتغير تابع، وفي مختلف المصطلحات المستعملة في المذكرة، اعتمدنا على التسمية القانونية في الجزائر.

8.2. الحدود المكانية تناولت الدراسة أثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي؛ وبذلك فالدراسة تطرقت إلى الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، ثم إلى تشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة، وأخيراً إلى أثر الأزمة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي.

8.3. الحدود الزمنية باعتبار أن موضوع الدراسة متعلق بأثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية " دراسة حالة دول الخليج العربي"، فقد حصرنا دراستنا من بداية ظهور الأزمة المالية لسنة 2007 إلى غاية نهاية سنة 2008.

9. منهج البحث

قمنا باستخدام المنهج الوصفي في الفصل الأول عند الحديث عن الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، أما الفصل الثاني والثالث فقد تمّ المزج بين المنهج الوصفي والتحليلي عند التطرّق إلى الأزمة المالية العالمية في الفصل الثاني، وكذا أثر الأزمة المالية على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي.

10. أدوات البحث

استعنا في بحثنا بعدة أدوات في شكلها الورقي والإلكتروني؛ إذ استعملنا الكتب، المجلات، الدوريات حول الموضوع، التقارير الصادرة عن الهيئات الرسمية، مجموعة المداخلات من خلال المنتديات والمنتديات، إلى جانب الأبحاث الأكاديمية السابقة.

11. صعوبات الدراسة

من جملة الصعوبات التي واجهتنا في إعداد البحث ما يلي:

- الدراسة تتعلق بأزمة جديدة؛ وبذلك نقص المراجع والأبحاث الأكاديمية حول الموضوع.
- قلة الدراسات التي تعالج أثر الأزمة المالية على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي.

- صعوبة الحصول على المعلومات حول أداء أسواق الأوراق المالية لدول الخليج، خاصة مع التسرُّر عن الإفصاح عن حجم الخسائر الحقيقية التي تكبَّدتها هذه الأسواق.

12. هيكل البحث

لمعالجة مشكلة البحث، وبناءً على الفرضيات التي صغناها، ارتأينا تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول كما يلي:

الفصل الأول: تناولنا فيه الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، من حيث مفهومها وخصائصها وتقسيماتها، وكذا الأدوات المالية المتداولة بها، بالإضافة إلى أساليب التحليل للاستثمار في الأوراق المالية المتداولة بهذه الأسواق، وكذا جملة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرون بهذه الأسواق.

الفصل الثاني: تطرَّقنا فيه إلى الأزمة المالية العالمية الراهنة، من خلال التعريف بمفهوم الأزمة المالية، أسبابها، خصائصها، آثارها، وإلى أغلب الأزمات العالمية السابقة، وبعض الأزمات في دول الخليج العربي، ثم إلى تشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة وتداعياتها، وكذا جملة الإجراءات والتدابير المتَّخذة لمعالجتها.

الفصل الثالث: خصَّصناه لدراسة أثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، بالتطرُّق إلى أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، والتطوُّرات التي عرفتها، ثم دراسة أثر الأزمة المالية عليها، من خلال التعرف على قنوات انتقال الأزمة المالية لدول الخليج وأثر ذلك على القطاعات العاملة باقتصاديات هذه الدول، وانعكاس ذلك على قيم أوراقها المالية المدرجة بأسواقها للأوراق المالية لهذه الدول، وحجم الخسائر التي عرفتها، وكذا جملة التدابير والإجراءات المتَّخذة للتخفيف من حدَّتها، بالإضافة إلى الدروس والنتائج المستوحاة من الأزمة المالية على دول المنطقة.

هذا وقد بدأنا بحثنا بمقدمة تطرَّقنا فيها إلى الجوانب المنهجية للدراسة، وأنهيناها بخاتمة استعرضنا فيها نتائج الدراسة، واختبار الفرضيات، وتوصيات الدراسة، وآفاقها.

الفصل 1

الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية

وجدت الأسواق في المجتمعات منذ القدم، حيث كان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة، تم عن طريق المبادلة بالنقود، كما أن تبادل السلع كان يتم عن طريق الاتصال المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال، أصبح التبادل يتم عن طريق هذه الوسائل بشكل مباشر، أو بواسطة الوسطاء والوكلاء.

بناء على ذلك تطور مفهوم السوق، فلم يعد يقتصر على المكان المعين، بل لشمّل كل تبادل للسلع وغيرها، سواء حصل ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ونتيجة لكبر حجم الإنتاج، وازدياد حجم التبادل التجاري تبعاً لذلك، ظهرت الأسواق المتخصصة، كأسواق المواد الغذائية، وأسواق السلع المعمرة، وأسواق الذهب، ثم بعد ذلك الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية، وهي التي تعرف بالبورصات.

وقد ارتبط ظهور الأسهم والسندات بالتطور الكبير في مجال الإنتاج والتبادل التجاري، وإنشاء المشروعات الكبيرة، التي تعجز الموارد المالية للأفراد عن توفير الأموال اللازمة لها، حيث ظهرت شركات المساهمة التي تقوم على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية مشروع معين.

وقد أصبحت هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع استثماراتهم المالية.

وقصد التعرف على الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية، سنعرض في هذا الفصل

إلى العناصر التالية:

- ماهية أسواق الأوراق المالية.
- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- تقييم أداء سوق الأوراق المالية.

1.1 ماهية أسواق الأوراق المالية

تستمدُّ السوق المالية Financial Market مفهومها من مفهوم السوق بشكلٍ عام، فالأسواق موجودةٌ في المجتمعات البشرية منذ القديم، ولكن السلع التي يتمُّ التعامل بها في هذه الأسواق، وكذلك وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي لها تغيُّراتٌ عبر التاريخ، وذلك تبعاً لتطوُّر الظروف الاقتصادية والاجتماعية، وتبعاً لتغيُّر احتياجات الأفراد وتطوُّر وسائل الاتصال فيما بينهم.

1.1.1 سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى

يُعتبر موقع سوق الأوراق المالية واضحاً ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن.

1.1.1.1 مفهوم السوق وتصنيفاتها

رغم تعدُّد معايير تصنيف السوق إلا أنه يمكن وضع تعريفٍ شاملٍ لها:

1.1.1.1.1 تعريف السوق

يختلف مفهوم السوق في الاصطلاح الاقتصادي عنه في الاستعمال الشائع، فإذا كانت كلمة السوق تطلق في الاصطلاح الشائع على المكان المعروف الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلعةٍ معينة، أو سلعٍ متنوعة، فإنها تستعمل في الاصطلاح الاقتصادي المعاصر في معنىٍ أوسع؛ إذ يكفي مجرد وجود تعامل على سلعةٍ أو خدمةٍ معينة لإطلاق لفظ السوق، سواءً تمَّ هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين الباعين والمشتريين، أو بأي وسيلةٍ من وسائل الاتصال كالبريد، الهاتف، التلكس، شبكة المعلومات، وغيرها [1]: ص (27-28) .

وهذه مجموعةٌ من التعاريف لبعض الاقتصاديين في هذا المعنى:

تعريف سعيد توفيق عبيد: « السوق هو وسيلةٌ تجمَع بين الباعين والمشتريين؛ بغرض انتقال السلع والخدمات من طرفٍ لآخر » [2]: ص (68) .

تعريف راشد البراوي: « السوق عبارة عن منطقةٍ يتَّصل فيها المشترون والبائعون - إما بطريقةٍ مباشرة أو عن طريق وسطاء (تجار) - بعضهم ببعض، بحيث أن الأسعار السائدة في جزءٍ من السوق تُؤثر في الأسعار التي تدفع في الأجزاء الأخرى؛ مما يترتَّب عليه وجود تجانس في أسعار السلع الواحدة في السوق كلها، بغضِّ النظر عما يحدث من انحرافاتٍ عن الثمن المتجانس، والتي ترجع إلى اعتباراتٍ محلية، أو لأسبابٍ طارئةٍ ووقتيّة » [3]: ص (319) .

ويقول الاقتصادي كورنو: « لا يقصد الاقتصاديون باصطلاح السوق مكاناً معيناً تُباع وتُشترى فيه الأشياء، بل كل الإقليم الذي يكون فيه البائعون والمشترون على اتصالٍ حرٍ يُؤدّي إلى مساواة أثمان السلع التي من نوع واحد بسهولةٍ وسرعةٍ » [4]: ص(523).

2.1.1.1.1 تصنيف الأسواق

يمكن تصنيف الأسواق حسب عدة معايير نذكر منها ما يلي:

1.2.1.1.1.1 من حيث طبيعة السوق

من خلال هذا المعيار يمكن التمييز بين الأسواق الآتية [5]: ص(28):

- سوق المال والنقد: سوق المال هو ذلك السوق الذي يتعامل في القروض متوسطة وطويلة الأجل، وتُسمّى أسواق رأس المال، ويتمُّ ذلك عن طريق إصدار السندات والأسهم، أما سوق النقد فهي السوق التي تتعامل في القروض قصيرة الأجل كأذون الخزانة، وشهادات الإيداع.
- سوق العمل: يأتي العرض في هذا السوق من العمال وأصحاب المهن، ويأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في التوظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن.
- سوق السلع: قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة، وهي السوق المألوفة لجميع أنواع السلع، والتي تشمل المنتجات الزراعية والصناعية،... الخ.
- سوق الخدمات: ومن أمثلة هذه السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات والكهربائي، وسوق خدمة الأدوات الصحية، والبناء... الخ.

2.2.1.1.1.1 من حيث توحيد السعر

تنقسم الأسواق من حيث إمكانية تحديد سعر موحدٍ للسلعة إلى نوعين هما:

- * السوق الكاملة: وهي السوق التي يُحدّد فيها سعرٌ واحد للسلعة الواحدة، وشروط السوق الكاملة تحتاج إلى توفّر العناصر التالية:
- وجود عددٍ كبير من البائعين، وعددٍ كبير من المشترين، بحيث لا يستطيع أحدهم بمفرده التأثير على سعر السوق.
- سهولة وتوافر الاتصالات بين مختلف أطراف السوق؛ مما يُحقّق علم كل من البائع بما يجري في السوق.
- تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق، بحيث لا يوجد تفاوتٌ بين ما يعرضه أحد البائعين وبين ما يعرضه بائعٌ آخر.
- سهولة نقل السلعة من مكان لآخر، حتى يتم نقلها من مكان السعر المنخفض إلى مكان السعر المرتفع، فيزداد العرض منها؛ مما يُؤدّي إلى توحيد السعر.

* السوق غير الكاملة: يُؤكّد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة؛ لعدم توافر جميع الشروط السابقة الذكر؛ فالسوق غير الكاملة تسودها أسعارٌ متفاوتة في السلعة الواحدة.

3.2.1.1.1 من حيث درجة المنافسة

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق من حيث توافر درجة المنافسة كما يلي [5]: ص(25)-

(27):

- سوق المنافسة الكاملة: هو ذلك السوق الذي يتحدّد فيه السعر بفعل قوى العرض والطلب، ويُفترض في هذه السوق توافر الشروط التالية:

- وجود عدد كبير من المشترين والبائعين.
- لا يوجد تواطؤ أو اتفاقيات بأي صورة من الصور بين البائعين أو بين المشترين.
- تجانس السلعة محل التعامل.
- حرية دخول البائعين والمشترين من وإلى السوق في أي وقت.
- توافر وسهولة الاتصالات بين البائعين والمشترين.

فالسعر في سوق المنافسة الكاملة من معطيات السوق، حيث يستطيع البائع بيع أي كمية يريدتها كما أن المشتري يستطيع أن يشتري أي كمية يرغبها طالما أن السعر يناسب المنفعة والإشباع الذي يحصل عليه من كل وحدة من السلعة.

- سوق المنافسة غير الكاملة:

وفيهما يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق كما يلي:

- سوق الاحتكار التام: تتحقق هذه السوق بوجود بائع وحيد يؤثر في سعر السوق ويشترط تحقيق ركنين:
- وجود منتج أو بائع واحد.

- لا يوجد للسلعة المعروضة للبيع بديل كامل يحل محلها.

ومع توافر هذين الشرطين يسيطر المحتكر تماما على السوق، فمن حيث سيطرته على الكمية المعروضة يستطيع أن يغرق السوق بها، وهذا ما يسمى بسياسة الإغراق.

- سوق احتكار القلة: وهو مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، ويتمثل سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة، ويتميز بأن حجم إنتاج المشروع الإنتاجي يمثل كمية كبيرة نسبيا بالنسبة لإنتاج جميع المشروعات الأخرى، وبالتالي لا يمكن لأي مشروع إنتاجي أن يتجاهل تصرفات المشروعات الأخرى في هذا السوق.

1. 2.1. 1 مفهوم سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية كبقية الأسواق الأخرى، لها مكانٌ معين ونوعٌ خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملون كالمستثمرين السماسرة، والوسطاء من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات.

1.2.1.1 تعريف سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية مجموعة من التعاريف نذكر منها ما يلي:

* التعريف الأول: « سوق الأوراق المالية هو ذلك الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبيين أو المقترضين الذين هم في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عددٍ من الوسطاء الماليين المتخصصين » [6]: ص(124).

* التعريف الثاني: " سوق الأوراق المالية هو ذلك 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 بـ " البورصة"، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم 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 » [7]: ص(5).

* التعريف الثالث: « سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع » [8]: ص(272).

* التعريف الرابع: « سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها » [9]: ص(25).

* التعريف الخامس: « المجال الذي يتم من خلاله إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط أو الطويل » [1]: ص(62).

* التعريف السادس: « تلك الأسواق التي تباع فيها أوراق مالية طويلة الأجل لأول مرة، أو تتداول فيها بعد إصدارها » [10]: ص(3).

من خلال مجمل التعاريف يمكن القول أن سوق الأوراق المالية، هي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواءً أكانت هذه الأدوات تعبر عن أداة دين كالسندات، أو عن أداة ملكية كالأسهم.

ويتكوّن هذا السوق من شكلين هما [11]:ص(11-12):

- أسواق حاضرة: وهي تلك الأسواق التي يتم التعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، أما عن كيفية التداول فتتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

- أسواق آجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي تتعامل أيضاً في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويستلمها في تاريخ لاحق، والغرض من هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

1.1.2.2 مكونات سوق الأوراق المالية الحاضرة

تتضمن أسواق الأوراق المالية الحاضرة ما يلي:

1.1.2.1.1 السوق الأولية

تسمى بسوق الإصدار، وهي « تلك السوق التي تباع فيها الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية

» [12]:ص(31).

وزيادةً في إيضاح مفهوم السوق الأولية يمكن إبراز الأمور الآتية:

- السوق الأولية هي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات عن طريق إصدار أدوات الملكية كالأسهم، أو أدوات الدين كالسندات.

- في السوق الأولية تبرم العقود مباشرة بين مصدري الأوراق المالية وبين مشتري هذه الأوراق من المقترضين أو المساهمين.

- في السوق الأولية تحصل الشركة المصدرة للأوراق المالية – من جراء البيع هذه الأوراق – على احتياجاتها من الأموال، وهذا بخلاف الحال في السوق الثانوية، حيث لا يترتب على تداول الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة حصولها على شيء من المال، ومن هنا قيل عن السوق الأولية أنها سوق الاستثمار الحقيقي، وعن السوق الثانوية أنها سوق الاستثمار المالي، لا الاستثمار الحقيقي.

* أساليب تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية:

ينمُّ تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية بأحد الأسلوبين:

- الأسلوب المباشر: بمعنى أن تباشر الشركة نفسها أمر بيع الأوراق المالية التي أصدرتها، وذلك بالاتصال المباشر بالمشتريين، من الأفراد، أو المؤسسات المالية، وبيع تلك الأوراق لهم [13]:ص(38).

- الأسلوب غير المباشر: بمعنى أن يتولى أمر تسويق الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة غيرها من المؤسسات المتخصصة في هذا الشأن كمصارف الاستثمار، ولتسويق الأوراق المالية -وفق هذا الأسلوب - أنواع نذكر منها ما يلي:

* النوع الأول: ما يعرف بتأمين تغطية الاكتتاب، ويتم ذلك بصور منها:

- أن يقوم مصرف الاستثمار بشراء الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة بسعر يقل عن السعر المتفق على بيعها به في السوق، ثم يقوم ببيعها للمستثمرين من الأفراد والمؤسسات الاستثمارية بالسعر المتفق عليه، ويتمثل ربح المصرف - في هذه الصورة- في الفرق بين سعر الشراء والبيع[14]:ص(532)...

- أن يقوم مصرف الاستثمار ببيع الأوراق المالية للمستثمرين نيابة عن الشركة المصدرة، مع ضمان تصريف الإصدار كله، أو حد أدنى منه، بسعر متفق عليه، بحيث إذا بقي شيء من الإصدار لم يتم تصريفه فإن المصرف يقوم بشرائه، ويأخذ المصرف - مقابل ذلك - عمولة، تتراوح ما بين 10% إلى 15% من حصيلة بيع الإصدارات.

* النوع الثاني: ما يعرف بطريقة بذل أقصى جهد ممكن، بحيث لا يضمن مصرف الاستثمار تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة، وإنما يقتصر نشاطه على بذل قصارى جهده في بيع هذه الأوراق، مقابل أجر متفق عليه، على أن يتم إرجاع الأوراق التي لم يتم بيعها إلى الشركة المصدرة[15]:ص(60).

* النوع الثالث: ما يعرف بالترتيبات الخاصة، وذلك بأن يرتب مصرف الاستثمار أمر بيع الإصدار الجديد من الأوراق المالية إلى مستثمرين معينين، كشركات التأمين، أو غيرها من المؤسسات، حيث يتقاضى المصرف أجرا مقابل أتعابه في مثل هذه الترتيبات[14]:ص(533).

1.1.2.2 السوق الثانوية

تدعى كذلك بسوق التداول، وتعرف بأنها: « تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق

المالية التي سبق إصدارها »[16]:ص(21).

كما يمكن تعريفها على أنها: " السوق التي يتم إعادة بيع الإصدارات الأولى من الأوراق المالية »

وزيادة في إيضاح مفهوم السوق الثانوي يمكن إبراز الأمور الآتية:

- في السوق الثانوية يستطيع المقرض أو المساهم بيع جزء أو كل من سندات أو أسهمه لطرف آخر.
- يجري التداول والتعامل في السوق الثانوية من غير أن تكون الشركة المصدرة للورقة طرفا في التعاملات.

- تأتي أهمية السوق الثانوية من كونها سوقا مستمرة، يستطيع فيها حاملوا الأوراق المالية بيعها في أي وقت شاؤوا.

- التعامل في السوق الثانوية إما أن يجري في بورصة الأوراق المالية، وإما خارجها.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى [17]:ص(95-106):

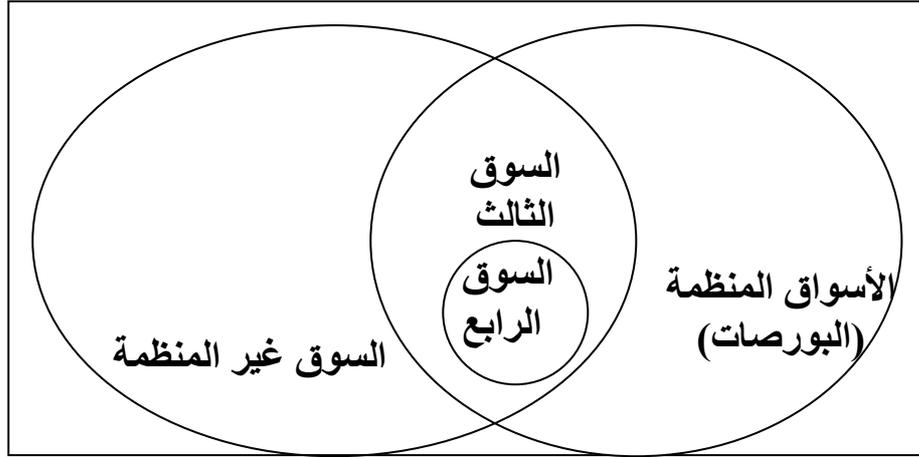
* أسواق منظمة: تسمى البورصات وتعرف على أنها " سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محددة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسة، ومساعدتهم للتعامل في الأوراق المالية، وفقا لنظم ثابتة، ولوائح محددة ». .

* أسواق غير منظمة: "يطلق عليها اسم السوق الموازية، وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسوب الآلي، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين «.

ويوجد داخل السوق الغير منظمة نوعان من الأسواق:

* السوق الثالث: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه الأوراق على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت.

* السوق الرابع: يقصد بالسوق الرابع " المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ولأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، يساعد في ذلك شبكة اتصالات قوية (الهاتف، الفاكس، الإنترنت، أو أطراف الحاسوب)، هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله، بعبارة أخرى لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر ومن ثم فإن أتعابه تقل بكثير عن عمولة السمسرة كما قد يحصل عليها صفقة بصفقة، أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته.



شكل رقم (01): مكونات السوق الثاني والعلاقة التي تربط بينها المصدر: [17]:ص(112).

1.1.2.3 خصائص سوق الأوراق المالية

- تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى، نذكر منها ما يلي [18]:ص(37-38):
- سوق رأس المال يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على الأجل الطويل.
 - تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين.
 - يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
 - التداول في سوق الأوراق المالية توفر المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
 - يتم التداول في سوق الأوراق المالية خصوصاً في الأسواق الثانوية من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
 - تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
 - يتطلب الاستثمار في سوق الأوراق المالية توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

1.1.1.2.4 وظائف سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية وظائف عدة نذكر منها ما يلي:

* آلية أساسية لتجميع المدخرات الفردية، وتحريك رؤوس الأموال الوطنية: وذلك من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى القطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي، ومن خلال هذه الوظيفة تؤدي دورين هما:

- تقديم الفرص للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعددة للمنتجين لتمويل مشروعاتهم أو التوسع فيها.

- توزيع المدخرات المكتنزة بين ذوي العجز المالي.

* أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر: وذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها [19]:ص(45).

* أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، فحجم المعاملات ينبئ عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، والأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة [20]:ص(48).

* أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعدّ مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

* أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية: وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها [21]:ص(191-190):

- كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

- كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

- عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

- الأمان: يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي تعتمد عليها بعض الأطراف.

3.1.1 تنظيم سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية، كما تعمل على عملية تسعير الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم وطرق التسعير بسوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر الآتية:

1.3.1.1 أركان سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم أركان سوق الأوراق المالية إلى ثلاث فئات هي: فئة المقرضين أو المستثمرين، وفئة المصدرين أو المقترضين، وفئة الوسطاء.

1.3.1.1.1 فئة المقرضين أو المستثمرين

تعتبر هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد و المؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، والتي ترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي إما في عمليات اقتراض مباشرة أو في المتاجرة في الأوراق المالية.

ومما يجدر ذكره هنا هو أنه وإن كان بإمكان المؤسسات المالية كالبنوك التجارية، والمتخصصة وشركات التأمين وشركات الاستثمار أن تقوم بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي، إلا أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار، وذلك لأن الفوائض النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة لمدخرات الأفراد فيها [18]:ص(24-27).

1.3.1.1.2 فئة المقترضين أو المصدرين

تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تقل دخولهم النقدية على احتياجاتهم من الأموال اللازمة إما لأغراض التوسع أو الاستهلاك، ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالي إما بطريقة الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. وإذا كان يشترط في المصدر أن يكون مؤسسة مالية، أو هيئة حكومية فإنه يمكن للمقترض أن يكون فرداً مثلما يمكن أن يكون مؤسسة [22]:ص(152).

1.3.1.1.3 فئة الوسطاء

يطلق لفظ الوسيط على من يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة نيابة عن العملاء، كما يطلق عليه في بعض الأسواق لفظ السمسار، حيث يقوم الوسطاء في سوق الأوراق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الورقة المالية والجهات المصدرة للأوراق المالية، حيث يكون الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي شرط أن يكون مرخصاً له بموجب قانون السوق المالي وأنظمتها وتعليماته بممارسة عملية الوساطة، بالإضافة إلى القيام بمجموعة من الأعمال نوجزها فيما يلي [18]:ص(27-28):

- أعمال السمسرة:

تتضمّن أعمال السمسرة قيام السمسار بمجموعةٍ من الأعمال بناءً على الأوامر التي يصدرها إليه العميل، بالتوسّط لبيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، في أسواق البورصة، وشرائها. ويفهم من التعريف أن عمل السمسار يقتصر على التوسط بين البائع والمشتري، أي الجمع بينهما دون أن يباشر العقد بنفسه، مقابل الحصول على عمولة.

- صناعة السوق:

يقوم الوسيط بدور صناعة السوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوي أو الموازي بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق، وذلك إما لصالح عملائه أو لصالح الخاص، ويتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:

- توفير السيولة اللازمة للسوق وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.
- المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل، وذلك بممارسة حقه في البيع والشراء حسب ما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالي، وبما يحقق نوع من الاستقرار للأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.

- تغطية الإصدارات الأولية:

يلعب في هذه الحالة دور المتعهد لتغطية إصدار أولي معين سواء أكان في صورة أسهم أو سندات، ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية، حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو بنفسه بشرائها لحسابها لخاص.

2.3.1.1 الأوامر

عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوباً بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر [17]:ص(123-125).

حيث تتنوع الأوامر الصادرة على المتعاملين في السوق المالية – سواء أكانت أوامر بيع أم أوامر شراء- وفقاً لاعتبارات متنوعة، إلى الأنواع الآتية:

2.3.1.1 أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر، أو عدمه، وطريقة التحديد

وتتنوّع إلى الأنواع الآتية:

* الأمر محدد السعر: وهو الأمر الذي يحدد فيه الموكل – بائعا أو مشتريا- السعر الذي يريد أن يبرم به السمسار العقد [2]:ص(81)، ويقضي أن يبادر السمسار إلى تنفيذ أمر الموكل، عندما يصل إلى السوق أمر مطابق له في السعر، أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة الأمر بالبيع [23]:ص(49).

* الأمر السوقي: وهو الأمر الذي يطلب فيه الموكل من وكيله السمسار، أن يبيع أو يشتري له عدد معين من الأسهم بالسعر السائد في السوق دون أن يحدد له السعر [24]:ص(95)، وهذا النوع من الأوامر يجرى تنفيذه من قبل السماسرة فور تسلمهم له من موكلهم، وفقا لأفضل الأسعار السائدة وقت التنفيذ.

* الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال: وهو الأمر الذي يوكل فيه المتعامل السمسار ببيع أوراق مالية معينة أو شرائها بسعر الفتح، وهو السعر الذي تبلغه الورقة المالية المعينة عند افتتاح التعامل في السوق، أو بسعر الإقفال، وهو السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعينة في آخر جلسة التداول، قبيل إقفال لسوق [2]:ص(90).

* الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي: وذلك بأن يحدد المتعامل للسمسار سعرا معيناً، مع تفويضه في البيع أو الشراء بسعر يقارب لذلك السعر، حيث يمكنه البيع بسعر أدنى من ذلك السعر بقليل، أو الشراء بسعر أعلى منه بقليل [25]:ص(179).

* الأمر الموقوف: وهو الأمر الموقوف تنفيذه على بلوغ الأسعار في السوق سعرا محددًا من قبل الموكل، بحيث لا يكون للسمسار تنفيذ الأمر، إلا إذا وصلت الأسعار في السوق إلى ذلك السعر المحدد أو تجاوزه.

1.1.3.2 أنواع الأوامر من حيث توقيت الأمر

يمكن أن نميِّز فيه نوعين هما [17]:ص(129):

* أنواع الأوامر من حيث الشروط المقرونة بالأمر:

وتتنوع إلى الأنواع الآتية:

- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر فور تسلمه من الموكل، أو إلغائه إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.
- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر كله، وذلك ببيع أو شراء العدد المنصوص عليه من الأوراق، أو إلغاء الأمر كله أو جزء منه، فور تسلمه، وإلغاء الأمر فيما لم ينفذ [26]:ص(93).
- الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة، بشرط أن يكون السمسار قد اشترى أو باع أوراقا مالية أخرى وكل بشرائها أو بيعها قبل ذلك.

3.2.3.1.1 أنواع الأوامر من حيث كمية الأوراق المالية المطلوب بيعها أو شراؤها

وتتنوع إلى الأنواع الآتية [17]:ص(124-125):

* الأمر الزوجي، أو الأمر غير الكسري: وهو الأمر بالبيع أو الشراء وفق وحدة التداول المقررة من قبل إدارة البورصة، أو مضاعفاتها، وهي تختلف من بورصة إلى أخرى، ففي بعض بورصات تبلغ وحدة التداول مائة سهم، وفي بعضها خمسة وعشرون سهماً، وهكذا.

* الأمر الفردي، أو الكسري: وهو الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية، يقل عددها عن وحدة التداول المقررة.

3.1.1.2. 4 الأمر المطلق وهو نوع من الأوامر، يجعل فيه التعامل للسماح الحرية في بيع أو شراء ما يراه مناسباً من الأوراق المالية، مع تفويضه في اختيار نوع الأوراق، وعددها، وسعرها، والوقت المناسب لتنفيذ الأمر.

3.3.1.1 طرق التسعير في البورصة

يمكن تعريف التسعيرة بأنها الطريقة التي يتم من خلالها تحديد سعر المنتجات المتداولة في البورصة، وعلى هذه الأخيرة يتم تحديد نوع التسعيرة.

يتم التوصل لسعر بيع أي سهم من الأسهم التي يجري تداولها، وذلك عند بدأ التعامل اليومي بعدد من الطرق التي تتفق في جوهرها، وإن كانت تختلف في أسلوبها، كما يلي:

1.3.3.1.1 نظام التسعير بالثبیت

التسعيرة بالثبیت هي تسعيرة تُعقد في جلسة واحدة، يتحدد فيها سعر واحد تنفذ به الأوامر التي يمكن تنفيذها، والبقية تنتظر حتى الجلسة القادمة، أي أن هناك سعر ثابت (سعر الجلسة)، ويثبت حتى الجلسة القادمة؛ لأن العرض والطلب في السوق المالية يمتاز بالضعف، أي قلة عدد عروض البيع والشراء، وهي حالة السوق غير النشيطة.

ويمكن أن يتمّ نظام التسعير بالثبیت وفق الطرق الآتية [27]:ص(77-78):

* طريقة المناذاة:

يتم عن طريق وقوف شخص في صبورة، والوسطاء ينادون عن أوامر الشراء والبيع، وفي الأخير يتم الحصول على جدول التسعيرة.

* طريقة التسعير بالصندوق:

يتم من خلال وضع صناديق، كل صندوق يمثل مؤسسة معينة، ويتم رمي أوامر الشراء والبيع، وفي الأخير يتم الحصول على جدول التسعيرة.

* طريقة التسعير بالمقارنة:

يتم عن طرق كتابة أوامر الشراء والبيع من طرف الوسطاء في حاسوب ثانوي، ويكون هناك حاسوب مركزي يعطي في النهاية جدول التسعيرة.

2.3.3.1.1 نظام التسعيرة المستمرة

في حالة البورصات التي تمتاز بكثرة العرض والطلب، وفي حالة السوق النشط، وتنوع الأوراق المالية، وعدد المتدخلين كبير لا يُعتمد على التسعيرة الثابتة، وإنما يتم تغير السعر في أي وقت لوجود أوامر عديدة للبيع والشراء، حيث يمكن تعريف التسعيرة المستمرة على أنها التسعيرة بالتثبيت عدة مرات، وتغير التسعيرة مرتبط بدرجة الإعلام، ومدة الجلسة (سعر الافتتاح والإغلاق).

2.1 الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأدوات والوسائل المستخدمة للتعامل في سوق الأوراق المالية ذات أهمية كبيرة في عمل هذه الأسواق، فهي تُعتبر أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، كما تُعتبر أصولاً مالية بالنسبة للمستثمرين، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائدٍ محددٍ أو غير محددٍ.

1.2.1 أدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تُمثل الأسهم أحد أصناف أدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية، والتي بدورها تنقسم إلى عدة أنواع، كما تتميز بعدة خصائص نسوقها فيما يلي:

1.1.2.1 تعريف السهم

عبارة عن حصة الشريك في الشركة، ممثلة بصك قابل للتداول [28]:ص(280)، أو عبارة عن حصة في رأس مال شركة مساهمة، أو إحدى شركات الأموال [29]:ص(290).

ولهذا السهم قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، نوجزها فيما يلي:

* القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم يتكون رأس مال الشركة [30]:ص(211).

* القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة – بعد خصم التزاماتها- على عدد الأسهم المصدرة أو بقسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) التي

تشمل رأس المال المدفوع والاحتياطات والإرباح المحتجزة، على عدد الأسهم المصدرة [31]:ص(51).

* القيمة السوقية: وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب التي تتأثر بعوامل متعددة ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو الوضع الاقتصادي العام، لذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية أو الدفترية، وقد تكون أقل منها أو أكثر.

2.1.2.1 أنواع الأسهم وخصائص كل منها

تتنوع الأسهم لاعتباراتٍ مختلفة إلى عدة أنواع نذكرها فيما يلي:

1.2.1.2.1 أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك

تتنوع الأسهم – بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك - إلى نوعين هما [32]:ص(194):
 * الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تعطى لصاحبها إذا قدم حصة في رأس مال الشركة نقداً، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

* الأسهم العينية: وهي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصة في رأس مال الشركة عيناً من الأعيان كأرض، أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع، وهذه الأسهم لا بد أن تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب.

2.2.1.2.1 أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها

تتنوع الأسهم - بالنظر إلى شكلها - إلى ثلاثة أنواع، هي [33]:ص(22-25):

* الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم، ويقيد اسم المساهم في سجلات خاصة، تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في تلك السجلات.

* الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالكا لها، ويتم تداولها، ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة، أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري.

* الأسهم الأذنية أو لأمر: وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريقة التظهير، وذلك بأن يدون البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها إلى المشتري.

3.2.1.2.1 أنواع الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه

تتنوع الأسهم - بالنظر إلى استهلاكها (أي رد قيمتها إلى المساهم) من عدمه - إلى نوعين هما:

* أسهم رأس المال: الأسهم التي لم تستهلك قيمتها، أي التي لم ترد قيمتها إلى أصحابها في أثناء قيام الشركة.

* أسهم التمتع: وهي الأسهم التي تعطى للشريك عوضاً عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها في أثناء قيام الشركة، حيث ترد الشركة إلى المساهم قيمة أسهمه، وتمنحه بدلاً عن ذلك سهم تمتع، يخوله الحقوق التي لأسهم رأس المال، إلا في الأرباح، واقتسام موجودات الشركة عند حلها.

4.2.1.2.1 أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها

تتنوع الأسهم - بالنظر إلى حقوق حملتها - إلى نوعين، هما [34]:ص(21):

* الأسهم العادية: وهي مستند ملكية، تخول لصاحبها مجموعة من الحقوق نذكر منها ما يلي:

- حق حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها.
- حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إن كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
- حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحقيقها وتوزيعها.
- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.
- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس مالها.
- حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريقة البيع في السوق الأوراق المالية.
- حق انتخاب مجلس إدارة الشركة.
- حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

و في هذه السوق يمكن التمييز بين الأنواع التالية من الأسهم العادية [35]:ص(37-38):

* الأسهم مرتفعة الجودة: وهي أسهم الشركات الكبيرة والمعروفة، والتي لها أداء مالي جيد بالنسبة للإيرادات وتوزيعات الأرباح سواء في أوقات الرواج أو الأوقات السيئة، فهي توزع أرباحها بمعدل ثابت بصرف النظر عن الأحوال الاقتصادية السائدة.

* أسهم النمو: وتتمثل في أسهم الشركات التي تزداد مبيعاتها وأرباحها بمعدل أكبر من معدلات النمو الاقتصادي العام، وأكبر من معدلات النمو في أغلب الأسهم الأخرى، فهذه الشركات "مغامرة"، تتطور بسرعة - قسم البحوث والتطوير بها نشط - وتحتجز أغلب إيراداتها داخلها من أجل تمويل التوسعات، وبالتالي فتوزيعات أرباحها صغيرة نسبياً.

* أسهم دخل: وهي الأسهم التي تولد عائداً جالياً كبيراً نسبياً، مقارنة بالأسهم العادية، حيث يشتري المشترون الأسهم العادية أحياناً من أجل الحصول على دخل جاري، صحيح أن هناك اتجاهات في السنوات الأخيرة يتمثل في انخفاض العائد الجاري من الأسهم بالمقارنة بالسندات أو شهادات الادخار، إلا أن هناك أسهم تحقق عائداً أعلى من العائد المتوسط للأسهم تدعى أسهم الدخل [15]:ص(21).

* أسهم دفاعية: وهي الأسهم التي تتأثر بدرجة أقل من الأسهم الأخرى في الأوقات السيئة، فعنصر الأمان والاستقرار فيها كبير نسبياً، ومن أمثلتها أسهم شركات السلع والخدمات الضرورية للإنسان، مثل أسهم شركات المنافع العامة (المياه، الكهرباء، الاتصالات... الخ)، وأسهم البنوك وأسهم شركات المواد الغذائية [36]:ص(61).

* الأسهم المرتبطة بدورة الأعمال: هي الأسهم التي تتقلب أرباحها مع تقلبات دورة الأعمال، ففي الأحوال الاقتصادية الجيدة تزداد ربحية الشركة ويرتفع سعر سهمها العادي في السوق، وفي الأحوال الاقتصادية السيئة تنخفض أرباحها، وتتردى أسعار أسهمها في السوق، ومن أمثلة هذه الأسهم كل من أسهم شركات صناعة السيارات وشركات صناعة الآلات والمعدات الهندسية [17]:ص(70).

* الأسهم الممتازة:

هي شكلٌ من أشكال الملكية من الناحية القانونية، ولكنها تتميز عن الأسهم العادية فيما يلي [17]:ص(26-27):

- لحملة الأسهم الممتازة حق ثابت في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، والغالب أن تحدد هذه الأرباح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية لتلك الأسهم.
- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حصة الأسهم العادية.
- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على نصيبهم من صافي أصول الشركة عند تصفيتها، بما يعادل قيمة أسهمهم قبل حصة الأسهم العادية.
- ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق محدد، إلا أن للشركة الحق في استدعائه.
- ليس لحملة الأسهم الممتازة حقّ الترشح، أو المشاركة في إدارة الشركة، أو حق التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة، إلا أنهم قد يعطون هذا الحق في حالات استثنائية معينة، ينص عليها في عقد الإصدار.

وتتنوع الأسهم الممتازة، وفقاً لنوع التفضيل الذي يختص به السهم إلى عدة أنواع منها:

* الأسهم الممتازة المجمعّة أو المتراكمة الأرباح: وهي الأسهم التي يحقّ لحاملها الحصول على الأرباح المقرّرة لها عن السنوات التي لم يتمّ فيها توزيع تلك الأرباح [34]:ص(22-23).

* الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: وهي الأسهم التي يحقّ لحاملتها مشاركة حصة الأسهم العادية فيما زاد من الأرباح عن حد معين، وذلك بعد إعطائهم القدر المقرر من الأرباح.

* الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية: وهي الأسهم التي يحقّ لحاملتها تحويلها إلى أسهم عادية، خلال فترة محددة من تاريخ الإصدار، وعادة ما تحدد شروط ذلك في نشرة الإصدار، كما تحدد فيها عدد الأسهم العادية التي يمكن تحويل السهم الممتاز إليها [34]:ص(23).

3.1.2.1 التوجهات الجديدة بشأن الأسهم

إلى جانب الأسهم التقليدية (عادية، ممتازة)، ظهرت في السنوات الأخيرة مستجداتٌ جديدة بشأن الأسهم نذكر منها ما يلي:

1.3.1.2.1 التوجيهات الجديدة بشأن الأسهم العادية

نذكر منها ما يلي [17]:ص(11-20):

* الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

* الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

* الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته وذلك في حال انخفاض قيمته السوقية، غير أنه في عام 1984 ظهرت -لأول مرة- في أمريكا أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محددة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

2.3.1.2.1 التوجيهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة

يمكن ذكر ما يلي [17]:ص(28):

* الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت في عام 1982 في الولايات المتحدة، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزنة، ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزنة، على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم، وأن لا تزيد عن 15.5% من تلك القيمة.

* الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

1.2.2 أدوات المدبونية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل السندات إحدى الأدوات المالية طويلة الأجل، حيث تدرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع

يمكن تناولها كما يلي:

1.2.2.1 تعريف السند

يعتبر السند ورقة مالية تصدرها المنشأة التجارية، و الحكومة، كوسيلة لاقتراض أموال طويلة الأجل [1]: ص(201).

كما يعرف بأنه وعدٌ مكتوب لدفع مبلغ من النقود إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع نسبة من الفائدة على القيمة الاسمية.

وللسندات قيمة اسمية، وقيمة جارية، نذكرها كما يلي:

- القيمة الاسمية: هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد.

- القيمة الجارية: وهي القيمة التي يتداول بها السند في السوق المالية.

1.2.2.1 أنواع السندات

تتنوع السندات لاعتبارات مختلفة إلى عدة أنواع نذكرها فيما يلي:

* تقسيم السندات حسب الجهة المصدرة:

حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين هما [37]: ص(18):

- سندات عامة: وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، و شركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص.

- سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها.

* تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بها:

ينص في نشرة إصدار السندات عادة على أجل استحقاق السندات، ومع ذلك فقد ينص في النشرة على حق المصدر في الوفاء بها قبل تاريخ الاستحقاق، ولذلك يمكن تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى الأقسام الآتية:

- السندات ذات تاريخ المحدد للوفاء: وهي السندات التي ينص - عند إصدارها- على لزوم الوفاء بها في تاريخ محدد، بأن يدفع المصدر القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحق له إلزام حامل السند قبول الوفاء به قبل هذا التاريخ [57]: ص(539).

- السندات التسلسلية: وهي السندات التي يتفق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الاستحقاق النهائي، ويتم تسديد هذه السندات بأسلوبين هما [28]: ص(297):

- الأسلوب الأول: يتم من خلال تسديد عدد من السندات سنوياً، عن طريق السحب بالقرعة.

- الأسلوب الثاني: تسديد جزء من قيمة كل سند سنويا، بحيث يتم الوفاء بكل القيمة عند حلول أجل القرض.

- السندات القابلة للاستدعاء: وهي السندات التي ينص في عقد الإصدار في رد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، إذا رأت الشركة مصلحة في ذلك، وفي الغالب يتم استدعاء السند بقيمته الاسمية، مع زيادة تسمى علاوة الاستدعاء [17]:ص(32-35).

- السندات القابلة للتحويل: وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد مضي مدة محددة، إذا رغب حاملها في ذلك، بحيث يتحول - بمجرد التحويل- من دائن للشركة إلى شريك مساهم، وذلك وفق شروط وقواعد محدد في العقد، أما إذا لم يرغب في ذلك فيكون من حقه استرداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق.

* تقسيم السندات من حيث الدخل:

تقسم السندات من حيث الدخل- أي من حيث نوع العوائد المالية التي يجنيها حملة السندات- إلى عدة أقسام هي:

- السندات ذات معدل الفائدة الثابت: وهي السندات التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، بحيث تدفع هذه الفوائد المحددة بشكل دوري، إلى أن يحل أجل الاستحقاق ويتم الوفاء بالقيمة الاسمية للسند.

- السندات ذات معدل الفائدة العائم (المتغير): وهي السندات التي لا تحدد فائدتها بنسبة ثابتة، وإنما تتغير هذه النسبة تبعا لتغير أسعار الفائدة الجارية في السوق، أو حسب معدل التضخم.

- السندات التي لا تحمل معدل فائدة (السندات ذات الكوبون الصفري): وهي السندات التي تباع بها بخضم من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدلا للفائدة كغيرها من السندات، وذلك أنها تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها، ولا يلتزم مصدرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يحل أجل استحقاقها [17]:ص(33).

- سندات الدخل: وهي السندات التي يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة أرباحا في تلك السنة، بحيث لا يحق لحملة المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا كافية.

- سندات المشاركة: وهي السندات التي تعطي حاملها الحق في جزء من أرباح الشركة عندما تصل إلى معدل معين، إضافة إلى الفوائد الدورية [17]:ص(34).

* تقسيم السندات من حيث الضمان و عدمه:

وتنقسم إلى قسمين رئيسيين هما [14]:ص(51):

- السندات المضمونة برهن أصول معينة: وهي السندات المضمونة بأصل من أصول التي تملكها الشركة كالعقار بعينه، أو جميع ممتلكات الشركة من عقارات ومصانع وآلات وغيرها، بحيث إذا

عجزت الشركة عن الوفاء بالتزاماتها، كالتأخر في دفع الفائدة، أو عدم سداد أصل الدين في تاريخ الاستحقاق، تباع هذه الأصول ويوفى أصحاب السندات المضمونة حقوقهم من قيمتها.

- السندات غير المضمونة برهن أصولٍ معينة (السندات العادية): وهي السندات التي لا تكون مضمونة بشيءٍ معين، وإنما الضامن الوحيد لحملتها سمعة الشركة من حيث مركزها المالي وحجم إيراداتها، وفي حال تصفية الشركة أو إفلاسها يعامل حملة هذا النوع من السندات معاملة غيرهم من دائني الشركة، بحيث تستوفى حقوقهم من موجودات الشركة إذا لم تكن ضامنة لسنداتٍ أخرى.

* تقسيم السندات من حيث شكلها:

وتنقسم إلى ثلاث أقسام، هي [36]:ص(262):

- السندات لحاملها: وهو السندات الذي لا يذكر فيها اسم مالكيها، وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالكا له، ويتم تداولها، ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة، أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري، ويكون لحاملها الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها.

- السندات الاسمية أو المسجلة: وهي السندات التي تحمل اسم مالكيها، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم، ويقيد اسم المقرض في سجلات خاصة، تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك السندات، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في تلك السجلات.

- السندات الأذنية أو لأمر: وهي السندات التي يذكر فيها اسم مالكيها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريقة التطهير، وذلك بأن يدون البائع على ظهر شهادة السند، ما يدل على انتقال ملكيتها إلى المشتري.

3.2.2.1 الفرق بين الأسهم والسندات

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم (01): مقارنة بين الأسهم والسندات [5]:ص(44-45).

السند	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس المال الشركة.
2- يعتبر حملة السندات دائنون.	2- المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة.
3- عائد السند ثابت.	3- عائد السهم متغير.
4- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	4- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح تخضع للضريبة.
5- حملة السندات ليس لهم أي حق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالتين: تغيير الشكل القانوني، وإدماج شركة في أخرى.	5- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على معلومات بخصوص سير العمل بالشركة من خلال: - حضور اجتماع الجمعية العامة. - حصولهم على المستندات والتقارير الدالة على نشاط الشركة.
6- ليس لحملة السندات الحق في إدارة شؤون الشركة.	6- للمساهمين الحق في إدارة شؤون الشركة من خلال: - الموافقة على الحسابات الختامية للسنة المالية المنتهية. - تعيين أعضاء مجلس الإدارة.
7- ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الاكتتاب في زيادة رأس المال.	7- المساهم الحق في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
8- حامل السند يسترد رأس ماله في الوقت المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل.	8- حمل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده، وهو قبل للزيادة أو النقصان.
9- حامل السند له الحق الحصول في استرداد مبلغ المديونية قبل أن يحصل المساهمون على أي شيء.	9- عند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الحق في استرداد مدخراتهم بعد تسديد كافة الديون.
10- القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمي (على السند).	10- القيمة الجارية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.

3.2.1 المشتقات المالية

يتم تداول الأدوات المالية بمختلف أشكالها وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، مما أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، نوضحها فيما يلي:-

1.3.2.1 تعريف المشتقات المالية

عبارة عن عقود فرعية، تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع... الخ)، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة.

كما تعرف على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة [38]:ص(211).

1.1.3.2.1 أنواع المشتقات المالية

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

1.1.1.3.2.1 عقد الاختيار

* تعريف عقد الاختيار:

« وهو عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق، وبسعر يحدد وقت التعاقد، على أن يكون لمشتري الاختيار الحق في التنفيذ من عدمه، وذلك في مقابل مكافأة يدفعها للبائع، والذي يطلق عليه محرر الاختيار » [24]:ص(589).

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.

يتضمن عقد الاختيار عدداً من العناصر، لابد من النص عليها في العقد وهي:

- الأصل محل الاختيار، حيث لابد من بيان نوعه وكميته، سواء أكان أسهما، أم سلعا، أم عملات، أم غير ذلك.
- سعر التنفيذ، ويسمى سعر الممارسة، وهو السعر الذي يحق لمشتري الاختيار أن يبيع أو يشتري الأسهم به إذا رغب في ذلك، أو تتم - على أساسه- التسوية بين طرفي العقد في تاريخ التنفيذ.
- تاريخ التنفيذ، وهو التاريخ الذي ينتهي بانتهاؤه حق المشتري في الاختيار، على أنه لا يحق للمشتري تنفيذ العقد إلا في هذا التاريخ، وهو ما اصطلح عليه تسميته بالخيار الأوربي، وقد يحق له تنفيذه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ التعاقد إلى التاريخ المحدد للتنفيذ، وهو ما اصطلح علي تسميته بالاختيار الأمريكي.
- ثمن الاختيار، ويسمى (العلاوة، أو المكافأة)، وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الاختيار لمحرره مقابل تمتعه بحق الاختيار [40]:ص(179).

* أنواع عقد الاختيار:

هناك نوعان من عقد الاختيار وهي:

- عقد اختيار الشراء: وهو عقد بين طرفين، يخول لصاحبه الحق في الشراء أوراق مالية معينة، وليس الالتزام بالشراء، بسعر معلوم، في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم [41]:ص(255).

وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.

- عقد اختيار البيع: وهو عقد بين طرفين، يعطي لصاحبه الحق في بيع أوراق مالية معينة، وليس الالتزام بالبيع، بسعر معلوم، في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم. و بالتالي إذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

1.1.3.2.1 العقود الآجلة

عبارة عن عقود بيع تجري في بورصات الأوراق المالية، يُتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة، عددها، ثمنها، عند إبرام العقد على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق يسمى يوم التصفية" [33]:ص(102).

وتستخدم البنوك والمستثمرون هذه العقود لتفادي تعرضها مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية وتقلبات أسعار صرف العملات في مجال الاستثمارات الدولية.

1.1.3.2.1 العقود المستقبلية

* تعريفها العقود المستقبلية:

هي عقود تُعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية)، بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل" [24]:ص(631).

من التعريف يتبين أن العقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها على الشيء المبيع، وسعره، وكميته عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم المبيع ودفع الثمن في المستقبل، لذا وصف العقد بأنه (مستقبل)، ويتم إبرام العقود في أسواق العقود المستقبلية عن طريق السماسرة، حيث لا يحصل النقاء مباشر بين البائعين والمشتريين، ويتم ذلك بطريقة المزاد المفتوح، حيث يلتقي السماسرة الذين يتعاملون في عقود معينة في غرفة التعامل المخصصة لتلك العقود، وهناك يعلن كل سمسار على نوع الأمر الذي يحمله (أمر بيع، أمر شراء)، وعندما يتم إبرام العقد يتم تسجيل ذلك في نماذج خاصة، يبين فيها اسم

البائع والمشتري، ووكيلهما من السماسرة، وتزويد بيت التسوية بتلك النماذج، حيث تحتل بيوت التسوية التابعة للبورصة مركزاً مهماً في تلك العقود [1]:ص(924-925).
* أنواعها:

من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

- العقود المستقبلية المالية: وهي العقود التي ترد على الأدوات المالية الأصلية، مثل الأسهم و السندات.
- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: وهي التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغاً من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو اليوم المسمى بيوم التسليم وبين المبلغ المتفق عليه وهو المبلغ المسمى سعر الشراء، يدفعه البائع إن كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفعه المشتري إن كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف [24]:ص(714).

- العقود المستقبلية على السلع: هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد [38]:ص(235).

2.3.2.1 الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي [42]:ص(152):

- مخاطر عدم القدرة على الوفاء: حيث تكون أكبر بالنسبة للعقود الآجلة لأنها لا تتداول سوق منظم، عكس العقود المستقبلية التي تتداول في سوق منظم.
- مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد: ففي العقود المستقبلية قد نأخذ بما يسمى بالمركز المضاد وبالتالي يمكن التخلص من العقود بهذه الطريقة، أما في العقد الآجل فلا يمكن الانسحاب من التعاقد إلا بإعادة التفاوض مع الطرف الآخر، ولذلك تتعرض العقود الآجلة لمخاطر تسوية العقد.
- تكلفة المعاملات: تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، فالعقود المستقبلية تنطوي على تكلفة أقل مقارنة مع العقود الآجلة.
- التسوية اليومية للعقد: في العقود المستقبلية تتم تسوية الأرباح والخسائر يومياً والتالي النتائج تحسب يومياً لكل طرف، أما العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في تاريخ تنفيذ العقد.

1.3 تقييم أداء أسواق الأوراق المالية

تعطي سوق الأوراق المالية صورةً عن الحالة التي يمرُّ بها الاقتصاد، من خلال الوضعية التي تعرفها، حيث أصبحت مؤشراً من المؤشرات الاقتصادية وذلك راجع إلى اعتماد الدول على هذه الأسواق في تمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل، استناداً إلى مجموعة البيانات والمعلومات المتاحة عن هذه الاستثمارات، رغم المخاطر التي يتوقع حدوثها من خلال هذا التمويل.

1.3.1 تحليل البيانات والمعلومات

البيانات التي قد تتاح لجمهور المستثمرين، عادة ما تكون في صورة خام، كما أن جانباً منها ينصرف إلى الماضي وليس إلى المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتخاذ القرار الاستثماري. وحتى يمكن الانتفاع بتلك المعلومات والبيانات، فإنها تحتاج إلى تحليل عميق يساعد على استخلاص النتائج والعبر، التي تسهم في رؤية ما يحتمل أن يكون عليه المستقبل، وتمهد لاتخاذ قرارات استثمارية ملائمة، وفي مجال الاستثمار في الأوراق المالية هناك نوعين من التحليل وهما: التحليل الأساسي، والتحليل الفني، نوضحهما فيما يلي:

1.3.1.1 التحليل الأساسي

يعنى التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المنشأة ذاتها، كل ذلك بهدف الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بمستوى الأداء المستقبلي للشركة، والذي يمكن أن ينعكس على الربحية المستقبلية، وحجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، باعتبارهما أي الربحية والمخاطر المحددان الرئيسيان للقيمة السوقية للسهم.

يميل الكثير من المحللين إلى أن يبدأ التحليل الأساسي هي الظروف الاقتصادية العامة، وينتهي بتحليل ظروف المنشأة ذاتها، وهو ما يطلق عليه بمدخل التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل، وفي المرحلة الأولى، أي مرحلة تحليل الظروف الاقتصادية يكون الهدف هو التعرف على تغيرات السوق المالية، ويتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل أو بسبب التطور التكنولوجي أو التغيير الاجتماعي، أو بسبب أي متغير آخر يحتمل أن يكون له تأثير على الصناعة، وفي الأخير يتم التحليل على مستوى المنشأة ويكون الهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعات الواعدة التي يوصي المحلل بالاستثمار في أوراقها المالية.

وفي المقابل هناك مدخل بديل تكون نقطة البداية فيه تحليل ظروف المنشأة الفردية، يتبعه تحليل القطاع أو الصناعة الذي تتبعه المنشأة، وبذلك تكون المحطة الأخيرة هي تحليل الظروف الاقتصادية التي في ظلها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها، هذا التحليل يعرف بالتحليل من أسفل إلى أعلى أو مدخل التحليل الجزئي فالكلي، وإن كان لكل مدخل سماته المميزة فإن الواقع العملي يشير إلى أن كل منهما مكمل للآخر [43]:ص(121-123).

1.3.1.1 تحليل الظروف الاقتصادية

من المعترف أن للظروف الاقتصادية العامة تأثير على مستوى أسعار الأوراق المالية، وفي هذا الصدد هناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن تحظى باهتمام المحللين، وفي مقدمتها السياسة المالية، والسياسة النقدية، إضافة إلى المعلومات المتاحة عن التضخم والنتائج المحلي الإجمالي [44]:ص(47-49).

* السياسة المالية:

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، وتتكون هذه السياسة من شقين أحدهما خاص بالإيرادات والآخر بالنفقات، ونظرا للمكانة الكبيرة التي تحتلها الضرائب في موازنات مختلف الدول، فعادةً ما تكون محور الاهتمام لمعرفة مدى تأثيرها على أسواق رأس المال.

إذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المنشآت، فإن هذا من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية، وهو ما يترتب عنه ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، غير أن تخفيض معدل الضريبة له آثاره السلبية والمتمثلة في تقليص موارد موازنة الدولة؛ الأمر الذي قد يضطر الحكومة إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز من خلال إصدار المزيد من أوراق البنكنوت، وهو ما يتسبب عادة في حدوث التضخم، وتأمل الحكومة أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح المنشآت أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح والناجم عن حدوث التضخم، وإذا ما تحقق هذا الأمر تكون النتيجة المتوقعة اتجاه صعودي في حركة أسعار الأسهم، أما إذا حدث العكس وكانت الآثار السلبية لتخفيض معدل الضريبة أكبر من آثارها الإيجابية، فإنه يتوقع حينئذ أن تتجه الأسعار نحو الهبوط. وهنا يأتي دور التحليل الأساسي الذي يستخدم أساليب التحليل الاقتصادي للتنبؤ بالتأثير النهائي المحتمل لقرار تخفيض معدل الضريبة، وإذا ما كان سيتجه بالأسعار إلى أعلى أو إلى أدنى مما هي عليه، وبالطبع يتوقع أن تأخذ الأمور اتجاها عكسيا لو أن الحكومة لجأت إلى رفع معدل الضريبة.

وإذا كان تخفيض معدل الضريبة يعد أداة لتشجيع الاستثمار فإنه ليس الأداة الوحيدة، فهناك أيضا التشريعات الخاصة بالضريبة المباشرة لتشجيع الاستثمار والتي تتمثل في الخصم الضريبي الذي تستفيد

منه بعض المنشآت، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من الإعفاءات: إعفاء تستفيد منه المنشآت الجديدة التي تعمل في مناطق جغرافية معينة أو المنشآت التي تنتمي إلى صناعة معينة، وإعفاء آخر تحصل عليه كافة المنشآت التي توجه المزيد من مواردها المتاحة إلى إنفاق استثماري يترتب عليه زيادة طاقتها الإنتاجية.

وبالنسبة للنوع الأول من الإعفاء فعادة ما يكون في صورة إعفاء ضريبي كامل يمتد لعدد من السنوات، في حين يتمثل النوع الثاني من الإعفاء في إعفاء نسبة معينة من قيمة الإنفاق الاستثماري الجديد. وبالنسبة للإعفاء الضريبي، الذي تستفيد منه كافة المنشآت التي نفذت مخططات توسعية، فهو إعفاء آلي وله صفة الاستمرار، ولا يمثل حدثاً فريداً لمنشآت تنتمي إلى صناعة معينة [43]:ص(288-289).

وهدف التحليل الأساسي في نهاية المطاف هو تقدير القيمة الحقيقية للسهم، فإذا ما كانت قيمة السهم الفعلية أقل من القيمة الحقيقية حينئذ يكون من صالح المستثمر شراءه، أما إذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية حينئذ يكون من الأفضل بيعه إذا كان من ضمن مكونات محفظة الأوراق المالية للمستثمر.

* السياسة النقدية:

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود المتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى كمية النقود المحتفظ بها لدى الجمهور، إذ هناك علاقة بين السياسة النقدية وبين مستوى أسعار الأسهم في أسواق المال [43]:ص(291).

وحسب تحليل العوامل المؤثرة على السوق، كشف عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة المعروض من النقود يتبعه تحسن في مستوى الأداء الاقتصادي، وذلك على أساس أن زيادة المعروض من النقود - على فرض ثبات المطلوب منها - من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة؛ الأمر الذي يشجع على الاستثمار ويؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة، التي عادةً ما تنعكس على مستوى الطلب على المنتجات، ومن ناحية أخرى إذا كان للمعروض النقدي أثر إيجابي على أرباح المنشأة، فقد يكون لها تأثير سلبي يتمثل في احتمال حدوث تضخم يؤدي في النهاية إلى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرين، فالقيمة السوقية للأسهم التي أصدرتها المنشأة تتحدد على ضوء القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وعليه يمكن القول بأن النتيجة النهائية لتأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم يتوقف على حجم تأثيرها على كل من المتغيرين حجم التدفقات النقدية المتوقعة (صافي الربح بعد الضريبة مضافاً إليها قيمة قسط الإهلاك) والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار [17]:ص(191-192).

كما تعتبر أسعار الفائدة من أهم أدوات إدارة السياسة النقدية في الدولة، وذلك لتأثيرها على عرض النقود، فارتفاع أسعار الفائدة يشجع على الادخار، ولكنه يؤدي في نفس الوقت إلى زيادة تكلفة الأموال بالنسبة للشركات، مما قد يجعل من الصعب تنفيذ اقتراحات استثمارية، كان يمكن أن تنفذ لو أن أسعار الفائدة كانت منخفضة. لذا تعتمد البنوك المركزية إلى تحريك أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا بناء على حجم المطلوب من القروض مقارنة بحجم المعروض من المدخرات، وتميل أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة إلى التحرك في اتجاه عكسي، فارتفاع أسعار الفائدة في السوق، الذي قد يكون نتيجة لسياسة انكماشية تستهدف الحد من التضخم يترتب عليه ثلاثة أمور مؤثرة على أسعار الأوراق المالية المتداولة:

- الأمر الأول أن تصبح الأدوات المالية ذات الدخل الثابت (مثل الودائع المصرفية وأذون الخزانة) التي ترتبط أسعار الفائدة عليها بظروف السوق، منافسا قويا للاستثمار في السندات المتداولة بالفعل، والتي سبق وأن أصدرت في وقت كانت فيه أسعار الفائدة منخفضة، بل ومنافسا للأسهم المتداولة، و يعني هذا اتجاه المستثمرين للتخلص من بعض تلك الأوراق (مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية) واستثمار حصيلتها في الأدوات المالية ذات الدخل الثابت التي تحمل سعر فائدة مرتفع، يتمشى مع أسعار الفائدة في السوق.

- الأمر الثاني أنه لما كان سعر الفائدة هو أحد محددات معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فإن ارتفاع سعر الفائدة يعني بالتبعية انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية،(إنها العلاقة الأضلية العكسية بين قيمة الاستثمار ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار فيه).

- الأمر الثالث أنه عندما يلجأ البنك المركزي إلى رفع أسعار الفائدة نظرا لسياسة انكماشية يتبعها، فإن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى رفع تكلفة الأموال بالنسبة للشركات، مما يحد من الاستثمارات، وهو ما يؤدي بدوره إلى ضعف معدل النمو المستقبلي للربحية، فضلا على أن رفع مستوى أسعار الفائدة من شأنه أن يشجع على الادخار ويحد من فرص الاستهلاك، وفرص زيادة الطلب على ما تنتجه الشركات بالتبعية. ولهذا أيضا تأثيره العكسي على الربحية المستقبلية التي تعد محددًا أساسيًا للقيمة السوقية للأسهم المتداولة.

كما أن انخفاض أسعار الفائدة يشجع على نقل الاستثمار من الودائع المصرفية (توظيف الأموال في البنوك) وربما أذونات الخزانة إلى الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها. ونفس النتيجة تتحقق من جراء ما يترتب على انخفاض أسعار الفائدة من تأثير على معدل العائد المطلوب على الاستثمار. كما أن انخفاض أسعار الفائدة من شأنه أن يحد من الرغبة في الادخار، ويشجع القطاع العائلي على زيادة الاستهلاك، وهو ما يعني زيادة الطلب على السلع

والخدمات، وبالتالي زيادة ربحية المنشآت وارتفاع أسعار أسهمها بالتبعية. هذا فضلا عن إمكانية قيام قطاع الأعمال باقتراض ما يتبقى من المدخرات بسعر فائدة منخفض، وهو ما يؤدي بدوره إلى إتاحة فرص أفضل للنمو المستقبلي.

* معدل التضخم:

من المفترض أن يكون للتقارير الشهرية عن معدل التضخم أثرها على أسعار الأسهم. فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا من شأنها أن تترك أثرا عكسيا على أسعار الأسهم، وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر نوجزها كما يلي [43]:ص(292):

- السبب المباشر فيتمثل في أن التقارير عن ارتفاع معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب وانخفاض القيمة السوقية للأسهم.

- السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلا من تكلفة إجلالها. ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المنشأة، وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية، وذلك أن قيمة قسط الإهلاك ستكون أقل مما ينبغي أن تكون عليه، مما يزيد من حجم الوعاء الضريبي ويؤدي إلى تحصيل ضرائب على أرباح صورية، وما ينطبق على الأصول الثابتة ينطبق كذلك على المخزون في ظل إتباع سياسة الوارد أولا صادر أولا، وكذلك قد يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حدة التضخم قد تدفع بالبنك المركزي للحد من عرض النقود، مما يترتب عليه انخفاض التدفقات النقدية للمؤسسات الاقتصادية وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية. وحتى إذا لم تتخذ أية خطوة باتجاه المعروض من النقود، بينما إذا صاحب التضخم زيادة في طلب المنشآت لمزيد من الموارد المالية، فإن هذا قد يكون من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم بالتبعية [43]:ص(128-129).

* سعر الصرف:

يتوقع أن يكون لسعر الصرف للعملة المحلية تأثير على أداء السوق من خلال تأثيره على تعاملات الأجانب، فاستثمار الأجانب في أسواق أخرى، عادة ما تكون دوافعه تخفيض مخاطر محفظة استثماراتهم، إلى جانب إمكانية زيادة معدل العائد المتولد عن المحفظة، ورغم المزايا المصاحبة للتنويع الدولي إلا أنه قد تصاحبه مخاطر تغير سعر صرف عملة الدولة المستثمر فيها.

ويقصد بتلك المخاطر تقلب عائد المحفظة نتيجة لتغير سعر صرف العملة، وعلى الرغم من إمكانية تخفيض تلك المخاطر، وذلك بالاستثمار في أسواق أجنبية لا يوجد ارتباط قوي بين أسعار صرف عملتها، إلا أن هذا يعني غياب هذا النوع من المخاطر، ذلك أن تجنبها أو تخفيضها بقدر كبير على النحو المشار إليه، يتوقف على عوامل قد تتغير بين حين وآخر. وتضل الحقيقة وهي أن اتجاه سعر صرف أي عملة في مواجهة الدولار نحو الانخفاض من شأنه أن يترك أثرا عكسيا على جذب الاستثمار

الأجنبي وعلى نشاط السوق المالية بالتبعية، وعليه يمكن أن تنخفض تعاملات الأجانب وينخفض السوق بالتبعية مع انخفاض سعر العملة المحلية أو العكس[43]:ص(130).
* حجم الإنتاج الوطني:

إن تأثير التقارير على حجم الإنتاج الوطني يمكن أن يكون تأثير إيجابي، كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم، وهو ما ينبغي أن يوليه المحلل اهتماما خاصا لمعرفة الاتجاه المحتمل للتأثير. فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم، ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها، وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الإنتاج القومي قد تلقي بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل. يحدث هذا إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض من النقود بشكل يتوقع أن يسفر عن إحداث التضخم. كما سبقت الإشارة يترتب عن التضخم زيادة في سعر الفائدة ينجم عنها انخفاض أسعار الأسهم في السوق، وذلك من جراء الزيادة المحتملة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار[17]:ص(276-279).

1.3.1.1 تحليل ظروف الصناعة

عادة ما ينصرف تحليل ظروف الصناعة إلى مسألتين أساسيتين هما: تعريف وتصنيف الصناعة، والوقوف على الاعتبارات أو الجوانب الأساسية التي ينبغي أن يتركز عليها التحليل، ثم الأدوات الأساسية لتحليل ظروف الصناعة.
* تعريف وتصنيف الصناعة:

قبل القيام بتحليل ظروف الصناعة ذاتها، وأيضا تحديد موقعها – أي تصنيفها – بالنسبة لباقي الصناعات، فعادة ما ينصرف التعريف إلى طبيعة المنتج الذي تقدمه المنشأة، ثم مصدر المنافسة التي تواجهها، غير أنه في ظل تنوع خطوط الإنتاج يصبح تعريف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه عملية صعبة إلى حد كبير، فهناك منشآت داخل نفس الصناعة تنتج سلعا لا تنتجها منشآت أخرى في ذات الصناعة، كما قد توجد منشآت تنتمي لصناعات أخرى ولكنها تنتج سلعا منافسة لما تنتجه الصناعة. و لكي يعالج المحلل مثل هذه المشكلات، يصبح لزاما عليه أن يحدد مفهوم للصناعة يختلف باختلاف الهدف الذي يرمي إليه. فلو أنه بصدد التنبؤ بمبيعات صناعة أطقم الأطباق الفخارية، فقد يصبح عليه لزاما أن يأخذ في الحسبان مبيعات صناعة أطقم أطباق البلاستيك الفاخرة، ولا يقتصر دور المحلل في هذه المرحلة على تعريف الصناعة، بل ينبغي أن يمتد لتصنيف الصناعات حسب كيفية تأثرها بالدورات التجارية[43]:ص(130-131).

* الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة:

ينبغي أن ينصرف تحليل الصناعة إلى جوانب أساسية، نذكر منها ما يلي[34]:ص(76-79):

- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح: فأول خطوة للتنبؤ بمستقبل الصناعة هو تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح، فمثلا التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر يساعد في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية في دورة حياة الصناعة، والوقوف على فترات الازدهار ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد. كما أن لاستقرار نمو مبيعات الصناعة عبر الزمن أهمية خاصة، فكلما ازدادت درجة التقلب في النمو ازدادت مخاطر الاستثمار في تلك الصناعة.

- حجم الطلب وحجم العرض: فمن المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير، وكذلك ما إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب.

- ظروف المنافسة: للوقوف على ظروف المنافسة، على المحلل أن يسأل نفسه عما إذا كان هناك موانع تحد من دخول منشآت جديدة أم لا، ومن أهم تلك الموانع تميز منتجات الصناعة، والمزايا المطلقة في التكاليف، ومزايا الحجم الكبير.

- طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة: وذلك من خلال معرفة ما إذا كان المنتج قد بلغ مرحلة الإنتاج الكبير أم لا، فمثلا لو لم يوجد سوق كبير لمنتجات صناعة أجهزة الطباعة والتصوير لما أمكن لتلك الصناعة إنتاج أجهزة عل مستوى عالي من الكفاءة وبأسعار تنافسية، وكذا المستوى التكنولوجي وما إذا كانت الصناعة تعتمد أكثر على العمالة أو الآلات.

1.3.1.2 التحليل الفني

ينصرف اهتمام التحليل الفني بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، والتي يمكن من خلالها تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري، فحركة الأسعار في الماضي – وفقا لهذا المدخل – تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل [45]:ص(141).

1.3.1.2.1 فلسفة التحليل الفني

في دراسة شاملة قدم روبرت ليفي سنة 1966 ملخصاً للفلسفة والتحليل التي يقوم عليها التحليل الفني، نذكرها فيما يلي [17]:ص(421-425):

- أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.
- أن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد.
- يعطي السوق- آليا وبصفة مستمرة – وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.
- أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، وتستمر في ذلك لفترة طويلة من لوقت.
- إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب.

على هذا الأساس يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر ورقة مالية معينة ومؤشرات سوقية أخرى مثل حجم الأسهم المباعة، وكما يبدو فإن التحليل الفني يبتعد كثيراً عن الفكر الذي يقوم عليه التحليل الأساسي، فهو لا يعترف بمفهوم كفاءة السوق الذي هو الدعامة الأساسية التي تركز عليها أسواق رأس المال.

تهتم الأساليب الفنية لتحديد الاتجاهات بالمتوسطات المتحركة ومعدلات التغيير وخطوط الاتجاه والنماذج السعرية... الخ، ويلى ذلك توضيح المؤشرات المختلفة التي يمكن تجميعها لتكوين صورة عن نوع التطور الذي سيلحق بالسوق، فدراسة السوق هي الركن المهم للتحليل الفني، فتحول الاتجاهات السعرية الرئيسية يسبقها على الدوام قوة خفية في هيكل السوق، ولذلك يجب تحليل طبيعة السوق، وذلك من خلال تحليل اتجاهات المستثمرين والتي تعتبر المسؤولة عن تحركات الأسعار، ويتم ذلك من خلال أربعة جوانب أساسية هي [46]:ص(164-165):

- السعر: تعكس التغيرات في أسعار الأسهم التغيرات في موقف المستثمر، أما مؤشر السعر فإنه يبين مستوى هذا التغيير.

- الزمن: وهو البعد الثاني فيقيس كل من التغيرات الدورية المتكررة في سيكولوجية المستثمر ومداهها، فالتغيرات الدورية في ثقة المستثمر تمر بدورات واضحة بعضها طويل الأجل وبعضها قصير الأجل وذلك لأن المستثمرين يتأرجحون بين التفاؤل الزائد عن الحد إلى التشاؤم الزائد عن الحد. ويكون مستوى تحرك السعر في السوق عادة بفعل عنصر الزمن، فكلما طال الزمن الذي يستغرقه المستثمرون في الانتقال من صعود بالغ في أسعار الأسهم إلى نقيضه من هبوط مبالغ، كلما زاد الاحتمال في التغيير السعري.

- الحجم: يعكس الحجم كثافة التغيرات في مواقف المستثمرين، فعلى سبيل المثال فإن ارتفاع أسعار الأسهم في ظل انخفاض حجم التداول لا يتساوى في القوة مع ارتفاع أسعار الأسهم المصحوبة بحجم تداول مرتفع.

- الاتساع: وهو يقيس مدى الانفعال وهي مسألة هامة طالما أن أسعار الأسهم تتحرك لأعلى على جبهة عريضة، فإن الاتجاه العام يتوزع بين أغلب الأسهم والصناعات، موضحاً بذلك انتعاشاً اقتصادياً بوجه عام، ومن جانب آخر عندما يضيق الاهتمام ويقتصر على عدد قليل من الأسهم منخفضة المستوى، فإن هذا معناه أن نوعية الاتجاه قد اضمحلت، ويكون استمرار الصعود في أسعار الأسهم بالبورصة مشكوك فيه إلى حد كبير.

لكن الاعتراض الأساسي على فلسفة التحليل الفني فتتعلق بمدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير. فالاعتقاد في أن اتجاه معين في الأسعار يستمر لفترة طويلة من الزمن، يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة التي من شأنها أن تحدث تغيراً في العلاقة بين العرض والطلب، لا تأتي للسوق في لحظة معينة ولكنها تأتي إليه عبر فترة زمنية، وهذا راجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة، ويجرون عليها التحليل، ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين.

ومن أهم النظريات المشهورة لتحليل الفني نظرية دو (Dow theory)، [47]:ص(242) وتنسب النظرية على تشارلز دو الذي ينسب له أيضاً مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة، أما سمعة وشهرة النظرية أنها تنبأت بأزمة سوق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات، والتي نجم عنها الكساد الكبير.

تشير النظرية إلى وجود ثلاث حركات سعرية لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت، الأولى تغيرات سعرية تحدث من يوم لآخر، ويطلق عليها بالتقلبات اليومية، والثانية تغيرات سعرية متوسطة يطلق عليها الحركات السعرية الثانوية يتراوح حدوثها ما بين أسبوعين إلى شهر أو أكثر، ويستمر التغير الواحد لفترة تصل إلى بضعة شهور حتى يحدث تغير ثانوي آخر. وأخيراً التغيرات السعرية التي تمثل الواحدة منها تجميعاً لأثار سلسلة من الحركات السعرية الثانوية على مدار فترة زمنية تصل إلى أربع سنوات أو أكثر، حيث يستمر التغير لبضع سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه مضاد، ويطلق على هذا النوع بالاتجاه الأساسي أو الجوهرية، كما يطلق عليه بالسوق الصعودي أو السوق النزولي حسب اتجاه الأسعار.

1.3.2 مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلاً، حيث تعطي فكرة سريعة عن اتجاه أسعار الأسهم والسندات المتداولة فيه، وإذا كان نشاط المنشأة التي تتداول أوراقها المالية في السوق يمثل الجانب الأكبر والرئيسي من النشاط الاقتصادي في الدولة، وكان السوق يتسم بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة.

1.3.2.1 مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية

للمؤشرات عدة تعريف و عدة استخدامات يمكن التفصيل فيها من خلال الأتي:

1.3.2.1.1 تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية، يمكن ذكر ما يلي:

التعريف الأول: مؤشر سوق الأوراق المالية " هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤثر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها، ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم" [48]:ص(251).

التعريف الثاني: " تجميع عدد كبير من أسهم الشركات المتداولة أسهمها في البورصة – واعتبارها محفظة مالية واحدة – ويوضح ما إذا كانت هذه المحفظة ارتفعت أسعارها ام انخفضت، فإذا ارتفعت أسعارها أظهر المؤشر صعوداً، أما إذا انخفضت أسعارها عن اليوم السابق أظهر المؤشر هبوطاً".

التعريف الثالث: "يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه".

يلاحظ من خلال التعريف أنه يعتمد على جملة من المعطيات نذكر منها:

- قيمة الأسهم الشركات.

- أسهم الشركات المنظمة وغير المنظمة.

كما يلاحظ أن القيمة تتحدد عن طريق حاصل ضرب الكمية المباعة من الأوراق المالية في سعرها. ومن هذا المفهوم نستنتج أنه هناك نوعان من المؤشرات:

- مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة، ومؤشر ستاندر د أند بور.

- مؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة، ومن أمثلتها مؤشر داو جونز لصناعة النقل، ومؤشر ستاندر د أند بور لصناعة الخدمات العامة التي تنتج خدمات الكهرباء والماء والتلفزيون وما شابه ذلك.

1.3.2.1.2 كيفية بناء المؤشرات

على الرغم من التفاوت بين المؤشرات من حيث بنائها، فإنها تقوم على ثلاث أسس هي [43]:ص(93)-

(101):

* ملائمة العينة:

يقصد بالعينة في هذا الصدد الشركات التي استخدمت أسهمها في بناء المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب:

* الحجم: فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

* الاتساع: فيقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق.

* المصدر: فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق المالية".

* الأوزان النسبية لمفردات العينة:

يقصد بالأوزان النسبية في هذا الصدد القيمة النسبية للسهم داخل العينة، وهناك مدخلان شائعان لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي تقوم عليها المؤشر، نذكرها كما يلي [43]: ص(102):

- مدخل الوزن على أساس السعر: يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر، ولما كان المؤشر يعكس حالة السوق، فإنه عادة ما يطلق عليه بعائد السوق، والأهم من كل ذلك أن المتوسط المستخرج لأسعار الأسهم أي قيمة المؤشر المحسوبة يرمز له بعدد النقاط.

يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يعتمد فقط على سعر السهم، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المؤسسة أو حجمها، فلو أن هناك مؤسستين متماثلتين تماماً، حيث أن القيمة السوقية لحقوق الملكية لكل منهما متساوية، غير أن الأسهم العادية للمؤسسة الثانية يساوي ضعف عدد الأسهم العادية للمؤسسة الأولى، فإن سعر سهم المؤسسة الأولى يساوي ضعف المؤسسة الثانية، ووفقاً لمدخل السعر سيكون وزن سهم المؤسسة الأولى داخل المؤشر أكبر من مثيله للمؤسسة الثانية. وكما يبدو فإن هذا لا يرجع إلى التفاوت في القيمة الاقتصادية للمؤسسة أو أهميتها، بل يرجع فقط إلى تفاوت عدد الأسهم العادية الذي يتكون منها رأس المال، في حين أن القيمة الكلية لكل من للمؤسستين واحدة. كما أن تجزئة أحد الأسهم المكونة للمؤشر من شأنه أن يحدث خللاً في المؤشر ككل [43]: ص(102)- (105).

- مدخل الوزن على أساس القيمة: في ظل هذه الطريقة يعطى وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر، هذا يعني أنه يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمؤسسة التي تتساوى القيم السوقية

لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن تجزئة الأسهم لن يحدث أي خلل في كيفية حساب المؤشر.

يعاب على هذا المدخل أن التغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولد منه يختلف باختلاف سعر السهم الذي تسبب في إحداث التغيير. ولا يعتبر السعر هو المصدر الوحيد للتحيز، ذلك أن التباين قد ينشأ أيضاً عن التباين في حجم المنشأة داخل العينة.

1.3.2.3 إجراءات حساب المؤشر

في مؤشرات أوزان الأسعار تحسب قيمة المؤشر على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها، وفي عدد قليل منها يحسب على أساس المتوسط الهندسي كما يلي:

$$G = \sqrt{P_1 \times P_2 \times \dots \times P_{n-1}}$$

1.3.2.2 استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية

نظراً لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظراً للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر ما يلي [34]: ص(112-113):

* إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

إذا ما كانت التشكيلة التي اختير منها المؤشر، هي عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق فلا بد أن يعكس المؤشر حركة أسعار كافة الأسهم المتداولة، وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية – إيجاباً وسلباً- بمجرد مقارنته بنسبة التغير الذي طرأ على مؤشر السوق، وذلك دون حاجة إلى قيام المستثمر بمتابعة أداء كل ورقة مالية على حدة.

* التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات:

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتقيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيده عملية اتخاذ القرار [17]: ص(247).

* الحكم على أداء المديرين:

وفقاً لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً، يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يتوقع منه أن

يحقق عائدا أعلى من متوسط عائذ السوق، وللتحقق من نجاحه في ذلك يمكن استخدام عائذ أحد المؤشّرات الذي يعكس عائذ السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائذ الفعلي الذي حقّقه محفظة المؤسسة المعنية.

* التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد:

القيمة السوقية للسهم تعكس الأداء المستقبلي للشركة المعنية، والمؤشّر ما هو إلا ملخص لاتجاه أسعار أسهم المؤسسات المكونة له، وبناء عليه فإن ارتفاع قيمة المؤشّر، تعني بالتبعية توقعات بأداء مستقبلي أفضل لتلك المؤسسات، ولما كان المؤشّر هو تعبير عن السوق ككل، فإن الأداء المتميز للمؤسسات لا بد وأن ينعكس على الأداء المستقبلي للاقتصاد ككل، شرط أن تكون عينة المؤشّر ممثلة للقطاعات الاقتصادية الرئيسية. وأن تكون السوق كفاء [48]:ص(252).

* تقدير المخاطر المنتظمة للاستثمار:

يمكن استخدام المؤشّرات لقياس المخاطر المنتظمة لأي استثمار أو ما يطلق عليها بمخاطر السوق، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار محل الاهتمام، ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشّرات التي تقاس حالة السوق بصفة عامة.

1-3-2-3 بعض مؤشّرات أسواق الأوراق المالية الدولية

وتختلف مؤشّرات أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشّر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف المؤشّرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بناءها، نوجزها فيما يلي:

1.3.2.3.1 مؤشّرات الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

يمكن تقسيم المؤشّرات شائعة الاستخدام إلى مجموعتين رئيسيتين، وهما مؤشّرات تحسب فيها الوزن النسبي داخل العينة على أساس السعر الذي يباع به السهم ومن أمثلتها مؤشّر داو جونز لمتوسط الصناعة، ومؤشّرات يحسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم ومن أمثلتها مؤشّر ستاندر آند بور 500. * مؤشّر داو جونز الصناعي:

يعدّ مؤشّر داو جونز "Dow djones" أقدم المؤشّرات وأكثرها شيوعا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 فيفري 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو "تشارلز دو"، وقد قام المؤشّر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهما في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم سنة 1916، ليصل إلى 30 سهم سنة 1928، ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشّر. وتمثل تلك الأسهم (30 شركة) تتسم بارتفاع قيمتها السوقية، وبالعراقلة، وبضخامة رأس المال السوقي وعدد المساهمين.

في البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها ، غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح أمرا غير مقبول، خاصة عندما تحدث تجزئة لأسهم إحدى الشركات داخل العينة التي يشتمل عليها المؤشر، أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهما جديدة مقابل توزيعات، مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم. وللتغلب على الخلل الناجم عن انخفاض وزن السهم الذي تم تجزئته ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم عليه Divisor جديد، ليس هو عدد الأسهم المكونة للمؤشر، بحيث يكون الناتج مساو تماما للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل التجزئة، وهو ما يعكس بقاء حالة السوق على ما كانت عليه، وتحدد قيمة المقسوم عليه Divisor التي تحقق هذا الشرط كما يلي[17]:ص(260):

$$\frac{\text{(ق) قبل}}{\text{(و) قبل}} = \frac{\text{(ق) بعد}}{\text{(و) بعد}}$$

حيث تمثل:

ق: القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر قبل وبعد التجزئة.

و: قيمة المقسوم عليه قبل وبعد التجزئة.

وقد تعرض المؤشر لمجموعة من الانتقادات، نذكر منها ما يلي[43]:ص(106-107):

- العينة ومدى تمثيلها: كما سبق الإشارة إليه تتكون العينة التي يقوم عليها المؤشر من 30 سهم، بمعدل سهم لكل مؤسسة، في الوقت الذي يصل فيه حجم العينة في مؤشرات أخرى إلى بضع مئات أو آلاف من الأسهم في المؤشرات الأخرى، بل وقد يقوم المؤشر على جميع الأسهم المتداولة مثل بورصة نيويورك، يضاف إلى ذلك أن مجموع القيم السوقية لأسهم المؤسسة الممتثلة في العينة، لا يتجاوز 23% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، وهو ما قد يعطي انطبعا بان العينة قد لا تكون ممثلة، ومن ثم لا يعد المؤشر - من الوجهة النظرية على الأقل- مقياسا جيدا لحالة السوق.

- طريقة حساب قيمة المؤشر: تقوم طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن للسهم وفقا للسعر الذي يباع به، ومعنى هذا أن السهم ذا السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة، وذلك على الرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشرا لأهمية المؤسسة أو قوتها الايرادية، إضافة إلى أن المؤشر لا يجري تعديله في حالة إصدار أسهم مقابل توزيعات، إذا كانت تلك الأسهم المصدرة تقل عن 10% من مجموع أسهم المؤسسة.

- إستعاب التجزئة: لا تقوم الطريقة التي يجري بها تعديل المؤشر لاستعاب التجزئة على أي منطوق أو إستراتيجية يمكن أن يتبعها المستثمر الذي بنى محفظة أوراقه المالية على غرار مؤشر داو جونز.

ولحسم الانتقادات هناك ثلاثة معايير على مدى ملائمة مؤشر داو جونز نذكرها فيما يلي:

- حجم معامل الارتباط.

- قيمة المؤشر مع قيمة المؤشرات الأخرى.

- درجة التقلب في المؤشر مقارنة بدرجة التقلب في قيم المؤشرات الأخرى.

وعليه يمكن القول بأن الانتقادات التي توجه إلى مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة كلها ذات طابع نظري، وليس لها تأثير يذكر على أرض الواقع.

* مؤشر ستاندر أندبور 500:

تتكوّن العينة التي يقوم عليها " ستاندر أند بور S & P 500 " من 500 سهم تمثل 400 مؤسسة صناعية، 40 مؤسسة منافع عامة (كالكهرباء، الماء...)، 20 مؤسسة للنقل، 40 مؤسسة تعمل في المجال المالي، وكلها مؤسسات كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في سوق نازداك، وقد تفرع عن هذا المؤشر أربعة مؤشرات (مؤشر الصناعة 300 سهم، مؤشر مؤسسات المنافع العامة 40 سهم، مؤشر النقل 20 سهم، ومؤشر المؤسسات المالية 40 سهم)، وهو واحد من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة، ويتم حساب قيمة المؤشر في يوم ما كما يلي [43]:ص(107-108):

$$\text{قيمة المؤشر في يوم ما} = \frac{\text{مجموع رأس المال السوقي في ذلك اليوم للمنشأة الممثلة في المؤشر}}{\text{مجموع رأس المال السوقي يوم إنشاء المؤشر}} \times 1000$$

وعلى عكس مؤشر داو جونز، لا يتأثر " ستاندر اندر بور " بالتجزئة أو بإصدار أسهم في مقابل توزيعات طالما انه يعدل تلقائياً، ففي حالة التجزئة مثلاً يعوض انخفاض السعر زيادة في عدد الأسهم بنفس النسبة، وهو ما يعني عدم حدوث أي تغير في القيمة السوقية لحقوق الملكية. ومن أهم الانتقادات التي قدمت لمؤشر " ستاندر اندر بور"، أنه عند حساب العائد للمؤشر من هذا النوع – أي التي تقوم على مدخل القيمة- يتحيز لصالح المؤسسات التي يكون سعر أسهمها أكبر، وتلك التي تتسم بضخامة الحجم.

* مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

من أسهر المؤشرات التي يكثر استخدامها في البورصة اليابانية، ما يلي [5]:ص(123-124):

- مؤشر نيكاي NIKKEI: يتكون من 225 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة بورصة طوكيو للقسم الأول، وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته [104]:ص(290-291)، والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبياً والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

- مؤشر توبيكس TOPIX: يحتوي على كل الأوراق المالية للقسم الأول من بورصة طوكيو (حوالي 1100 ورقة مالية)، وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1100 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني، وجاء موزوناً على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية

البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي، حيث يستخدم المؤشران كقاعدة للمتاجرة في السوق المشتقة.

* مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا [48]:ص(179):

- مؤشر كاك cac 40:

يعد أكثر شهرة واستعمالا في فرنسا، بحيث يغطي 40 مؤسسة (المنتجات القاعدية، قطاع البناء، التجهيزات، سلع الاستهلاكية معمرة، سلع استهلاكية غير معمرة، مواد غذائية، الخدمات، مؤسسات مالية)، وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 31 ديسمبر 1987 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة، وتتم عملية حساب المؤشر كاك cac 40 وفق الصيغة الموالية:

$$\text{مؤشر cac40} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}} \times 1000$$

والمشرفون عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت على اتجاه البورصة الفرنسية.

وهناك مؤشرات أخرى في البورصة الفرنسية نذكر منها (مؤشر CAC20، مؤشر CAC 90، مؤشر CAC 100).

* مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا:

هناك مؤشران أكثر استخداماً وشهرة في البورصات البريطانية وهما:

- المؤشر فيناشل تايمز " FTSE " financial times stock of exchange.

- مؤشر فيناشل لكثافة الأسهم FT-All – Share.

* مؤشر فاينانشال تايمز FT-SE 100 Chare index 100 :

يُعدُّ هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك بإسم (Foot's) ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائمة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الأقفال ليوم العمل المنتهي في 30 ديسمبر 1983 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجع ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لارتجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس المال الشركات المصدرة للأسهم المؤشر ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام

إلكتروني معين يطلق عليه EPIC اختصار لمصطلح Electronic price information computer. ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقه بحاسبات آلية " TOPIC " وهي إحتصار لمصطلح Teletext out put of price information by computer، ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر [106]:ص(251-252).

* مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم FT-All – Share :

يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن إستخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا Beta وهناك العديد من صناديق الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروبا في 2.

1.3.3 مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية على درجة عالية من الخطورة أكثر من الأسواق العادية، وذلك بسبب التقلبات الكبيرة التي تحدث بها، حيث ينطوي التعامل بها على مجازفة وخطر كبيرين، وهو ما رأيناه في الهزات والانهيارات الكبيرة في شرق آسيا وروسيا وأمريكا اللاتينية، وحتى أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية في السنوات الأخيرة.

1.3.3.1 تعريف المخاطرة

يمكن تعريف المخاطرة على أنها " احتمالات وقوع الخسائر، حيث أن مخاطر الاستثمار بالأسهم العادية تعني احتمال أن يكون العائد المحقق أقل من العائد المتوقع، وكلما زاد هذا الاحتمال فإن نسبة المخاطرة تزداد" [49]:ص(51).

يهتمُّ المستثمر بالعائد المتوقع من الورقة المالية والمخاطر المرتبطة بهذا العائد، وغالباً ما يتساوى العائد الفعلي مع العائد المتوقع في ظل ظروف التأكد. أما في حالة عدم التأكد فالأمر يختلف، حيث تنشأ المخاطر المصاحبة للاستثمار نتيجة عدم التأكد الجزئي من تحقيق العائد المتوقع، وعلى الرغم من تعرض كافة أنواع الأوراق المالية المتداولة بالبورصة للخطر، إلا أن هناك اختلاف في نوعية المخاطر ودرجة تأثيرها على الأوراق المالية، حيث أن المخاطر الأساسية المرتبطة بالأسهم أعلى من المخاطر المرتبطة بالسندات، على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى.

1.3.3.2 أنواع المخاطر بسوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم المخاطر بسوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

1.3.3.1 المخاطر غير المنتظمة

وهي كافة المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية في السوق وتنتج عن أحداث معينة تؤثر على عوائد ورقة مالية أو مؤسسة مالية معينة، فعلى سبيل المثال عند الاستثمار أوراق مالية لشركة ما تتمثل المخاطر غير المنتظمة هنا أن يطرأ ضعف في إيرادات الشركة وصافي ناتج أعمالها أو يحدث بها حادث مفاجئ يسبب خسائر كبيرة أو حوادث اختلاس داخل الشركة، أو إضراب العامل أو سوء إدارة الشركة أو ارتفاع مستوى الديون، مما يؤدي إلى هبوط أسعار أسهم هذه الشركة، ومن ثم خسارة الاستثمار، ويمكن التخفيض من حدة هذه المخاطر بتنويع مكونات المحفظة المالية للمستثمر، لأن أي تأثيرات سلبية على شركة ما قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى، ومن خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي [50]:ص(67-68):

- تنشأ بفعل عوامل تخص المؤسسة ذاتها.
- تؤثر فقط على المؤسسة المعنية.
- يمكن تجنبها بالتنويع وذلك بمسك بدائل متعددة للاستثمارات.
- مقياسها المطلق الانحراف المعياري، والنسبي التباين أو الاختلاف.

1.3.3.2 المخاطر المنتظمة

تعرف المخاطر المنتظمة أو ما يسمى بالمخاطر العامة أو السوقية بأنها عبارة عن ذلك التقلب بالعائد نتيجة عوامل مشتركة تؤثر على النظام الاقتصادي ككل (اقتصادية، سياسية، قانونية... الخ) غير القابلة للسيطرة، تصيب جميع الأوراق المالية في السوق [51]:ص(269-271)، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على مؤسسة معينة أو قطاع معين دون أن يكون للإدارة أو متخذي القرارات أي قدرة على تحديدها أو السيطرة عليها، مثل حالات الكساد أو حالات التضخم أو التغيرات في معدلات أسعار الفائدة أو الحروب والأزمات وغيرها، فجميع الاستثمارات تتأثر بهذه الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة ومتباينة، تختلف بين استثمار وآخر ومن قطاع لآخر وأكثر المؤسسات التي تتعرض للمخاطر المنتظمة تلك التي تتأثر مبيعاتها⁽¹⁾، والتالي تتعلق عوائدها بمستوى النشاط الاقتصادي. ومن ذلك نصل إلى أن المخاطر المنتظمة تتسم بالخصائص الآتية [50]:ص(66):

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي ككل.
- تؤثر في جميع المؤسسات العاملة.
- لا يمكن تجنبها من خلال التنويع.

- يمكن قياسها بمعامل بيتا β Coefficient.

هذا يعني أن مضمون المخاطر النظامية يشير إلى أن أسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه واحد، وبذلك المستثمر لا يستطيع السيطرة على هذه المخاطر، لذلك تسمى بالمخاطر غير القابلة للسيطرة، أو غير القابلة للتنوع.

إلى جانب المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، هناك مخاطر أخرى يمكن أن يتعرض لها المستثمر في سوق الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

* مخاطر السوق:

يقصد بمخاطر السوق، المخاطر التي يترتب عليها تغيرا في سلوك المستثمرين نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة يترتب عليها انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية، ويكون تعرض المستثمرين بالأسهم العادية أكثر عرضة بهذا النوع من المخاطر، ومن أمثل ذلك ما أصاب بورصة نيويورك عام 1963 بعد أنباء اختيال الرئيس الأمريكي كينيدي، حيث حصلت عمليات بيع للأوراق المالية بشكل هستيري، اضطر المسؤولين عن البورصة بإغلاق أبوابها، نتيجة انخفاض قيم الأسهم بشكل كبير، بالإضافة إلى ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية الثلاثينيات خلال فترة الكساد العالمي، وما عرفته أسواق الأوراق المالية من انخفاض كبير. كما لا ننسى حجم الخسائر التي تكبدها البورصات العالمية في الآونة الأخير بعد الأزمة المالية التي ضربت الاقتصاد الأمريكي عام 2008، لتنتشر بعدها لباقي دول العالم وخاصة أسواق الأوراق المالية، وما عرفته من انهيارات شديدة لانخفاض القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة بها.

* مخاطر التضخم:

تتمثل مخاطر التضخم بالمخاطر الناشئة عن انخفاض القوة الشرائية لقيمة الاستثمار، أو العائد الذي يتوقع منه نتيجة لوجود حالة التضخم في الاقتصاد، فالأموال التي توجه للاستثمار في أصول مالية اليوم تملك قوة شرائية أعلى من قيمة تلك الأموال حين تسترد بعد فترة من الزمن، وفقا لما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود، وبالتالي أصبح المستثمرين عموما بسبب شيوع حالة التضخم في كل اقتصاديات العالم، رغم تباينها يبحثون عن الاستثمارات التي يمكن أن تحميه أو تجنبه الآثار السلبية للتضخم. والأوراق المالية ذات العائد الثابت كالسندات أكثر عرضة لمخاطر التضخم عن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المتغير كالأسهم. ويعود السبب في ذلك، إلى أن القيمة السوقية للسهم العادي في السوق المالية تستجيب بطبيعتها على التغيرات الحاصلة بسبب الظروف التضخمية، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم سوف ترتفع بسبب تلك الاستجابة، مما يحافظ على القيمة الأصلية للاستثمارات في الأسهم، وبهذا التوقع فإن المستثمر في الأسهم يكون بعيدا عن هذا النوع من المخاطر، قياسا بما يتعرض له المستثمر في السندات.

* مخاطر معدلات الفائدة:

وهي المخاطر الناشئة عن التقلبات المفاجئة في معدلات العائد المتوقع عن معدلات العائد الفعلية، بسبب التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الاستثمار، وما هو معروف للمستثمرين في الأوراق المالية أن قيمة السندات تتغير وفقاً للتغير في أسعار الفائدة في السوق وبصورة عكسية، أي عندما ترتفع أسعار الفائدة تنخفض أسعار السندات والعكس صحيح، فإذا كان السند المستثمر فيه يحقق عائداً مقداره 10% سنوياً وحدث أن ارتفعت أسعار الفائدة السوقية بسبب ظروف اقتصادية ومالية إلى 13%، فإن هذا الارتفاع يؤثر بصورة مباشرة على قيمة الاستثمار في السندات فيؤدي إلى انخفاضها، ويعود السبب في ذلك إلى أن القيمة أسعار الفائدة السوقية ما هي إلا معدلات الخصم والتي ستخصم بها قيمة العوائد المتحققة للسند، وما يجب توضيحه أن الاستثمار في السندات وبسبب كون العائد فيها ثابت تكون عرضة أكثر من غيرها لمخاطر أسعار الفائدة [50]:ص(81).

خلاصة الفصل:

سوق الأوراق المالية كغيره من الأسواق الأخرى، يتم من خلاله بيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، من أسهم وسندات بمختلف أنواعها، في أماكن مخصصة عن طريق وسطاء مؤهلين، ونظراً للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في العديد من اقتصاديات دول العالم، تنامي الاتجاه نحو الاهتمام بها، حيث تمثل مصدراً هاماً لتوفير الاستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة، فضلاً عن أهميتها الحيوية في تمويل القطاعات التي يوجد لديها عجزاً في السيولة النقدية.

التعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال وسطاء مختصين لإتمام عملية البيع والشراء، تتوفر فيهم شروط الكفاءة المطلوبة، حيث تتم مختلف العمليات من خلال مجموعة من الأوامر يعطيها المشتري أو البائع لوسيطه لإبرام الصفقة.

الاستثمار في الأسهم والسندات يتطلب الإلمام بالظروف الأساسية الخاصة بالمؤسسات المصدرة لهذه الأوراق المالية، وتحليل جميع البيانات والمعلومات الخاصة بها، والحكم على جودتها، بالإضافة إلى التعرف على حالة الأسواق المالية وذلك من خلال أهم المؤشرات بها، باعتبارها ذات دلالة على حالة السوق المالي.

ونظراً لضخامة الأموال المستثمرة بهذه الأسواق في شكل أوراق مالية تعود للعديد من المؤسسات العاملة في الاقتصاد، قد تكتنفها مجموعة من المخاطر منها ما هو منتظم نتيجة لعوامل مشتركة مؤثرة على العائد بشكل عام، سواء كانت اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية... الخ، أو غير منتظمة متعلقة بالمؤسسة المصدرة لتلك الأوراق كل على حدى، غير أنه وفي ظل التحرير المالي، وترابط اقتصاديات دول العالم وعولمة الأسواق المالية أصبحت الأسواق المالية أكثر اضطراباً وأكثر تضرراً باعتبارها مرآة عاكسة للاقتصاد الحقيقي، وهذا ما حدث في الآونة الأخيرة أين عرف الاقتصاد الأمريكي أزمة مالية وصفة أنها الأعنف منذ أزمة الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي، لتنتقل فيما بعد لباقي دول العالم.

الفصل 2

الأزمة المالية العالمية الراهنة

عرف العالم ومنذ القدم عدة أزماتٍ مالية، ولعلَّ أهمها الركود الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي، وحتى يومنا الحاضر والعالم يَعرف انهياراتٍ متتالية في الأنظمة المالية في كلا العالمين المتقدّم والمتخلف. كل هذه الأزمات كانت تختلف ظاهرياً من حيث الأسباب التي أدت إليها، ولكنها تشترك في ظاهرة أساسية تنتهي إليها ومنها يبدأ الانهيار، وهي ظهور مديونيةٍ كبيرة تفوق طاقة الاقتصاد، وهو ما حدث فعلاً في سوق الرهن العقاري الأمريكي، الذي كان بداية سنة 2007م، أين شهد العالم أزمة مالية بدأت في الاقتصاد الأمريكي لتنتشر بعدها إلى باقي الاقتصاد العالمي.

شهد الاقتصاد الأمريكي بداية من سنة 2007 أزمة الرهن العقاري، والتي كانت نتيجة التوسّع الكبير في منح القروض العقارية للعائلات ليس لها القدرة على السداد، بالإضافة إلى أسباب أخرى تبلورت لسنواتٍ عدة لثمّه لأزمة هي الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير الذي ضرب الاقتصاد العالمي في ثلاثينيات القرن الماضي، ولم تقتصر تداعيات الأزمة المالية الراهنة على الاقتصاد الأمريكي فقط، بل امتدّت لتؤثّر على جميع اقتصاديات دول العالم؛ نظراً لترابط اقتصادياتها؛ الأمر الذي ساعد على سرعة انتشارها، وحدّة تأثيرها.

لأجل التخفيف من حدّة الأزمة، بادرت حكومات الدول، وفي مقدمتها الولايات المتحدة الأمريكية، إلى اتّخاذ جملةٍ من الإجراءات للحدّ من تداعيات الأزمة، وإنقاذ المؤسسات المالية الكبرى في البلاد، إضافة إلى الإجراءات المتخذة على المستوى العالمي.

وللتعرّف على حيثيات وأسباب الأزمة، وتداعياتها على الاقتصاد العالمي، ومُجمل الإجراءات المتخذة للحدّ من تداعياتها، فقد تمّ تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالاتي:

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية.

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية الراهنة.

المبحث الثالث: الإجراءات المتخذة للحدّ من تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة.

1.2 ماهية الأزمات المالية

على الرغم من تعدد المؤلفات حول الأحداث التاريخية للأزمات المختلفة التي صادفت البشرية خلال القرون الماضية، إلا أن الإسهام النظري العلمي من أجل تحديد مفهوم دقيق للأزمات ما زال محدوداً. فتفسير الأزمات وبحث جوانبها أمرٌ شاقٌ وصعب؛ فالأزمة الحديثة في عالمنا المعاصر غامضة، وإن وضحت أسبابها وجوانبها ومناخها المحيط، وخاصة في ظل العولمة المالية وتحرر أسواق المال، ازداد انتشار عدوى الأزمات وتفاقت حدتها.

1.1.2 مفهوم الأزمة المالية

يُعتبر مفهوم الأزمة المالية من المفاهيم الواسعة الانتشار في المجتمعات الحديثة؛ نظراً لما تُحدثه هذه الأخيرة من انعكاساتٍ سلبية تمسُّ مختلف جوانب الحياة؛ وعليه فقد جاء في مفهوم الأزمة المالية ما يلي:

1.1.1.2 تعريف الأزمة

يختلف مفهوم الأزمة حسب اختلاف زوايا النظر إليها، ويمكن تعريفها كما يلي:

- من الناحية الاجتماعية:

هي « نقطة حرجة تواجه المنظومة المجتمعية، ينتج عنها خللٌ أو توقُّفٌ بعض أو كل الوظائف الحيوية للمجتمع، وتشمل على تدمير مادي أو معنوي أو كلاهما معاً، يصاحبه تداعٍ سريع في الأحداث؛ مما يُنشِط عناصر عدم الاستقرار في النظام، ويدفع سلطة اتخاذ القرار لضرورة التدخل السريع لمواجهة الموقف، ولإعادة التوازن لهذا النظام؛ حيث تنقسم هذه الحالة إلى ثلاثة عناصر هي [52]:ص(7):

- تهديد لأبعاد المنظومة المجتمعية (الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية، الأيديولوجية).

- اختلافات مفاجئة في الحياة العادية.

- ضغط الوقت وتسارع الأحداث.

وتُعرَّف على أنها: « توقُّف الأحداث المنظمة والمتوقَّعة، واضطراب العادات والعرف؛ مما يستلزم

التغيير السريع لإعادة التوازن، ولتكوين عاداتٍ جديدة أكثر ملائمة » [53]:ص(13).

كما تُعرَّف على أنها: « تعرُّض الفرد، أو الجماعة، أو المنظمات، أو المجتمعات، إلى مواقف حسَّاسة وحرجة ومؤلمة، وتزداد حدة الألم إذا تجاهلنا وأهملنا تلك الإنذارات والإشارات المصاحبة » [54]:ص(19).

- من الناحية الاقتصادية:

هناك اختلافٌ بين التعاريف التي قدّمها الباحثون للأزمة؛ فهناك من يُعرّفها على أنها: « موقفٌ طارئٌ يُحدث ارتباكاً في سلسلة الأحداث اليومية للمنظمة، ويؤدّي إلى سلسلةٍ من التفاعلات ينجم عنها تهديداتٌ ومخاطر ماديّة ومعنوية للمصالح الأساسية للمنظمة؛ ممّا يستلزم اتّخاذ قراراتٍ سريعة في وقتٍ محدّد، وفي ظروف يسودها التوتّر نتيجةً لنقص المعلومات، وحالة عدم التّيقّن التي تُحيط بأحداث الأزمة » [55]:ص(166).

كما عرّفها آخرون بأنها: « موقفٌ أو حالةٌ يواجهها متّخذ القرار في أحد الكيانات الإدارية (دولة، مؤسسة، مشروع،...)، تتلاحق فيها الأحداث وتتداخل، لقصور المعرفة، وقلة البيانات والمعلومات، وتتشابك الأسباب بالنتائج، يفقد معها متّخذ القرار قدرته على محاولة السيطرة، أو على معرفة اتجاهاتها المستقبلية » [56]:ص(115).

كما جاء في تعريفها: « هي موقفٌ أو حالةٌ خلل وعدم توازن النظام، تتلاحق فيها أحداثٌ سريعة مفاجئة، وتزداد حدّة تضارب المصالح والضغوط الداخلية والخارجية؛ حيث تُؤدّي إلى صعوباتٍ في اتخاذ القرار لزيادة درجة المجهول، وعدم التأكيد وقصور المعلومات وضغط الوقت » [57]:ص(6).

2.1.1.2 تعريف الأزمة المالية

للأزمة المالية عدّة تعاريف تختلف فيما بينها، حسب فهم وتفسير الباحث لها، وكذلك حسب الجانب الذي يُريد أن يدرسه فيها، يمكن أن نذكر منها ما يلي:

تُعرّف بأنها « تلك الحالة التي تمسُّ أسواق البورصة وأسواق الائتمان، لبلدٍ معين أو مجموعةٍ من البلدان، مسببةً بدورها أزمةً اقتصاديةً ثم انكماشاً اقتصادياً، عادةً ما يصاحبه انحصارُ القروض، ونقصُ السيولة النقدية، وانخفاضُ الاستثمار، وحالةٌ من الذعر والحذر في الأسواق المالية » [58]:ص(3).

كما يمكن تعريفها على أنها: « انهيارٌ في الأسواق المالية مصحوبٌ بفشلٍ عددٍ كبيرٍ من المنظمات المالية وغير المالية، مع انكماشٍ حادٍ في النشاط الاقتصادي الكلي » [59]:ص(37).

وهناك من يُعرّفها على أنها: « التدهورُ الحادُّ في الأسواق المالية لدولةٍ ما أو لمجموعةٍ من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسيّة، والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة، وفي أسعار الأسهم، ممّا ينجم عنه آثارٌ سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية، وعادة ما تحدث الأزمة المالية بصورة مفاجئة، نتيجةً لأزمة الثقة في النظام المالي، مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة في الداخل يرافقتها توسع مفرط وسريع في الإقراض » [60]:ص(200).

وُعرّف بأنها: « تدهورٌ أو انخفاضٌ مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية، التي تلعب دوراً هاماً في الاقتصاد القومي، والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة، من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات، وبشكلٍ غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى، والموازنات المالية للوسطاء الماليين مثل البنوك » [61]:ص(32).

ومنه يمكن القول أن الأزمة المالية تعبر عن انهيار شامل للنظام المالي، بشقيه النقدي والمالي. فالأزمة المالية هي تلك التذبذبات العميقة التي تُؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، وعلى قيم أسعار الأسهم والسندات، وعلى إجمالي القروض والودائع المصرفية، وعلى معدل الصرف. وبصفة عامة، تعكس الأزمة المالية انهيار النظام المالي برمته، مصحوباً بفشل عددٍ كبير من المؤسسات المالية وغير المالية، مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.

3.1.1.2 خصائص الأزمة المالية

هناك مجموعة من الخصائص تشترك فيها كل الأزمات مهما اختلف شكلها، ويمكن أن نلخصها فيما يلي [62]:ص(90-91):

- تهديد مباشر للمصالح العليا للدولة (النظام، المؤسسات، ...).
- مفاجأة حدوثها وسرعة وتطور أحداثها.
- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها.
- قلة المعلومات وعدم دقتها.
- تُهدد السير العادي للنظام الاقتصادي والاجتماعي والسياسي للدولة.
- مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يُمثل نقطة تحول أساسية في أحداثٍ متشابكة ومتصارعة.
- الدخول في دائرة المجاهيل المستقبلية التي يصعب معرفتها أو حسابها بدقة.
- تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجاتٍ عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة؛ نظراً لأن ذلك يتم تحت ضغطٍ نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها.
- تُشكل تهديداً للمبادئ الأساسية التي يقوم عليها النظام، وتؤدي إلى حالة من الفلق والتوتر؛ الأمر الذي يضاعف من صعوبة اتخاذ القرار، ويجعل من أي قرار ينطوي على قدر من المخاطرة.

4.1.1.2 تصنيف الأزمات المالية

يمكن تصنيف الأزمات المالية، حسب عدة معايير نوجزها فيما يلي:

- حسب دورة حياتها:

يُقَسَّم هذا المعيار الأزمة المالية حسب المراحل التي تمرُّ بها منذ الميلاد وحتى الاختفاء، وهي [63]:ص(41-42):

* مرحلة الميلاد: تبدأ الأزمة في هذه المرحلة بالظهور لأول مرة، وقد تبدو في الوهلة الأولى بشكل إحساس مهم وقلق من وجود شيء يُنذر بالخطر، غير محدّد المعالم أو الاتجاه أو الحجم أو المدى الذي سيصل إليه؛ ويرجع هذا إلى اتّساع نطاق المجهول في الأزمة، وغياب الكثير من المعلومات حول أسبابها، أو المجالات التي ستخضع لها وتتطور إليها، أو ستنفجر عندها.

* مرحلة النمو والانتعاش: وفي هذه المرحلة يتعاضد الإحساس بالأزمة ويشعر بها الكثيرون، ولا يستطيع متّخذ القرار أن ينكر وجودها أو يتجاهلها؛ نظراً لوجود ضغطٍ مباشر يزداد ثقله وكثافته، فضلاً عن دخول أطرافٍ جديدة إلى مجال الإحساس بالأزمة، سواءً لامتداد خطرها إليهم، أو لخوفهم من نتائجها؛ وهنا على متخذ القرار التّدخّل لإفقادها روافدها المحفّزة والمقويّة لها.

* مرحلة الانفجار: تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما يُخفق متّخذ القرار في التعامل مع العوامل التي حرّكت الأزمة، والمنعيرت التي تسبّبت في حدوثها؛ وفي هذه المرحلة تصل إلى أقصى قوتها وعنفها؛ حيث تنفجر مولدةً طاقةً ضخمة ذات أبعادٍ مختلفة، يصعب حصرها وحتى قياس حجمها [63]:ص(43).

* مرحلة الانحصار والتقلّص: تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تنفّست بعد تحقيقها هدف الصدام العنيف؛ إذ تفقد جزءاً هاماً من قوة الدفع الخاص بها؛ ومن ثم تبدأ في الانحصار والتقلّص، غير أنه تجدر الإشارة إلى أن بعض الأزمات تتجدّد عندما يفشل الصدام في تحقيق أهدافه [64]:ص(94).

* مرحلة الاختفاء: تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تفقد بشكلٍ شبه كامل قوة الدفع المولدة لها، أو لعناصرها وجزئياتها التي تنتمي إليها، ومن ثم تتلاشى مظاهرها وينتهي الاهتمام بها، ويختفي الحديث عنها.

- حسب طبيعتها:

يمكن تقسيم الأزمات المالية حسب هذا المعيار إلى ثلاثة أنواع:

* الأزمة المصرفية: تحدث الأزمات المصرفية عندما يُودّي اندفاعٌ فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك، أو إخفاق البنوك في قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التّدخّل لمنع ذلك. تميل هذه الأزمات إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة، ولها آثارٌ أكبر على النشاط الاقتصادي [65]:ص(2).

* أزمات أسواق المال "حالة الفقاعات": تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يُعرَف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" (bubble)؛ حيث تتكوّن "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكلٍ يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرّر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل – كالأسهم على سبيل المثال – هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره، وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقتٍ عندما يكون هناك اتّجاه قويّ لبيع ذلك الأصل؛ فيبدأ سعره في الهبوط؛ ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور؛ فتنهار الأسعار، ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى، سواءً في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى [66]:ص(4).

* أزمة العملة: يُطلق عليها أحياناً أزمة الصرف الأجنبي، أو أزمة سعر الصرف، أو أزمة ميزان المدفوعات، وهي تحدث عندما تُؤدّي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلدٍ ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوطٍ حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي (السلطات النقدية) على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة [67]:ص(6).

- حسب نطاقها الجغرافي:

حسب هذا المعيار هناك [68]:ص(29-31):

* أزمات ذات طابع محلي: تقع ضمن نطاق جغرافي محدود، قد يكون ضمن مجال دولةٍ واحدة، مثل الأزمات التي تعرّضت لها الأسواق الناشئة في كل من المكسيك والأرجنتين.

* أزمات ذات طابع إقليمي: بحيث تبدأ من دولةٍ لتنتشر إلى الدول المجاورة لها، مثل أزمة جنوب شرق آسيا.

* أزمات ذات طابع عالمي: تظهر آثارها على كل اقتصاديات العالم، مثل أزمة الكساد الكبير 1929، والأزمة المالية 2008.

- حسب تكرار حدوثها:

اعتماداً على هذا المعيار هناك نوعان من الأزمات، أزمات وحيدة، وأزمات دورية:

* أزمات وحيدة: أزمات مفاجئة وغير متكرّرة، ويصعب التنبؤ بها.

* أزمات دورية: تتسم بالدورية والتكرار، وهي تحدث في دوراتٍ اقتصادية يسهل التنبؤ بها، ومن أمثلة هذا النوع الأزمات المالية التي ما فتأت تضرب الأسواق المالية الناشئة.

- حسب عمق التأثير:

وفيها نميِّز بين نوعين من الأزمات: الأزمات السطحية، والأزمات العميقة:

* الأزمات السطحية: تكون خفيفة، ولا تُشكّل خطورةً شديدة، وتحدث عادةً بشكلٍ فجائي، وتنتهي بسرعة التعامل مع أسبابها غير العميقة، دون أن تترك آثاراً ورائها. وأهم أمثلة هذا النوع من الأزمات، الأزمات التي تحدث نتيجة الإشاعات الكاذبة.

* الأزمات العميقة: تكون أخطر لشدة قوتها وتأثيرها على الكيان الإداري، والتوازن العام بشكل عام، وقد تصل إلى تفويض الكيان الإداري بالكامل عند معالجتها أو التعامل معها [56]:ص(157-158).

5.1.1.2 أسباب الأزمات المالية

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، وإنما هناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية؛ حيث تختلف شدة وعمق هذه الأزمة باختلاف هذه الأسباب، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري؛ فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم، خصوصاً خدمة الديون. وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة.

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية؛ فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض، بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويقدر ما بين (50%-67%) من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينيات، كان سببها التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً [69]:ص(4).

كما تُعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي، والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية.

- اضطرابات القطاع المالي:

وذلك من خلال التوسع في منح الائتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج، وانحياز أسواق الأوراق المالية، القاسم المشترك الذي يسبق حدوث الأزمة المالية مثلما حدث في دول جنوب شرق آسيا، فقد شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينات والتسعينيات توسعاً كبيراً، تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد.

فالتوسع في منح الائتمان، وتركز في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما حدث في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية، أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري، كما حدث في حالة الأزمة المالية في تايلاند؛ الأمر الذي يؤدي إلى اختلال أصول وخصوم البنك.

كما تُعتبر انتكاسة سوق الأوراق المالية هي القاسم المشترك في العديد من الأزمات المالية في الدول النامية، ومن الدلالات الظاهرة والقوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية انهيار سوق الأوراق المالية بصورة مُتكررة، كما حدث في فنزويلا في بداية التسعينات.

- التحرير المالي غير الوقائي:

إن التحرير المتسارع، غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالية بعد فترةٍ كبيرة من الانغلاق والتعقيد قد يُؤدّي إلى حدوث الأزمات المالية؛ فمثلاً عند تحرير أسعار الفائدة في البنوك المحليّة تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة، خصوصاً خلال المرحلة الانتقالية.

- سياسات سعر الصرف:

ففي ظل سعر الصرف المرن، أي انخفاض في قيمة العملة يُؤدّي إلى زيادة الأسعار المحليّة؛ ممّا يُؤدّي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المؤسسات المالية، إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الائتمان.

- التغيّرات التكنولوجية:

مثل المنتجات الجديدة والاختراعات، وتحوّل الطلب على المنتجات وهاكل محفظة الاستثمار [69]:ص(6-7).

- تشوّه نظام الحوافز:

وذلك أن ملاك البنوك والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليًا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها؛ فلا يتمّ مثلاً إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة، خصوصاً عند تحمّل البنك مخاطر زائدة عن مقدرته، كما حدث مثلاً في كوريا، وكولومبيا، والأرجنتين، وسنغافورة، وهونج كونج، والولايات المتحدة الأمريكية [69]:ص(8).

6.1.1.2 آثار الأزمات المالية

بصفةٍ عامة، فإن الآثار الناتجة عن حدوث الأزمات بالبورصات متفاوتة على كل من المستثمرين

والشركات والبورصة في حدّ ذاتها، وفيما يلي بعض الآثار [70]:ص(84-85):

- زيادة التوتّر النفسي وفقدان الثقة من طرف المستثمرين في الاستثمار في الأوراق المالية.

- انخفاض الاستثمار في الأوراق المالية، والانتقال إلى الاستثمارات البديلة.

- انخفاض قيمة الشركات المدرجة؛ مما يُؤثّر سلباً على أداء نشاطها.

- تفاقم مشكلة السيولة، وضعف الأسواق المالية.

- عدم الكفاءة في تخصيص الموارد.

- إفلاس المؤسسات المالية والمخاطر الناجمة عن ذلك.

- صعوبة تمويل الاستثمارات الجديدة عن طريق البورصة؛ مما يؤدي إلى انكماش وركود اقتصادي، وكذا تعطيل إنجاز خطط التنمية الاقتصادية.
- عدم ثقة المستثمرين الأجانب في الاقتصاد الوطني، وإذا كانت لديهم استثمارات مباشرة أو غير مباشرة في محافظ الأوراق المالية فإنهم يسرعون إلى سحبها؛ مما يُشكّل ضغطاً على أرصدة العملات الأجنبية؛ وبالتالي يؤدي إلى تدهور أو انهيار قيمة العملة الوطنية.

2.1.2 عدوى الأزمات المالية

أكدت شواهد الاقتصاد العالمي على أن الأزمة التي تصيب منطقة اقتصادية ما، تمتد لتضرب بأوصرها مختلف المناطق الاقتصادية في العالم، من خلال ما يلي:

2.1.2.1 قنوات انتقال عدوى الأزمات المالية

تنتقل عدوى الأزمات المالية من خلال قناتين، يمكن ذكرهما فيما يلي [42]:ص(190):

- قناة التجارة: أو التبادل التجاري ما بين الاقتصاديات؛ فالاقتصاد الذي يمرُّ بموجة كسادٍ يُؤثّر على باقي الاقتصاديات، من خلال تجميد حركات أو عقود التصدير والاستيراد؛ وهو ما يكون له بالغ الأثر على عوائد تلك الشركات المُصدّرة والمستوردة، ومنه على أسعار أسهمها.
- قناة الأسواق المالية: خصوصاً مع الاندماج المالي للأسواق المالية، أو ما يُسمّى بربط الأسواق المالية ببعضها البعض في ظل العولمة المالية، من خلال الإدراج المزدوج أو المتعدّد لأسهم الشركات في أسواق مختلفة، إضافةً إلى فتح الأسواق المالية أمام المتداولين الأجانب، وما له من بالغ الأثر على انتقال الفرع ما بين الأسواق المختلفة. فعندما تُصاب بورصة ما بالانهيار، ويخسر المتداولون أرقاماً كبيرة، يهلع المتداولون إلى السوق المجاورة لتعويض خسائرهم في السوق الأولية، وهذا ما تُدعّمه وتؤكدّه الوقائع.

2.2.1.2 العولمة والأزمات المالية

تُمثّل العولمة عملية اندماج عامة للأسواق العالمية في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة، وانتقال الأموال والقوى العاملة والثقافات، إلا أن ما ميّز نهاية القرن العشرين هو التطور الكبير الذي شهده النظام المالي الدولي في إطار العولمة المالية.

لقد تزامنت العولمة مع اتساع هائل للمجال المالي؛ إذ أن إجمالي المعاملات المحقّقة في سوق الصرف تضاعفت خمس مرات بين 1980 و2000، وهذا الحجم المتنامي للمعاملات في الأسواق المالية ليس له صلة مباشرة مع تمويل الإنتاج والمبادلات الدولية؛ وهو ما أدّى إلى انفصالٍ متزايد بين النشاط المالي والاقتصاد الحقيقي [71]:ص(75).

إن هناك توافقاً كبيراً فيما يتعلّق بمزايا تحرير تجارة السلع، لكن هناك انقساماً في الرأي فيما يخص الآثار المترتبة عن العولمة المالية. وطبقاً للطرح الليبرالي، فالعولمة المالية من شأنها أن تُتيح العديد من الآثار الإيجابية؛ فهي تساعد على التوظيف الجيد للموارد المالية وتسهيل تمويل الاستثمارات من خلال حركة الادخار العالمي، إلى جانب المشتقات المالية التي من شأنها تقليل التكاليف والمخاطر.

لكن وعلى الرغم من الصورة الوردية التي يرسمها كثيرٌ من الخبراء الاقتصاديين عن العولمة المالية ونتائجها الإيجابية، إلا أنه وفي الكثير من الحالات - وخاصةً في حالة البلدان الناشئة - فإن التجارب أثبتت أن العولمة المالية تُؤدّي إلى حدوث أزماتٍ مالية مكلفة، كما تسمح بالتهرّب الضريبي وغسيل الأموال نتيجة التطوّر التكنولوجي الذي يسمح بتحقيق معاملات إلكترونية تجعل من حركة رأس المال أكثر سرعةً وأكثر سرية.

كما أن من أهم مخاطر العولمة المالية، تلك الأزمات القوية التي يتعرّض لها الجهاز المصرفي، سواءً خلال إجراء عملية التحرير المالي المحلي والدولي، أو بعد إتمام هذه العملية. وقد أشارت دراسة لندجرين (Lindgren) وآخرون سنة 1996 إلى أنه خلال الفترة 1980-1996 التي تعاطمت فيها قوة دفع العولمة المالية، حدثت هناك أزماتٌ في الجهاز المصرفي في ما لا يقلّ عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي. كما نتج عن العولمة المالية ما يُسمّى بـ"خطر النظام"، وهو خطر التعرّض لأزمةٍ مالية على المستوى الدولي [72]:ص(43).

وقد أكّدت الأزمة التي اندلعت في جنوب شرق آسيا في صيف سنة 1997، كيف تُؤثر العولمة المالية، من خلال تحرير حساب رأس المال والانفتاح دون ضوابط على الأسواق المالية العالمية، في اندلاع أزمة النظام المصرفي.

وعموماً، لا يختلف الاقتصاديون حول أسباب عدم الاستقرار الذي يصاحب العولمة المالية، والتي تعود أساساً إلى ذلك الانفصال الكبير بين دائرة النشاطات الحقيقية ودائرة العمليات المالية، وهم لا يختلفون أيضاً حول المخاطر التي يُشكّلها عدم الاستقرار في الأسواق؛ فقيم الأوراق المالية والعملات تصبح في بعض الأحيان غير مستقرّة دون وجود تبرير لهذا في الاقتصاد الحقيقي.

2.1.3.2 إشارات الإنذار المبكر لأزمات البورصات

إذا كان معدل أو مستوى ارتفاع وانخفاض أسعار الأوراق المالية من أهم المعايير والمؤشّرات أو الأساس لقياس وتقييم إشارات الإنذار لأزمات البورصة، فإنه توجد إشاراتٌ كثيرة يمكن التقاطها لاكتشاف الأزمات قبل وقوعها، ومن أهم هذه الإشارات التي تُنبئُ باحتمال وقوع أزماتٍ في البورصات ما يلي [73]:ص(207-208):

- أسعار الأوراق المالية لا تعكس الأداء الفعلي للشركات المدرجة.

- عدم التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة.
- حدوث تلاعب في أسعار الأسهم وانخفاض كفاءة البورصة.
- المغالاة في تقييم أسهم الشركات التي تمّت خصصتها عن طريق البورصة.
- زعزعة الثقة لدى المستثمرين (حدوث أزمة ثقة).
- المضاربات المفرطة.
- الممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية كالبيع الصوري أو المظهري، والشراء بغرض الاحتكار، واتفاقيات التلاعب بالأسعار.
- ضعف القطاع المالي والمصرفي، ونقص السيولة.
- تفاقم أزمة الديون.

4.2.1.2 بعض النظريات المُفسّرة للأزمات المالية

تعدّدت النظريات المُفسّرة لظهور الأزمات المالية، وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات، كما تختلف أيضاً في حدّتها وتأثيرها ومدّتها الزمني. فمنها ما قد ينتج عن زعر مصرفي، والذي بدوره يترتّب عليه كساد أو انكماش في النشاط الاقتصادي، بينما في أحيان أخرى قد يكون السبب انهياراً حاداً في أسواق الأسهم، خاصة بعد وجود فقاعة في أسعار بعض الأصول، أو بسبب أزمة عملة وانهيار سعر الصرف؛ مما ينتج عنه عددٌ من الآثار السلبية على المسار التنموي للاقتصاد الوطني.

وُشير الأدبيات الاقتصادية إلى الجدل الدائر حول إلقاء ظلال المسؤولية على النظام الرأسمالي. فهناك من يرفض النظام الرأسمالي برمته؛ فوفقاً لنظرية مينسكي (*Minsky*)، فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بالهشاشة، وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي باختلاف المرحلة التي يمرُّ بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية؛ ومن ثمّ تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع على الاقتصاد ككل. وتدور نظرية مينسكي في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي على أن أيّ اقتصادٍ يمرُّ بالمراحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تُفضّل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمّل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يُسمّى بـ"التمويل المتحوّط" [72]:ص(46)، وعند مرحلة النمو تبدأ التوقّعات المتفائلة في الطفو على السطح، وتتوقّع الشركات ارتفاع الأرباح؛ ومن ثمّ تبدأ في الحصول على التمويل والتوسّع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض بلا مشكلاتٍ تُذكر، وتنتقل عدوى التفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التوسّع في إقراض الشركات دون تحوُّطٍ كافٍ أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً. ولكن بناءً على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويلٍ مستقبلي نظراً لأرباحهم المتوقّعة، وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمّل مخاطرةً بشكلٍ معنوي في نظام

الائتمان، وفي حال حدوث مشكلةٍ ماديةٍ أو أزمةٍ ماليةٍ لكيانٍ اقتصاديٍ كبيرٍ، يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر؛ مما يُؤثر على قابليته للإقراض؛ الأمر الذي يُؤثر بدوره على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكّن ضحّ أموالٍ في الاقتصاد من حلّها، وتحوّل إلى أزمةٍ اقتصاديةٍ تُؤدّي لحدوث كسادٍ، ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً.

ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات (Game theory) تحت ما يُعرف "بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية (Coordination Games)؛ إذ تُؤكّد أدوات التحليل الاقتصادي وجود علاقاتٍ موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو اللعبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون،...)، وقد يكون قرار المستثمر في كثيرٍ من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقّع أن يتخذه المستثمرين الآخرين. بمعنى آخر، قد يكون قرار شراء أصلٍ ما، بناءً على التوقّع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخلٍ مرتفع، بينما في أحيانٍ أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقّعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار؛ حينئذٍ تبدو الصورة مختلفة. وقد أكّدت بعض النماذج الرياضية التي استُخدمت لتحليل أزمات العملة، مثل نموذج بول كروجمان (Paul Krugman) ذلك السلوك. على سبيل المثال، إن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترةٍ طويلة، ولكن قد يحدث له انهيارٌ سريعٌ لمجرد وجود عوامل قد تُسبّب أن يتوقّع الآخرون انخفاض سعر الصرف؛ ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض، وربما الانهيار فعلياً.

3.1.2 عرض بعض الأزمات المالية

شهد العالم خلال القرن التاسع عشر انهياراتٍ كبيرةٍ تسببت في حدوث أزماتٍ ماليةٍ، تميّزت بسرعة انتشارها، وتباين أسباب حدوثها، سنتطرّق إلى بعضها فيما يلي:

1.3.1.2 أزمة الكساد الكبير 1929

في أكتوبر 1929 وصل عدد أصحاب الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية حوالي 1,5 مليون نسمة - وفقاً لإحصائيات لجنة التحقيق في موضوع الانهيار التابعة لمجلس الشيوخ الأمريكي- يُمثّلون 5% من مجموع السكان، منهم 200 ألف كانوا مدنيين وتمّ إفلاسهم؛ وقد أدى ذلك إلى انخفاض حجم الاستهلاك بشكلٍ كبيرٍ؛ ومن ثمّ أثر سلباً على النشاط الاقتصادي. لقد عرفت أسعار الأوراق المالية لبورصة نيويورك ازدهاراً كبيراً منذ سنة 1924، واستمرّت بالارتفاع على مدى خمس سنوات، إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 24 أكتوبر 1929، وارتفع مؤشر "داو جونز" ارتفاعاً شديداً لم يسبق له مثيل؛ حيث انتقل المؤشر من 110 نقطة إلى 300 نقطة بنسبة ارتفاع مقدارها 273%؛ ومن ثمّ بدأ بالانحسار، الذي أدّى إلى فقدان وخسارة المستثمرين في عملية السوق؛ حيث فُدر بحوالي 200 مليار دولار، وإفلاس حوالي 3500 بنك في يوم واحد [74]:ص(179).

- أسباب أزمة 1929:

يمكن إيجاز الأسباب التي أدت إلى أزمة 1929 فيما يلي:

* تدهور أسعار الأوراق المالية:

كشفت التحقيقات أن نسبة هامش الأمان في البيع النقدي الجزئي، والتي كانت تتّصف بالضآلة حوالي 10%، وفي ظل هذا الهامش الصغير كان يُتوقع أن يترتب عليه انخفاضٌ ضئيل في القيمة السوقية للأسهم، غير أن بعض المتعاملين لم تكن لديهم السيولة الكافية لزيادة مساهماتهم، والبعض الآخر لم تكن لديه الثقة في استعادة السوق لتوازنه؛ ومن ثمّ فقد سعى العديد منهم إلى تصفية صفقات الشراء النقدي الجزئي، وذلك ببيع الأوراق محلّ الصفقة؛ الأمر الذي أدّى إلى زيادة العرض، وحدث المزيد من التدهور في الأسعار [17]:ص(174).

* البيع على المكشوف:

حيث يقوم المضاربون ببيع أسهم لا يملكونها، بأسعار محدّدة مسبقاً، ثم يعاودون شراءها بعد انخفاض أسعارها؛ ليسلموها للمشتري بعد جني الأرباح، وقد أدّى انتشار هذا النوع من البيوع وبشكل فوضوي إلى حدوث الأزمة وتعميقها.

* الممارسات غير الأخلاقية في أسواق الأوراق المالية:

من أبرز صور الانحرافات التي انتابت التعامل في الأوراق المالية خلال فترة الكساد العظيم [17]:ص(175) لبيع الصوري، والشراء بعرض الاحتكار، واستغلال ثقة العملاء، واتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية. لقد بلغت أسعار الأوراق المالية أقصاها في سبتمبر 1929 بـ 216 دولار، ثم بدأ الانخفاض إلى أن وصل إلى 34 دولار في جوان 1932، وكانت أزمة 1929 شاملة؛ حيث مسّت كل العالم، وكل المجالات الاقتصادية والاجتماعية...، وكانت الأكثر عنفاً.

- خصائص ونتائج أزمة 1929:

يمكن تلخيص خصائص أزمة 1929 في النقاط التالية [75]:ص(100-101):

- تسبّبت في زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بكامله.

- كان لها صفة الدورية انطلاقاً من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام

الرأسمالي.

- استمرار هذه الأزمة لفترةٍ طويلة نسبياً؛ حيث استغرقت أربع سنوات.

- عمق وحدّة هذه الأزمة بشكلٍ استثنائي؛ ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً انخفضت الودائع

لدى البنوك بمقدار 33%، كما أفلس منذ بداية سنة 1929 حتى منتصف 1933 أكثر من

10.000 بنك، أي حوالي 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية.

- الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة.

- اختلاف أمد ودرجة حدّة الأزمة من بلدٍ لآخر بشكلٍ كبير.

- رافقت الأزمة تقلبات حادة في أسعار صرف العملات.

وقد كان لهذه الأزمة جملة من النتائج نوجزها فيما يلي [75]:ص(102-103):

- انهيار النظام الذهبي في معظم الدول، وفي نفس الوقت تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات؛ بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازين المدفوعات، وانخفاض حجم الاحتياطات الذهبية الرسمية؛ حيث تم في إنجلترا إيقاف قابلية إبدال النقود الورقية بالذهب بتاريخ 21 سبتمبر 1931.

- انخفاض السيولة لدي البنوك، بالإضافة إلى انخفاض الاحتياطات الذهبية.

- انخفاض قيم العملات الرئيسية الدولية بحوالي (50%-84%) بالمقارنة مع مستوى ما قبل

الأزمة.

- نتج عن أزمة الائتمان طويل الأجل توقف 25 دولة عن سداد قروضها الخارجية، منها ألمانيا

والنمسا.

- إفلاس الكثير من الشركات، وتفشي البطالة، وانخفاض الطلب على السلع والخدمات، وتقلص

حجم الاستثمارات.

وبتاريخ 6 مارس 1933 تم غلق كافة البنوك بأمر من الرئيس الأمريكي روزفلت، وبعد أسبوع من

ذلك تم السماح للبنوك التي تتمتع بمستوى مقبول من السيولة أن تمارس نشاطها [76]:ص(12).

2.3.1.2 أزمة يوم الاثنين الأسود 14 أكتوبر 1987

بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح، يوم الاثنين الأسود 14 أكتوبر 1987، وذلك بخلل في

التوازن بين العرض والطلب، ليس فقط في الأسواق الحاضرة فقط، بل أيضاً في أسواق العقود

المستقبلية، جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل [17]:ص(583).

في يوم 14 أكتوبر 1987 فقد مؤشر "داو جونز" 508 نقطة، أي بنسبة 21.6% من مستواه

السابق البالغ 22470 نقطة، بينما كان أعلى مستوى له في بداية الأزمة 2722.4 نقطة، وهبطت

أسعار أسهم نيويورك بنسبة 26%. ولقد بلغت الخسائر 800 مليار دولار، توزعت بنسب 22%،

17%، 15%، 12% على كل من المراكز المالية الآتية: لندن، طوكيو، فرانكفورت،

وأمستردام [77]:ص(78).

يبين الجدول التالي انخفاض أهم المؤشرات في كافة الأسواق المالية الدولية:

جدول رقم (2): نسب التغيرات في قيم مؤشرات 22 دولة في أكتوبر 1987 [17]:ص(590).

البلد	بالعملة المحلية أكتوبر 1987		بالدولار أكتوبر 1987
أستراليا	41,8 -	3,6-	44,9- 4,7+
النمسا	11,4 -	17,6 -	5,8- 0,7+
بلجيكا	23,2-	15,5-	18,9- 3,1-
كندا	22,5-	4,0+	22,9- 10,4+
الدنمارك	12,5-	4,5-	7,3- 15,5+
فرنسا	22,9-	37,8-	19,5- 13,9-
ألمانيا	22,3-	26,8-	17,1- 22,7-
هونغ كونغ	45,8-	11,3-	45,8- 11,0-
إيرلندا	29,6-	12,3-	25,4- 4,7+
إيطاليا	16,3-	32,4-	12,9- 22,3+
اليابان	12,8-	8,5+	7,7- 41,4+
ماليزيا	39,8-	6,9+	49,3- 11,7+
المكسيك	35,0-	158,9+	37,6- 5,5
هولندا	23,3-	18,9-	18,1- 0,3+
نيوزيلندا	29,3-	28,7-	36,0- 23,8-

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي [17]:ص(588):

- خلال سنة 1987 لم يبدو أي اتساق في اتجاه التغيير في أسعار السوق؛ فبعضها كان موجبا والآخر سالبًا، أما في شهر أكتوبر الذي حدثت فيه الأزمة فقد أخذت الأسعار في الاتجاه النزولي.
- بمقياس الدولار، كان أداء سوق اليابان خلال سنة 1987 متميزًا، إذ سجّل فيه المؤشر ارتفاعًا بلغ 41.4%، أما أسوأ أداء فقد كان لسوق نيوزيلندا؛ حيث سجّل المؤشر انخفاضاً نسبته 23.7%.
- بالنسبة للمكسيك أظهر المؤشر المحسوب على أساس الدولار لسنة 1987 تحسناً ضئيلاً بنسبة 5.5% بالمقارنة مع التحسّن المحسوب على أساس العملة المحلية بنسبة 158.9%، ويرجع الفرق إلى تدهور قيمة العملة المحلية.
- كان التدهور في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر لمدة سنة، ومع هذا فقد كان الانخفاض بالعملة المحلية والدولار عند حدّه الأدنى في النمسا، الدنمارك، واليابان، بينما كان في حدّه الأقصى في أستراليا، وبعض دول آسيا: هونغ كونغ، وسنغافورة، وماليزيا.

- بترتيب الدول تصاعدياً، من حيث نسبة الانخفاض في قيم المؤشرات في شهر أكتوبر، يأتي ترتيب الولايات المتحدة الأمريكية الخامس عند حساب قيم المؤشرات بالعملة المحلية، بينما يأتي ترتيبها الحادي عشر عند حساب قيم المؤشرات بالدولار.

- أسباب أزمة 1987:

تعود أزمة 1987 إلى أسباب تتعلق بكفاءة السوق، وأخرى تتعلق بالمتغيرات التنظيمية، نوضحها كما يلي [17]: ص(593):

* أسباب تتعلق بكفاءة السوق:

ظهرت تفسيرات متناقضة تتعلق بالكفاءة، ومن بين تلك التفسيرات ما يقضي بأن ما حدث في أكتوبر لا يخرج عن كونه رد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين، وتفسير آخر يقضي بأن ما حدث لا يخرج عن كونه رد فعل متأخر لتصحيح أوضاع سابقة. وكلا التفسيرين يُشير بإصبع الاتهام إلى عدم كفاءة السوق، أو على الأقل إلى ضعف تلك الكفاءة. أما التفسير الثالث، فيقضي بأن ما حدث مجرد انعكاس لمعلومات غير سارة عن حالة الاقتصاد المستقبلية. وإذا ما صح هذا التفسير، فإن ما حدث لا ينبغي أن يوصف بأنه أزمة، بل انه منقذ من أزمة عنيفة كانت على وشك أن تعصف باقتصاديات العالم بأسره، بل وربما كانت أكثر عنفاً من أزمة أكتوبر 1929.

* أسباب تتعلق بالمتغيرات التنظيمية:

من بين الادعاءات التي سادت أثناء أزمة أكتوبر 1987 أن أسبابها ترجع إلى سوق العقود المستقبلية والأساليب المستحدثة في الاتجار؛ فقد ساهمت في تسريع وتيرة وقوع الانهيار؛ ومن ثم فإن الأزمة كانت ستحدث حتى وإن لم يكن هناك وجود لهذه السوق والأساليب المستحدثة، لكن كانت ستستغرق مدة أطول نسبياً لتكسر الأسعار وصولها إلى المستوى الذي كانت عليه يوم 19 أكتوبر 1987. وكان فرق التسعير بين السوق الحاضرة وسوق العقود يتراوح ما بين 2% إلى 3% في الحالات العادية، وعند حلول الأزمة، فإن فرق الأسعار بين السوقيين وصل ما بين 20% إلى 30%، وهو ما حمل المستثمرين الذين انتابهم شعور بالخوف الكبير والقلق المفرط في التخلص ممّا بحوزتهم من الأسهم؛ وهو ما جرّ سيلاً كبيراً من أوامر البيع في السوق الحاضرة مرفوقاً بتدهور حاد في الأسعار على النحو الذي لم تتمكن معه أي إستراتيجية للمراقبة من تصحيح الاختلال الحاصل بين العرض والطلب في تحديد سعر متوازن عادل.

- نتائج أزمة 1987:

مقارنة مع بدايات أكتوبر 1986، فإن مؤشرات أسعار الأوراق المالية عند بداية أكتوبر 1987 قد توجّهت نحو الصعود؛ حيث سجّلت زيادةً في كل من اليابان والمملكة المتحدة بما يقارب 48%، وكانت بالولايات المتحدة الأمريكية تُقدّر 43%، بينما سجّلت أدنى مستوياتها في كل من فرنسا وألمانيا بحوالي 6% و1% على التوالي.

ويُضح أن انهيار الأسعار في شهر أكتوبر 1987 كان أشدَّ وأعنف من الأزمة الاقتصادية الكبرى سنة 1929؛ ذلك لأنها تجاوزتها من حيث خسائر الثروات إلى ما يقارب الضعف والجدول التالي يبيِّن ذلك:

جدول رقم (3): خسائر الثروات على إثر انهيار أسعار البورصات في شهر أكتوبر 1987 [74]:ص(14)

الدولة	خسائر الثروات	رأس المال السوقي في 30 سبتمبر 1987	الدولة	خسائر الثروات	رأس المال السوقي في 30 سبتمبر 1987
الولايات المتحدة الأمريكية	690	3170,9	تيلاندا	1,7	5,9
اليابان	348,5	2764,1	إيطاليا	19,2	127,1
بريطانيا	2,7	815,9	بلجيكا	51,7	50,3
أستراليا	83,8	208,3	السويد	14,2	73,8
كندا	60,1	266	المكسيك	11,7	30,1
ألمانيا الغربية	55,9	2511	سنغفورة	11	26,9
فرنسا	49,4	196,7	النرويج	5,2	17,3
هونغ كونغ	41,8	96,7	نيوزيلاندا	4,6	14,8
سويسرا	37,7	163,4	الدنمارك	2,1	20,6
هولندا	24,7	100,1	فنلندا	1,7	19,7
اسبانيا	25,5	88,4			

3.3.1.2 أزمات التسعينات

من بين أهم الأزمات المالية التي شهدتها فترة التسعينات أزمة المكسيك والأرجنتين في أمريكا اللاتينية، والأزمة الآسيوية لدول جنوب شرق آسيا.

- أزمة المكسيك 1994-1995:

أدت سياسات الإصلاح الاقتصادي التي طُبِّقت خلال الفترة 1988-1993، إلى انخفاض كبير في معدل التضخم، وتحسُّن ملحوظ في الموازنة العامة وميزان المدفوعات. وقد ساهمت سياسة سعر الصرف المتبَّعة في تلك الفترة بدرجة كبيرة في تخفيض معدل التضخم؛ فبعد أن تمَّ تثبيت سعر صرف البيسو مقابل الدولار بين ديسمبر 1987 و جانفي 1989، تغيَّر تدريجياً نظام سعر الصرف إلى نظام تميَّز بتحرك البيسو في نطاق محدَّد من 1% في نوفمبر 1991 إلى 9% في آخر سنة 1993.

لكن انخفاض القيمة الاسمية للعملة لم يكن كافياً لمنع ارتفاع قيمة البيسو الحقيقية التي ارتفعت بحوالي 35% بين جانفي 1990 وديسمبر 1993 كنتيجةً للتحسُّن الاقتصادي؛ وفي نفس الوقت، ارتفع

العجز في ميزان المدفوعات، وكان مصدره الرئيسي العجز في الميزان الجاري، من حوالي 3.2% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1990 إلى 6.6% في سنة 1993. ورغم هذا العجز الخارجي المتنامي في الميزان التجاري، إلا أن الزيادة في التدفقات الرأسمالية إلى المكسيك أدت إلى ارتفاع كبير في احتياطي النقد الأجنبي الذي وصل إلى 25.4 مليار دولار مع نهاية 1993، ولقد لجأت السلطات النقدية المكسيكية إلى سياسة تعقيم التدفقات الرأسمالية، وذلك بإصدار أذون خزانة قصيرة المدى بالبيسو [69]:ص(12).

لقد دفع اختلاف أسعار الفائدة المطبقة في المكسيك عن تلك المطبقة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى توجُّه رجال الأعمال الأمريكيين إلى الاستثمار في المكسيك، لكن هذه الأموال التي تدفقت إلى المكسيك وجَّهت منها 25% فقط للاستثمار الحقيقي، محصورة في الشركات مُتعدِّدة الجنسيات، أما النسبة المتبقية فقد وجَّهت إلى المضاربة في الأسواق المالية؛ مما أسفر عن تضاعف أسعار الأسهم أربع مرات خلال ثلاث سنوات [78]:ص(238).

تزامن التدهور المستمر في الحساب الجاري والاضطرابات السياسية التي شهدتها المكسيك في بداية ديسمبر 1994 مع الضغوط المتزايدة على البيسو؛ مما أدى إلى خروج لرؤوس الأموال بأحجام كبيرة، فوجدت الحكومة الجديدة نفسها مطالبة بإرجاع ديون قصيرة الأجل تقدر بـ 28 مليار دولار، ولا تملك من الاحتياطات الأجنبية سوى 6 ملايين دولار [69]:ص(13).

- أزمة الأرجنتين 1994 - 1995:

بعد النصف الثاني من سبعينيات القرن الماضي، قامت الحكومة الأرجنتينية في ذلك الوقت بانفتاح شديد على العالم الخارجي للأنشطة الاقتصادية، سواء الإنتاجية أو الاستهلاكية، معتمدة في ذلك على تمويل خارجي مُتمثل في عمليات استدانة واسعة تفوق قدرة الأرجنتين على مواجهة أعباء سداد فوائدها، مما جعلها تتراكم وتؤدي في النهاية إلى حالة من التراجع المستمر. ومنذ منتصف سنة 1994، بدأت الأرجنتين تعاني من حالة ركود قوية لها عدة أسباب نابعة من سوء التخطيط الحكومي. لقد رأت الحكومة منذ بداية التسعينيات من القرن الماضي، أن الحل الأمثل للخروج من الارتفاع الرهيب للأسعار، والذي وصل في سنة 1995 إلى 300%، هو ربط البيزو بالدولار الأميركي على أساس 1 بيزو = 1 دولار.

ويعتبر المحللون ربط البيزو بالدولار هو سبب جعل الصادرات الأرجنتينية أكثر تكلفة من صادرات دول الجوار؛ فالمساواة بين عملتين لا مجال للمقارنة بين اقتصادهما نوعاً وكماً من كل الزوايا، هو أكبر الأخطاء الاقتصادية التي وقعت في الأرجنتين في العقود الأخيرة من القرن الماضي.

ومن السياسات الخطأ أيضاً فرض أعباءٍ ضريبية وجمركية في كل من الأرجنتين والبرازيل على بعض المواد المستخدمة في الصناعات الوطنية؛ مما أدى إلى ضعفها وفتح الأسواق أمام السلع الاستهلاكية المستوردة لتغطية احتياجات السوق المحلية؛ وبالطبع أدّى هذا إلى حالةٍ من الركود الحاد.

لقد أدّى انخفاض "البيزو" إلى انخفاض رسملة السوق المالية الأرجنتينية بحوالي 17%، وأسعار السندات بـ 12%، وهبط معدل نمو الناتج المحلي من 8% سنة 1994، إلى -4% سنة 1995، ولقد تمكّنت الأرجنتين من الخروج من الأزمة بفضل قرض من صندوق النقد الدولي المقدر بـ 7 مليار دولار، وقرض إضافي من البنك الدولي بـ 500 مليون دولار، خُصّص لإعادة بناء وهيكل النظام المالي، ودعم وتعزيز الاستقرار النقدي.

- الأزمة الآسيوية 1997-1998:

كانت بداية تفجّر الأزمة الآسيوية في تايلاند يوم 2 أكتوبر 1997، عندما أعلنت حكوماتها - بعد محاولات مضنية من جانبها الحفاظ على سعر الصرف - فك ارتباط عملتها الوطنية البهات (Baht) بالدولار الأمريكي، وشرعت في تعويمها [79]:ص(265-266).

كان تراجع مستوى الاحتياطيات النقدية التايلاندية من العملات الأجنبية هو أحد الأسباب التي عجّلت تعويم البات؛ إذ انخفض من 32 بليون دولار سنة 1997 إلى حوالي 7.7 بليون دولار سنة 1998، وهو مستوى لم يكن ليكفي لتغطية قيمة الواردات التايلاندية لمدة 7 أسابيع. كما ساهم تعويم البات في ارتفاع حجم الديون الخارجية لتايلاند إلى 49 بليون دولار: منها 43 بليون دولار ديون على القطاع الخاص. ومن ناحية أخرى، انخفضت أسعار الأسهم في بورصة تايلاند في 29 أكتوبر 1998 بنسبة 51.2% على المستوي السائد في 30 جوان 1997.

ونظراً للروابط القوية بين اقتصاديات دول شرق آسيا، كان من الطبيعي أن تنتقل الأزمة إلى الدول الآسيوية الأخرى والتي بدأت عملاتها الوطنية تعاني من التدهور المستمر، وسبق ذلك بقليل انهيار أسعار الأوراق المالية في بورصاتها؛ حيث مع نهاية سنة 1997 انخفض "اللون" الكوري الجنوبي بحوالي 50% مقابل الدولار، وبنفس النسبة انخفض رأس المال السوقي لبورصة كوريا الجنوبية؛ ممّا أدى إلى خروج المستثمرين الأجانب من كوريا. وفي ماليزيا انخفض مؤشر البورصة بحوالي 41,5%. وفي سنغافورة انخفضت عملتها بـ 25%، ومؤشّر البورصة بـ 24,7%. ونفس الأوضاع سادت في أندونيسيا؛ حيث فقد "الروبية" أكثر من 27% من قيمته، ومؤشّر بورصتها انخفض بحوالي 46,3%. كما تعرّض سوق الأسهم في هونغ كونغ لانخفاض حاد فقد من خلاله مؤشّر البورصة 6% من قيمته. وقد امتدّ نطاق الأزمة في دول شرق آسيا، ليصل إلى أجهزتها المصرفية؛ حيث كان الوجه الآخر لانهايار أسعار الصرف وأسعار الأسهم، هو تصاعد حجم الديون المعدومة، ولم

يتوقّف الأمر عند هذا الحد، بل امتدّت تأثيرات الأزمة لتشمل القطاع الحقيقي الذي عرف تراجعاً في الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي؛ ومن ثم أرباح الشركات وقيم أسهمها؛ الأمر الذي انعكس سلباً على أسعارها في سوق الأوراق المالية [80]:ص(181-183).

وللتخفيف من حدّة الأزمة، قدّم صندوق النقد الدولي إعانة بقيمة 17 مليار دولار لتايلاند في أوت 1997، وفي نوفمبر قدّم 35 مليار دولار لأندونيسيا، وفي ديسمبر قدّم 57 مليار دولار لكوريا، وفي جانفي 1998 قدّمت البنوك التجارية الأمريكية قرضاً قصيراً الأجل بقيمة 24 مليار دولار لكوريا، مع تقديم وصفة صارمة من صندوق النقد الدولي من أجل تجاوز مخلفات الأزمة. وبالفعل، فقد تمّ ذلك من خلال تسجيل ارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي بـ 13,2% في أندونيسيا، 7,5% في ماليزيا، 10% في تايلاند، و5% في الفلبين.

4.3.1.2 بعض أزمات أسواق الأوراق المالية في دول الخليج العربي

رغم حداثة نشأة أسواق الأوراق المالية العربية، إلا أنها عرفت العديد من الأزمات، والتي يمكن التعريف ببعضها فيما يلي [81]:ص(186-189):

- أزمة سوق المناخ بالكويت سنة 1983:

نشطت حركة التعامل في سوق الأوراق المالية بالكويت نتيجة المضاربات الحادة خلال النصف الثاني من سنة 1976، ويُعزى ارتفاع الأسعار والتداول إلى نمو سريع وكبير في السيولة المحلية. وفي سنة 1977، عانى السوق من ضعف السيولة، نتيجة امتصاص جزء كبير منها بواسطة الشركات العقارية ومعظم البنوك التي زادت رؤوس أموالها عن طريق طرح تلك الزيادات للاكتتاب العام؛ الأمر الذي أدّى في النهاية إلى الركود وانكماش التداول وانخفاض الأسعار. وقد نجم عن هذا الموقف أزمة تطلّبت تدخل الحكومة بإجراءات محدّدة، منها وقف تأسيس شركات مساهمة جديدة، وعدم السماح بزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة إلا في أضيق الحدود. وقد انعكست هذه الإجراءات على سلوك المستثمرين أصحاب الفوائض المالية في البحث عن قنوات أخرى لاستثمار هذا الفائض؛ فكانت فكرة إنشاء شركات مساهمة خليجية مراكزها الرئيسية في دول الخليج المجاورة وبرؤوس أموال كويتية، وتمّ تأسيس معظم هذه الشركات خلال الفترة (1979-1981).

بسبب عدم اعتراف الحكومة الكويتية بشرعية الشركات المساهمة الخليجية، فقد تمّ إدراجها في سوق يُسمّى بالسوق غير الرسمية (الموازية)، وهو ما يُعرّف بسوق المناخ. وفي جانفي 1983، بلغ عدد هذه الشركات 41 شركة موزّعة حسب النشاط على قطاعات اقتصادية مختلفة (بنوك، شركات استثمار، شركات تأمين، شركات عقارية، شركات صناعية، شركات خدمات)، وقد بلغ رأسمالها المدفوع ما يعادل 1.1 بليون دينار كويتي. وفي ظل غياب قيود على المعاملات داخل السوق، فقد تزايد

حجم التعامل فيها ووصل إلى معدلاتٍ خيالية؛ إلا أن أزمة المناخ خلال النصف الثاني من سنة 1982 قد عصفت بسوق الأوراق المالية الكويتية الرسمية والموازية (سوق المناخ)؛ حيث تعتبر هذه الأزمة من أكبر الأزمات التي شهدتها الأسواق المالية العربية، ويمكن تلخيص أسبابها إلى ما يلي:

- مبالغة المتعاملين في البيع بالأجل وبأسعار فاقت قدراتهم المالية.
 - توفُّق تدفُّق رؤوس الأموال إلى الكويت، وقد صاحب ذلك خفض البنوك للقروض والتسهيلات الائتمانية، وكذلك تناقص تدفُّق الأموال الحكومية إلى السوق؛ مما أدَّى إلى أزمة سيولة دفعت كثيراً المضاربين إلى إعادة تحويل الشيكات المؤجَّلة المستحقَّة، واستبدالها بشيكاتٍ مؤجَّلة جديدة، ولكن بفوائد عالية بلغت في بعض الأحيان 200% من السعر السائد.
 - تجاوز المضاربون الكبار حدودهم القصوى بسبب التعامل بالشيكات مؤجَّلة الدفع؛ مما أدَّى بهم إلى إعلان عجزهم عن الوفاء بهذه الشيكات في مواعيد استحقاقها؛ ومن ثم ظهرت موجة من الهلع والمطالبة بالمستحقات.
 - قلة المعلومات المالية المتاحة عن نشاط الشركات، وسوء استغلال المعلومات الداخلية من قبل بعض المتعاملين.
 - المضاربات الحادة التي لا تستند إلى أية معلوماتٍ حقيقية عن أوضاع الشركات، ورغبة المتعاملين في جني الأرباح السريعة.
- ويمكن توضيح النتائج والآثار التي تترتبت على أزمة سوق المناخ فيما يلي [82]: ص(188-190):

- أدَّت الأزمة على الصعيد المحلي الكويتي إلى حالةٍ من الشلل التام في الأسواق التجارية والمالية.
- هبوط أسعار الأسهم في السوق الرسمية (البورصة) وهبوطها بصورةٍ أشد في سوق المناخ؛ فقد تراجعت أسعار الأسهم الكويتية بشكلٍ ملحوظ بين 20% إلى 40%، أما التراجع في الأسهم الخليجية فكان أكثر من ذلك بكثير.
- شهدت السوق العقارية تدهوراً حاداً في الأسعار؛ حيث اضطر بعض المضاربين إلى بيع عقاراتهم وفاءً بالتزاماتٍ ماليةٍ مستحقة على عاتقهم.
- دفعت الأزمة البعض إلى تحويل معظم أموالهم للخارج؛ مما أدَّى إلى تفاقم مشكلة السيولة.
- إن تكوين العديد من الشركات الوهمية، وانشغال قطاعاتٍ عديدة بالتعامل في أسهم هذه الشركات، وابتعادهم عن الإسهام الفعال في الإنتاج الحقيقي، أدَّى على حدوث اضطراباتٍ بالإنتاج الوطني للبلاد.

بعد مرور السوق بموجاتٍ شديدة من المضاربات وحوادث أزمة المناخ، فقد صدر عددٌ من القوانين والقرارات تجاوز عددها 20 مرسوماً وقرارات، خلال الفترة التي أُعيد فيها تنظيم السوق (1983-1987)؛ وذلك لمعالجة المشاكل التي نجمت عن أزمة سوق المناخ؛ حيث تمَّ إغلاق سوق المناخ ابتداءً من يوم 3 نوفمبر 1984؛ حيث تمَّ إدراج غالبية الشركات غير الكويتية (الخليجية) التي لم تستوفِ شروطَ القبول في السوق الرسمية في سوق موازية خاضعة للرقابة والإشراف؛ وذلك لضبط تداول أسهم هذه الشركات.

- أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية سنة 1998:

شهدت سوق الأوراق المالية غير الرسمية في دولة الإمارات العربية المتحدة أزمة في صيف 1998، وامتدَّت آثارها لسنة 1999 و2000؛ حيث كان تداول الأسهم في سوق الإمارات غير الرسمية خلال عقد الثمانينات والنصف الأول من التسعينات حكرًا على مجموعةٍ من تجار الأسهم. وفي النصف الثاني من التسعينات، شهد السوق زيادة عدد شركات المساهمة، وتحسُّن أداء ونتائج أعمال الشركات بصفةٍ عامة، وزيادة الوعي بالتعامل في الأسهم؛ مما أدَّى إلى تزايد عدد المستثمرين والمضاربيين في السوق؛ حيث انتعشت حركة البيع والشراء؛ ومن ثم تضاعفت أسعار الأسهم. ونظراً لارتفاع مستويات الأسعار لجميع الأسهم بصورةٍ مبالغ فيها نتيجة المضاربات، فقد أدرك المستثمرون والمتعاملون في السوق ذلك؛ مما أدَّى إلى موجة بيع كبيرة لجني أكبر قدر من الأرباح؛ فتدهورت أسعار الأسهم بشكلٍ كبير نتيجة الركود الشديد، وفُقدت الثقة في السوق واستمرَّت الأسعار في التراجع وامتدَّت لفترة طويلة؛ مما أدَّى إلى خسائر كبيرة وصلت إلى 43.5 مليار درهم من قيمتها السوقية، خلال الفترة الممتدة من 13 سبتمبر 1998 إلى نهاية ديسمبر 2000.

وترجع أزمة سوق الإمارات للأوراق المالية سنة 1998 إلى ما يلي:

- توفر سيولة نقدية كبيرة تفوق الإمكانيات الاستثمارية التي طُرحت من خلال الشركات المساهمة؛ مما دفع الكثير من المستثمرين إلى توظيف جزءٍ مهم من استثماراتهم في الشركات الجديدة، التي تضاعفت قيمة أسهمها قبل أن تزاوُل أنشطتها.
- المضاربات المفرطة التي خرجت عن السيطرة وانتقلت عدواها من مستثمرٍ لآخر، ووقفت وراءها مؤسساتٌ مالية كبيرة؛ الأمر الذي ترك آثاراً سلبية على سوق الأسهم بشكلٍ عام.
- انخفاض أسعار الفائدة بالبنوك لدى دولة الإمارات وخارجها، والتي وصلت لمستواها الأدنى، إضافة إلى تعرُّض أسواق الأوراق المالية بدول مجلس التعاون الخليجي لانخفاض ملحوظ سنة 1998، وانهيار الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا وروسيا وأمريكا اللاتينية؛ مما أدَّى إلى اندفاع بعض المستثمرين الأجانب وخروجهم على سوق الأسهم بالإمارات.

لقد تأكد لكافة أطراف الأزمة أن ما حدث في السوق يرجع في الأساس إلى عدم تنظيم السوق، وغياب القوانين والتشريعات التي تحكم وتسير عمله؛ الأمر الذي يجعله دائماً عرضةً لمثل هذه الأزمات والتقلبات؛ لذا فقد سارعت السلطات في دولة الإمارات بتحريك قانون سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وأعلنت كل من إمارتي دبي وأبو ظبي في سنة 1999 إنشاء بورصات منظمة لتداول الأوراق المالية؛ باعتبار أن البورصة تُمثل الحل والمخرج الأكثر فعالية للسوق مما يتعرّض له، وخضوعه لمزاجية وسيطرة الشائعات والمضاربات التي تحكم عمليات التداول. وفي سنة 2000 تمّ إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، ووضع هيئة الضوابط التشريعية لإدراج الشركات المساهمة والوسطاء والضوابط الأخرى التنظيمية.

2.2 الأزمة المالية العالمية الراهنة

تعرّض العالم في الآونة الأخيرة لأزمة مالية توصف بأنها الأسوأ ربما منذ أزمة الكساد الكبير، على حدّ تعبير الخبراء الاقتصاديين، والتي عصفت بالاقتصاد الأمريكي في مرحلتها الأولى، لتنتقل إلى الاقتصاد العالمي برمّته بعد ذلك، من خلال تبلور مجموعة من الأسباب والتي مهّدت لاندلاعها، محدثة جملة من الآثار والتداعيات على الاقتصاد العالمي.

1.2.2 تقديم الأزمة المالية العالمية الراهنة

عرفت الرأسمالية عدة أزماتٍ في شكل دوري، وعلى غرار الأزمات التي شهدتها العالم في القرن العشرين، فقد عرف العقد الأول من القرن الحالي أزمة مالية، كانت بدايتها في خريف 2008م، ولكن جذورها تعود إلى سنواتٍ سابقة نوجزها فيما يلي:

1.1.2.2 الجذور التاريخية للأزمة

شهد الاقتصاد الأمريكي قبيل انفجار الأزمة، العديد من الاضطرابات المالية، والتي كانت تمهيداً لانفجار أزمة 2008 نوجزها فيما يلي:

- العجز في الميزان التجاري:

حيث منذ سنة 1971 لم يُسجَل الميزان التجاري أيّ فائض، بل عجز يزداد سنوياً وصل في سنة 2006 إلى 758 مليار دولار. ويعود السبب الرئيسي إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك، كما أن العجز في الميزانية لا يزال مرتفعاً؛ حيث فُدر في ميزانية سنة 2008 بمبلغ 410 مليار دولار، أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي؛ وهذا ما أدّى إلى تفاقم الدين العام؛ حيث أظهرت إحصاءات وزارة الخزانة الأميركية ارتفاع الديون الحكومية (الإدارة المركزية والإدارات المحليّة) من 4.3 تريليون دولار في سنة 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في سنة 2003، وإلى 8.9

تربليون دولار في سنة 2007، وأصبحت هذه الديون العامة تُشكّل 64% من الناتج المحلي الإجمالي؛ حيث يعادل حجم هذه الديون عشرة أضعاف الناتج المحلي الإجمالي لجميع الدول العربية، وثلاثة أضعاف الديون الخارجية للدول النامية [83]:ص(5-6).

ويمكن تفسير التراجع في ميزان المدفوعات الأمريكية بقضايا جوهريّة، ترجع إلى السياسة النقدية التوسّعية التي انتهجها بنك الاحتياط الأمريكي في السنوات ما قبل الأزمة، والتي تُرجمت بمعدلات فائدة جد منخفضة؛ الأمر الذي أدّى إلى الزيادة في الاستثمار والاستهلاك بنسب جد مرتفعة، على الرغم من أن الادخار المحلي لم يكن كافياً لتغطية ذلك، والذي أمكن تعويضه باللجوء إلى الاستدانة من الخارج، وبالتحديد من الدول التي كان لها فائضٌ في الميزان المدفوعات، نذكر منها على الخصوص اليابان، الدول الناشئة، وكذلك الدول المُصدّرة للنفط [84]:ص(27).

- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في أبريل 2000:

عرفت أسهم شركات الحاسوب، الإنترنت والاتّصالات اللاسلكية تدهوراً شديداً؛ حيث بدأ الخلل يصيب الأسواق المالية الأمريكية بشكلٍ ملموس منذ مارس 2000، في شكل موجةٍ بيع متصاعدة تركّزت على أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية. وقد بلغت خسائر الأسهم الأمريكية أكثر من 2000 مليون دولار خلال أسبوعٍ من التعاملات (10-14 أبريل 2000)؛ ففي بورصة "وول ستريت" انخفض مؤشر "نسداك"، الذي يضمُّ أسهم القطاع التكنولوجي بـ 355,49 نقطة في نهاية التعامل يوم 14 أبريل 2000، أي بنسبة 97%، وبلغ مجموع الانخفاض خلال أسبوعٍ 1125,16 نقطة، كما عرف مؤشر "داو جونز" الصناعي انخفاضاً بنسبة 57%. [85]:ص(6-7).

- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في مارس 2001:

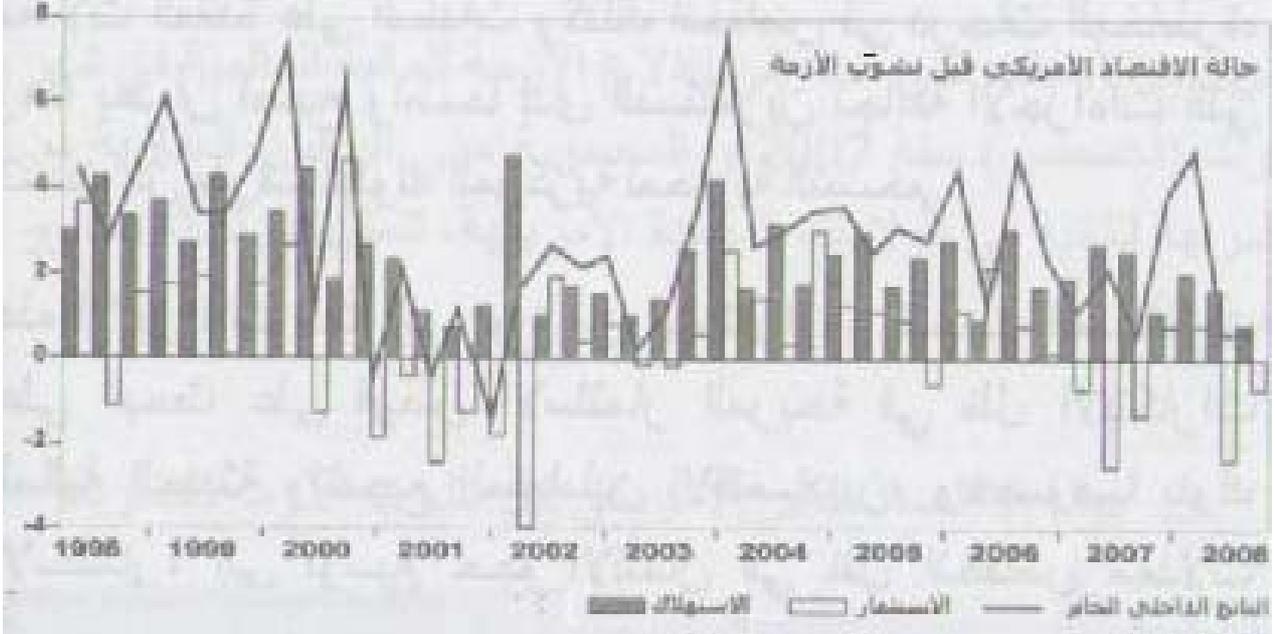
امتداداً لما حدث في شهر أبريل 2000، فإن شهر مارس من سنة 2001 شهد نتائج مخيِّبة للأمال بشأن شركات الكمبيوتر وتراجع أرباحها، والقلق من مستقبل سعر الفائدة الأمريكي، مع تزايد عدد شركات الكمبيوتر التي أعلنت عن انخفاض أرباحها، إضافةً إلى ارتفاع مستويات الاستهلاك قد أدّى إلى انخفاض أسعار الأسهم الأمريكية إلى أقل من أدنى مستوى له خلال سنتين نتيجة التدهور في أسعار أسهم التكنولوجيا في مارس 2001.

- انهيار أسعار الأسهم الأمريكية في سبتمبر 2001:

أدّت هجمات 11 سبتمبر 2001 على الولايات المتحدة الأمريكية، إلى خسائر كبيرة في الأسواق المالية، وخاصةً فيما يتعلّق بانهيار برج التجارة العالمية الذي كان يحوي على 400 شركة من 26 دولة لها علاقة مباشرة ببورصة "وول ستريت"، وتوقّف العمل بأسواق المال الأمريكية حتى 17 سبتمبر 2001؛ ليفقد مؤشر "داو جونز" في ذلك اليوم 684,81 نقطة. وتشير التقديرات إلى أن خسائر أسعار الأسهم في "وول ستريت"، من جراء تراجع القيمة السوقية تقدّر بـ 1,4 تريليون دولار أمريكي، ولم

يقتصر التراجع على بورصة "وول ستريت"، بل شمل معظم البورصات العالمية؛ فمؤشر البورصة الألمانية فقد 19,8% من قيمته، وانخفض مؤشر "كاك 40" للأسهم الممتازة الفرنسية بـ16,7%، كما تراجع مؤشر "فيانشال تايمز" بنسبة 12,1%، وخسر مؤشر "نيكاي" 7,1% [86]:ص(343).

والشكل التالي يوضح حالة الاقتصاد الأمريكي قبل نشوب الأزمة:



شكل رقم (2): حالة الاقتصاد الأمريكي قبل نشوب الأزمة المالية العالمية 2008 [84]:ص(24).

من خلال الشكل رقم (1): والذي يوضح حالة الاقتصاد الأمريكي قبل نشوب الأزمة المالية، ممثلة في حجم الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمارات، والاستهلاك، فقد عرفت هذه الأخيرة تذبذبات حادة أواخر التسعينات، وحتى سنة 2008؛ وهذا راجع إلى:

- العجز المتزايد في الميزان التجاري؛ وذلك يعود إلى عجز الجهاز الإنتاجي عن تلبية الطلب المتزايد في ظل شيوع النزعة الاستهلاكية المفرطة.

- العجز في الموازنة الحكومية، والذي بلغ 410 مليار دولار في سنة 2008.

- تراجع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي، وخاصة خلال سنوات (2000 إلى 2003)؛ وهذا راجع إلى السياسة الأمريكية المنتهجة، بالإضافة إلى ارتفاع النفقات العسكرية؛ مما أدى إلى ارتفاع أعباء المديونية.

كل هذه الأسباب مهّدت لنشوب أزمة الرهن العقاري، والذي كانت بدايتها سنة 2007، ولكن

جذورها تعود إلى سنوات سابقة.

2.1.2.2 أزمة الرهن العقاري

اندلعت أزمة الرهن العقاري (Mortgage Crisis) في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية سنة 2007؛ حيث كانت هناك ندرة في السيولة في أسواق الائتمان والأجهزة المصرفية العالمية، إلى جانب بداية الانكماش في قطاع العقارات في الولايات المتحدة، والممارسات المرتفعة المخاطرة في الإقراض والاقتراض. لكن بذور الأزمة تعود لسنة 2002؛ حين اتبعت الحكومة الأمريكية شعاراً يقضي بتملك كل مواطن أمريكي لسكن؛ ولتحقيق هذا الهدف قامت بتخفيض معدلات الفائدة بشكل كبير؛ الأمر الذي أدى إلى تهافت البنوك في تمويل الزبائن الذين يرغبون في شراء عقارات بمساهمات أولية ضعيفة، وبأجال طويلة تصل إلى 45 سنة [84]:ص(13). وبطريقة ملتفة، وشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخٍّ لمحدودي الدخل، فقد كانت في مجملها التفافاً على قوانين الدولة والحد الائتماني؛ حيث تضمنت العقود نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة، وعند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط ثلاثة أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سداه، فضلاً عن وجود بنود في العقود ترفع الفائدة عند تعيُّرها من البنك الفيدرالي الأمريكي، فيما يُسمى بالرهن العقاري ذي الفائدة القابلة للتغيير [87]:ص(7).

وفي ظل الارتفاع العام لأسعار تلك العقارات، أخذ كثيرٌ منهم في الاقتراض بضمان قيمتها – التي لم تسدّد في الأساس – وكان الاعتماد في هذه القروض بشكلٍ أساسي على قيمة العقار التي تتزايد باستمرار في السوق كضمان، والتي بلغت حوالي 11 تريليون دولار [88]:ص(3).

3.1.2.2 تشخيص الأزمة المالية العالمية 2008

كانت بداية أزمة الرهن العقاري بقيام البنوك الأمريكية بالترويج لشراء المنازل بين أوساط الدخل الثابتة والمحدودة عبر إقناعهم بإمكانية الحصول على قروض مصرفية يمكن تغطيتها وسداد أقساطها من مرتباتهم، وكانت معدلات فوائد الإقراض المحتسبة عليها بسيطة لا تتجاوز 2%؛ الأمر الذي ساهم في زيادة عمليات الاقتراض، وقد ترتب على هذه الخطوة ارتفاع قيمة الأقساط المترتبة على المقترض؛ مما أدى إلى إجماع الأغلبية المطلقة عن سداد التزاماتهم المالية للبنوك العقارية وشركات التأمين؛ ومن ثمّ قامت البنوك بالحجز على المنازل المرهونة ومصادرتها وعرضها للبيع للحصول على السيولة اللازمة.

ونتيجةً للعرض الكبير للشقق السكنية تراجعت أسعار العقارات؛ مما شكّل ضغطاً مادياً على إدارة البنوك جعلها تتبع القروض على شكل سنداتٍ للشركات المالية الكبرى التي أعادت هيكلتها وأصدرتها على شكل سندات رهن عقاري تمّ عرضها في الأسواق العقارية بأكثر من قيمتها الحقيقي؛ وبالتالي فقدت أسواق العقارات التوازن بين مدخلات ومخرجات رأس المال السائل، وتمّ اللجوء إلى هذه المحفظة من

الرهونات العقارية" لإصدار أوراق مالية جديدة تقتض البنوك المقرضة بها من المؤسسات المالية الأخرى - بضمان هذه المحفظة - أو ما يطلق عليه بالتوريق [89] (Securitization):ص(45-47)، دفع هذه البنوك إلى إصدار موجة ثانية من الأصول المالية بضمان هذه الرهون العقارية؛ فالبنك يقدّم محفظته من الرهونات العقارية كضمان للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات، أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية.

وهكذا فإن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر، للاقتراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وهو في حقيقته ما يُسمّى بالمشتقات المالية. كما ساهم في استفحال الأزمة ارتفاع عدد المتخلفين عن سداد الديون، وتوسّع دائرة الديون الخطر؛ مما أدّى إلى ارتفاع تكلفة الإقراض لتصل إلى 20 % من قيمة القرض [90]:ص(6-7).

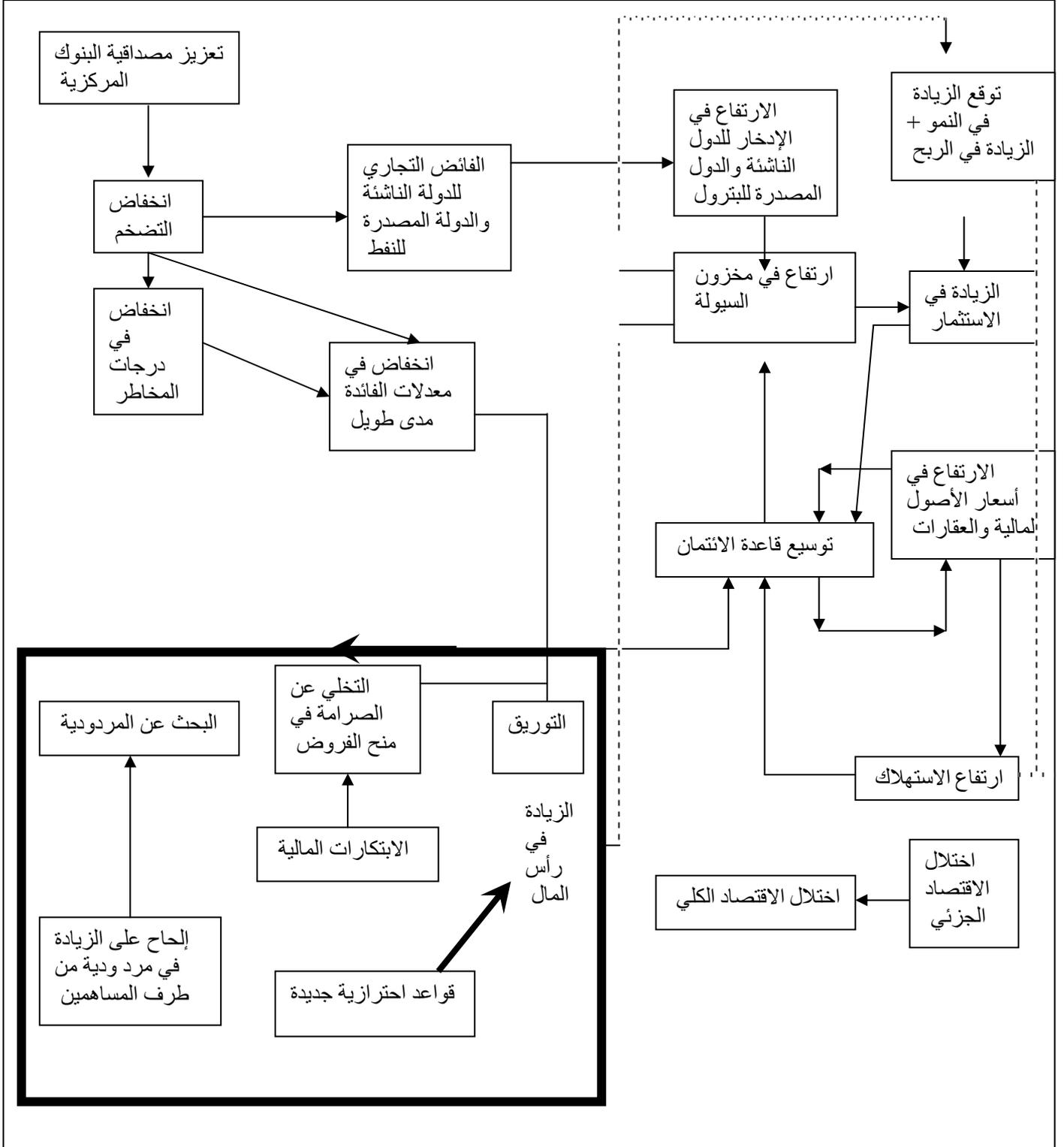
وفي ظلّ تزايد الفوائد وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على قروض جديدة، توقّفوا عن سداد أقساط القروض وفوائدها؛ وهذا ما دفع بالبنوك إلى الحجز عن هذه العقارات، الذي وصل إلى حوالي 93% من حجم العقّارات المموّلة بالقروض العقارية، وقد فقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات، وأصبحت قيمة هذه العقارات أقلّ بكثير من قيمة القروض، فضلاً عن عدم إمكان هذه المؤسسات بيعها؛ وبالتالي أصبحت هذه القروض رديئة لا يمكن تحصيلها، والمموّلة أصلاً من ودائع عملاء آخرين؛ فبدأ العملاء في سحب جماعي لأموالهم، عجزت معه المؤسسات المالية عن مواجهة السحب؛ فأعلنت إفلاسها. وفي المقابل، انخفضت أسهم المؤسسات المالية وأسهم شركات الاستثمار العقاري التي تقدّم قروضاً أيضاً؛ فأدّى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية. ففي 14 سبتمبر 2008 استيقظ العالم على خبر أزمة إفلاس بنك " Lehman Brothers"، أحد أكبر خمسة بنوك أعمال في الولايات المتحدة الأمريكية؛ نتيجة لأزمة الرهونات العقارية عالية المخاطر أو الأقل جودة (Subprime) التي بدأت منذ شهر فيفري سنة 2007 [91]:ص(3)؛ الأمر الذي أدّى - على الرغم من تدخل السلطات المالية الأمريكية لإنقاذ اثنين من أكبر شركات الرهونات العقارية المتعثرة وهي: " Freddie Mac" و " Fannie Mae" وذلك بوضعها تحت الوصاية الحكومية، وقبول بنك "Merrill Lynch" صفقة بيعه لمصلحة "Bank of America"، وإعلان بنك " Jp Morgan Chase" شراء الأنشطة المصرفية لبنك "Washington Mutual" - إلى اهتزاز أسواق المال العالمية بصورة عنيفة، جعلت البنوك المركزية العالمية تُسرّع بالتدخل لضخ مليارات الدولارات في الأسواق المالية لمنع الانهيار التام للاقتصاد العالمي.

من أجل احتواء الوضع، قامت البنوك بالاتفاق مع المقترضين بالتأمين على هذه العقارات عند شركات التأمين، التي وجدت من الأزمة فرصة للربح، بضمن العقارات فيما لو امتنع محدودي الدخل عن السداد؛ فقامت بتصنيف سندات الديون لفئتين: فئة "أ" قابلة للسداد، وفئة "ب" لا يمكن سدادها، وبدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من هؤلاء المستثمرين. وبتفاهم الأزمة، وتوقف محدودي الدخل عن السداد، طالب المستثمرون بحقوقهم عند شركات التأمين؛ فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم "أيه آي جي (AIG)" عن عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل؛ ممّا دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار، مقابل امتلاك 79,9% من رأسمالها، ولحقّ بها كثيرٌ من المؤسسات المالية الأمريكية مثل "مورجان ستانلي" و"جولدمان ساكس" [92]:ص(48-49).

بإعلان بنك الإخوة "برانرز"، رابع أكبر بنك استثماري أمريكي عن إشهار إفلاسه، بعدما تكبّد خسائر مالية جسيمة في الثلاثي الثالث من سنة 2008؛ حيث بلغت نحو 4 مليارات دولار أمريكي، كما بلغت الديون الإجمالية للبنك 613 مليار دولار أمريكي، بينما بلغ إجمالي أصوله 631 مليار دولار أمريكي وذلك يوم 31 ماي 2008 [85]:ص(14)؛ ممّا ترك أثراً مدوياً على أسواق المال الأمريكية والعالمية، ودفع بالمستثمرين للتهاافت على بيع الأوراق المالية ولو بأسعار متدنية؛ فأدّى هذا إلى انخفاض كبير في أسعار هذه الأوراق المالية وفقاً لقانون العرض والطلب؛ فلجأت البنوك التي تعاني من عجز في السيولة إلى بنوكٍ أخرى، لطلب القروض فيما يُعرَف بالسوق ما بين البنوك. ولكن بسبب جهل كل بنك وضعية البنك الآخر، أحجمت تلك البنوك عن تقديم القروض، وارتفعت أسعار الفائدة بين البنوك؛ فبدأت الانهيارات في البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين تتوالى الواحدة تلو الأخرى، وانخفضت مؤشرات الأسواق المالية؛ بحيث انخفض مؤشر "داو جونز" بحوالي 400 نقطة، وتراجع مؤشر "ستاندر أند بورز" بواقع 150 نقطة [93]:ص(3).

يضاف إلى ما تقدّم، أن انتشار الأزمة المالية الأمريكية وتأثيراتها، التي امتدّت إلى كل أنحاء العالم، يرجع إلى عولمة الأسواق، وعدم اقتصار الأزمة على جانبها المالي، بل امتدّ ليشمل كافة القطاعات الإنتاجية والاقتصادية [94]:ص(13)؛ فقد انخفض الإنتاج الصناعي الأوروبي في ماي 2008 بمعدل 1.9%، وهو الانخفاض الأكثر حدّة في شهر واحد منذ أزمة سعر الصرف في سنة 1992. وقد سجّل الاقتصاد الأوروبي في الثلاثي الثاني من سنة 2008 انخفاضاً قدره 0.2%؛ مما أدّى إلى ارتفاع نسبة البطالة في الاقتصاد البريطاني حسب إحصاءات "مكتب الإحصاءات الوطنية" إلى 904,900، بزيادة حوالي 32,500 حالة وذلك في أوت 2008. بينما شهد الاقتصاد الإيرلندي في الثلاثي الأول من سنة 2008 انكماشاً في الناتج المحلي الإجمالي قدره 1.5%، وهي السابقة الأولى لها

منذ سنة 1983، وكذلك انكماشاً قدره 0.5% في الثلاثي الثاني لتصبح بذلك ايرلندا أولى دول الاتحاد الأوروبي دخولاً في الكساد الاقتصادي. والشكل التالي يوضح مراحل تطور الأزمة المالية العالمية الراهنة:



شكل رقم (4): مراحل تطور أزمة القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية. [173]: ص(56)

2.2.2 أسباب الأزمة المالية العالمية الراهنة

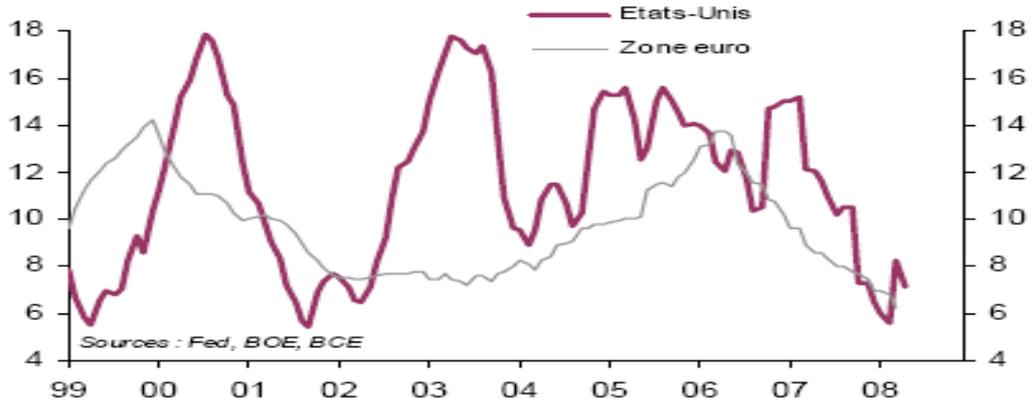
يمكن تقسيم الأسباب التي أدت إلى اندلاع الأزمة المالية العالمية الحالية، إلى ما يلي:

الفرع الأول: الأسباب المباشرة للأزمة:

هناك مجموعة من الأسباب المباشرة ساهمت في الأزمة العالمية الراهنة نذكر منها ما يلي:

2.2.2.1 القروض العقارية الرديئة

أظهرت الأحداث تورط البنوك الأمريكية في تقديم الائتمان حتى للمقترضين من ذوي الدخل المنخفضة وغير المنتظمة، ولم تهتم البنوك كثيراً بالقدرة المالية للمشتريين، أو احتمال تعثرهم، حيث قدمت التمويل لبعض الأشخاص دون أي دخل أو عمل أو أصول ضامنة لهذا التمويل [95]: ص(6)، وهو ما يُعرف بـ NINJA، والتي تُمثل الأحرف الأولى من عبارة No Income, No Job, No Assets، ووصل هذا التمويل إلى 40% من حجم التمويل العقاري، طالما توقع الجميع استمرار الارتفاع وارتفاع أسعار العقارات، فالبنوك قادرة على الحصول على حقوقها بالاستيلاء على العقار وبيعه بسعر مرتفع، وكان الإقراض للمستهلكين ذوي الدخل المحدودة يولد أرباحاً أعلى من تلك المتوفرة في الأسواق، وهذا ولقد تم تغليف هذه القروض ذات الضمانات دون الحدية Sub-prime mortgages في شكل صكوك مالية بيعت للبنوك وشركات التأمين، ورحبت البنوك الأوروبية والأجنبية بهذه الصكوك كوسيلة لتوظيف أرصدها الدولار الهائلة التي تراكمت بدورها نتيجة العجز المزمن في الميزان التجاري الأمريكي، وفي العادة كانت هذه الأموال تستثمر في السندات الحكومية الأمريكية [96]: ص(151).

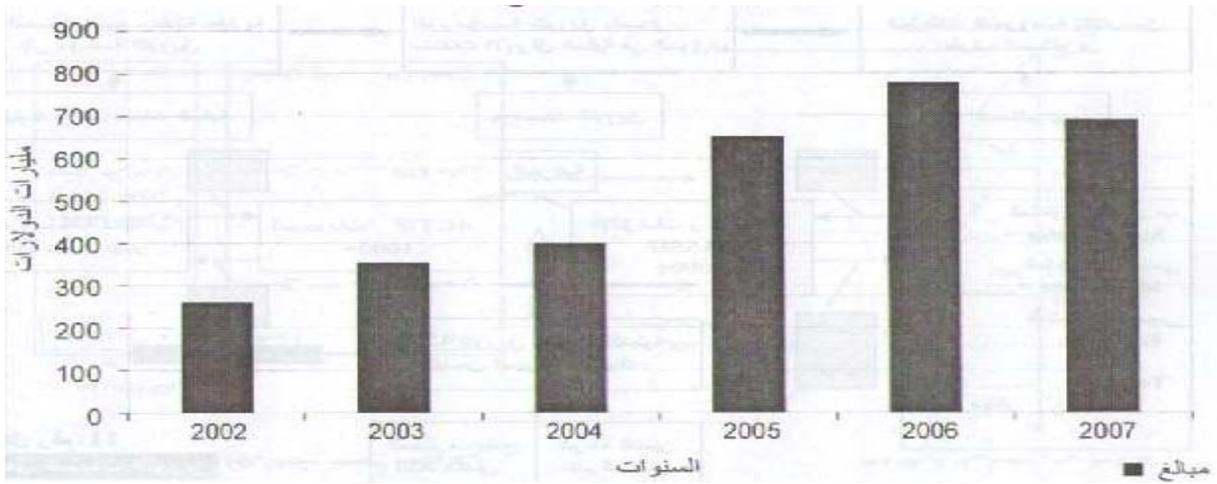


شكل رقم (5): قروض الرهن العقاري الموجهة للعائلات الأمريكية (مليار دولار) [97]: ص(2).

- ضعف الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة:

حيث أن عدم خضوع البنوك الاستثمارية للرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية، أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية، لكن الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع [99]:ص(9).

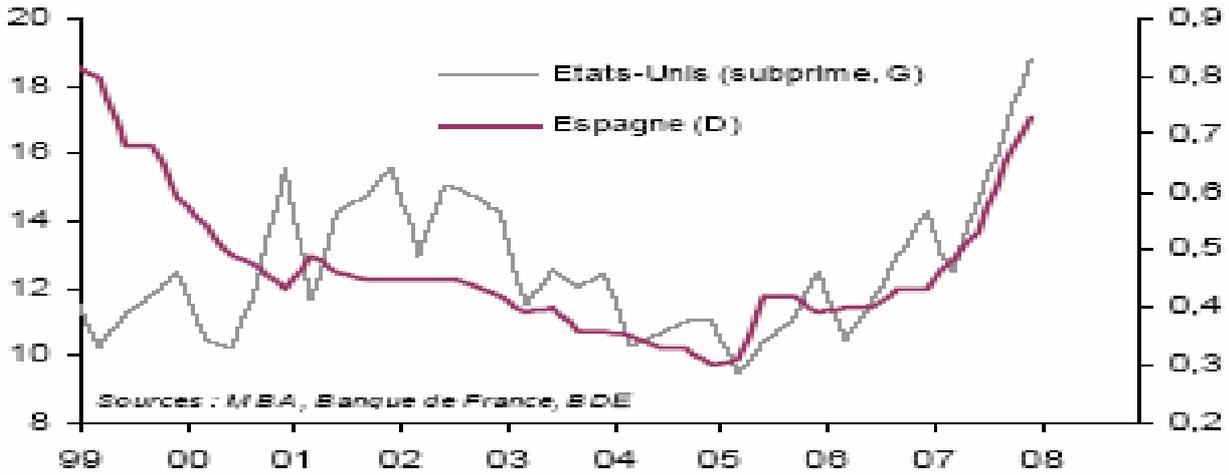
فضعف الشفافية لدى القائمين على البنوك والبورصات، والكذب والتدليس وعدم إظهار المعلومات الحقيقية في القوائم المالية للمؤسسات والشركات، ساعد على انتقال الأزمة إلى الأسواق المالية.



شكل رقم (6): إصدار الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية. [84]: ص(49).

- توفّر المقترضين عن سداد ديونهم:

وهنا عجز الكثير من المؤسسات والأفراد عن الإيفاء بديونهم مما أدى إلى إفلاس العديد من البنوك، وبالتالي ظهرت أزمة نقص السيولة، مما أدى بالبنك المركزي الأمريكي إلى التدخل وضخ مئات المليارات في الأسواق ولكن دون جدوى نظرا لكبر حجم الأزمة [98]: ص(6-7).



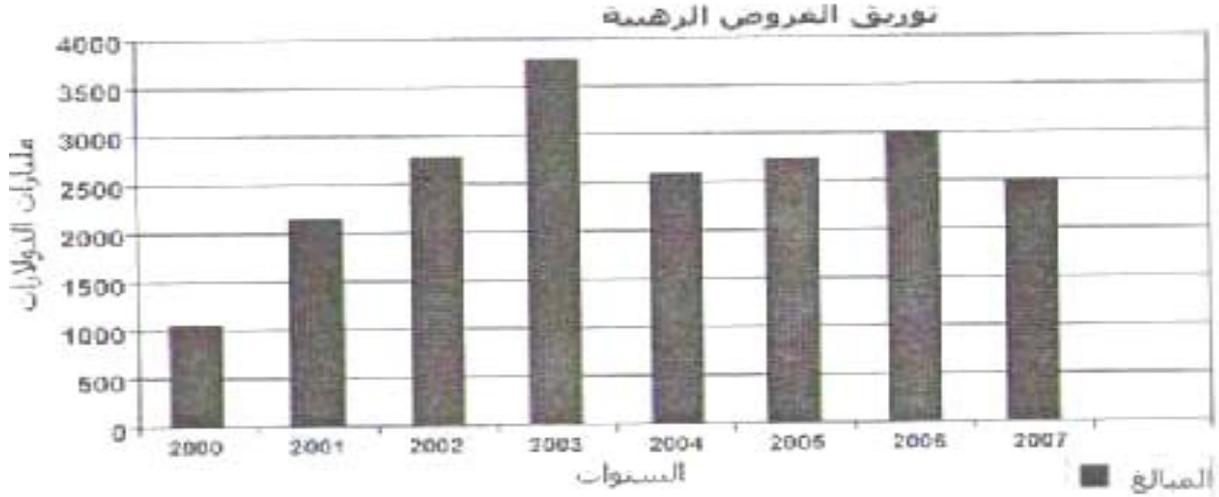
شكل رقم (7): حجم القروض العقارية المتعثرة مقارنة بحجم الادخار [97]: ص(2).

- التوريق المالي:

التوريق عملية مالية جد متطورة وفي بعض الأحيان معقدة تستعمل في تحويل القروض العقارية، غير القابلة لسيولة في الحين، إلى أوراق مالية ذات سيولة، تباع وتشتري في السوق المالية، وغالبا ما تلجأ البنوك التي تمنح هذه القروض إلى تجميعها في محافظ عقارية ثم بيعها لمؤسسات مُتخصّصة تقوم هي الأخرى بتصنيف هذه القروض باللجوء إلى مؤسسات مختصة تقوم بتصنيف القروض المعبأة في المحفظة العقارية حسب درجات الخطورة، ثم بيعها في السوق المالية، وهو ما حدث في الأزمة المالية الحالية، حيث أن البنوك بالولايات المتحدة الأمريكية لم تكتفي بالقروض الأقل جودة بل استخدمت المشتقات المالية، أو ما يُعرف بعملية توريق الديون العقارية Securitization، وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية يمكن تداولها في السوق المالي، لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي التوسع في الإقراض [180]: ص(8)، وساهمت عقود المشتقات التي وصلت إلى ما يزيد على 500 تريليون دولار (أي إلى عشرة أضعاف الناتج الإجمالي العالمي) سنة 2008، في زيادة عنف تقلبات الأسواق بدلا من أن تخفف منها [96]: ص(153).

والشكل التالي يوضّح حجم القروض الرهنية التي تمّ توريقها في الولايات المتحدة الأمريكية كما

يلي:



شكل رقم (8): توزيع القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية [84]: ص(47).

- قيام مؤسسات التصنيف الائتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا نظرا لانها صادرة عن بنوك قوية:

نظراً لأن الديون العقارية للمدينين مرتفعي المخاطر قد اشترت من قبل بنوك كبيرة وقوية، مورغان ستانلي Morgan Stanley، ولمان براذرز Lehman Brothers، فقد قامت وكالات التقييم الائتماني credit rating agencies بمنح السندات التي تضم حزمة من الديون الخطرة والمشكوك فيها، تصنيفا مرتفعا وأما (AAA)، وبذلك تحملت مؤسسات التصنيف الائتماني جزءا من مسؤولية الأزمة المالية العالمية [100]: ص(11)، لأن ذلك التصنيف غير الدقيق جعل البنوك تتجاهل حجم المخاطر التي تتعرض له أو على الأقل كانت 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، بالمقابل فإن العديد من البنوك والمؤسسات المالية حول العالم سجلت خسائر كبيرة، قدرت بمليارات الدولارات، نتيجة لامتلاكها لتلك الأوراق المالية المدعومة بالعقار، كما أن شركات التأمين، وأبرزها AIG- American International Group والتي كانت تؤمن أعدادا ضخمة من الديون العقارية واجهت خسائر مرتفعة أيضا [101]: ص(11).

- نمو نشاط المضاربات:

إن النمو المتعظم في حجم نشاط المضاربات لم يقابله حصول نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المُصدرة لهذه الأسهم، لذلك فقد أجريت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة مما تسبب لاحقا في أزمة عدم القدرة على السداد [102]: ص(10).

- الجوانب السلوكية والأخلاقية للأزمة: لقد أظهرت الأزمة أن من أهم أسبابها هو السلوكيات غير السوية من جانب المتعاملين في المجال المالي مثل الطمع والجشع والفرع والهلع، إلى جانب الممارسات غير الأخلاقية التي انتشرت في المؤسسات والأسواق المالية مثل الفساد والمعلومات المضللة والكذب والاحتيال [103]: ص(2).

4.1.2.2 الأسباب غير المباشرة

بالإضافة إلى الأسباب المباشرة، هناك أسباب ساهمة بطريقة غير مباشرة في هذه الأزمة نوجزها فيما يلي [84]: ص(21-26):

- حالة الاقتصاد الكلي العالمي:

لقد عرف الاقتصاد الكلي العالمي بعض الاختلالات في كيفية توزيع الفائض في الميزان التجاري، وسد العجز في ميزان المدفوعات في السنوات الأخيرة، خصوصاً بعد تحرير الأسواق المالية العالمية، و التكاملات الاقتصادية التي برزت إثرها بعد تفشي العولمة، إذ أصبح العالم يشكل كتلة واحدة، فمن إحدى العوامل الهامة التي أدت إلى نشوب الأزمة المالية العالمية الراهنة وفترة السيولة بدرجة عالية، فإذا نظرنا إلى نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي على المستوى العالمي، فإننا نجد أنها ارتفعت من 19% في الفترة ما بين 1980 و 2000 إلى حوالي 30% في الفترة ما بين 2006 و 2007.

- اختلال موازين المدفوعات الدولية:

حملت الحكومة الأمريكية الدول الناشئة (الآسيوية والمصدرة للبترول)، مسؤولية الأزمة المالية الحالية وذلك بسبب إحداث اختلال في موازين مدفوعات التجارة الدولية، باستخدامها للفوائض المالية للرفع من احتياطياتها النقدية، حيث اتبعت إستراتيجية خاصة تمثلت في تقبل الأخطار والبحث عن عوائد مالية عالية في الأسواق المالية الأمريكية.

- السياسة المالية الأمريكية:

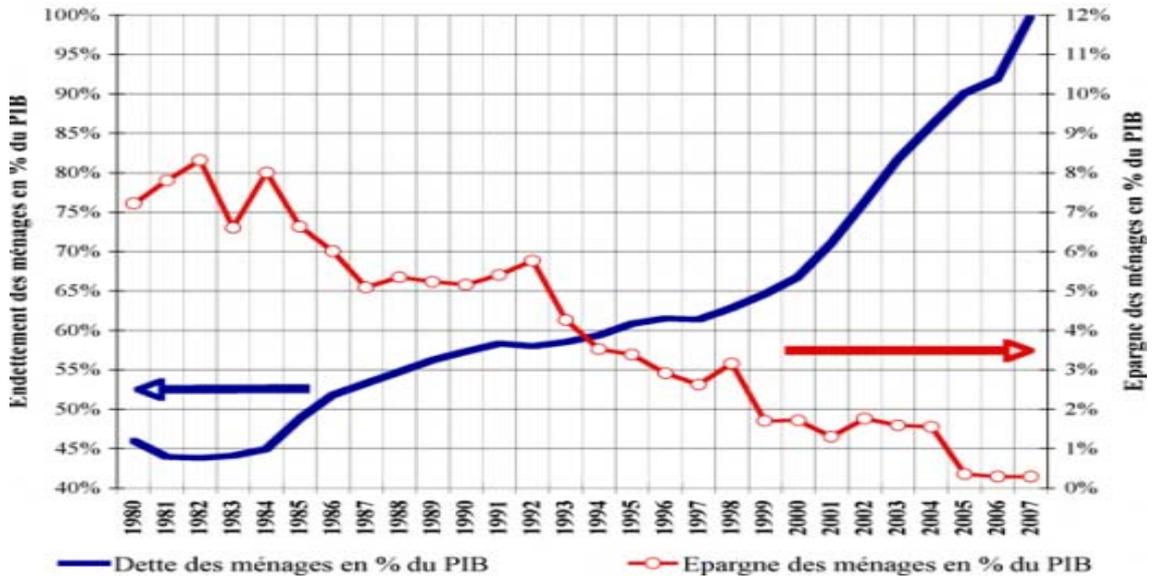
قامت الحكومة الأمريكية بتشجيع مواطنيها على الإنفاق والاستهلاك بدون قيد أو شرط وذلك باستعمال بطاقات الائتمان، هذه السياسة سهلت توسيع الطلب واللجوء إلى الاستيراد لتغطيته، ولا شك أن الفوائض التجارية للبلدان الناشئة والنفطية كانت السند الأساسي في ازدهار الاقتصاد الأمريكي في السنوات الأخيرة.

الحقيقة أن السياسة المالية الأمريكية ازدادت حدة بعد انتقال عدواها إلى الدول الأوروبية خاصة، ويعود الفضل في هذا التطور الخطير إلى العولمة، التي بواسطتها تم تصدير أزمة الرهون العقارية إلى الخارج عن طريق بيع الأوراق المالية إلى جميع أنحاء العالم، هذه الأزمة التي قامت بتسويقها لولايات المتحدة الأمريكية إلى باقي دول العالم، هي نتاج الوسائل الإبداعية المبتكرة التي تم تصميمها وفق

خصوصيات النظام المالي الأمريكي ثم توظيفها خارج مراقبة الهيئات المالية المحلية والدولية مثل صندوق النقد الدولي، فالأرصدة المالية لبنوك الأمريكية التي تنشط في أسواق المال توصف بعلب سوداء لا يُعرَف عنها الكثير.

- الارتفاع الكبير في الديون:

بلغت الديون نحو 9.2 تريليون دولار وكانت تشكل الديون العقارية منها نحو 6.6 تريليون دولار، كما بلغت ديون الشركات قرابة 18.4 تريليون دولار، كما بلغت خلال الفترة السابقة الديون الحكومية ما يعادل 12 تريليون دولار، وعليه تكون قد مثل مجموع هذه الديون 39 تريليون دولار، أي ما يعادل ثلاث أضعاف الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي [104]: ص(2-1).



شكل رقم (9): مقارنة بين مديونية العائلات وادخاراتها في الولايات المتحدة الأمريكية (% من PIB) [105]: ص(4).

من خلال الشكل يظهر أن مديونية العائلات بقيت مستقرة بين 40% و 45% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي خلال سنوات 1980 و 1990، لتعرف أول ارتفاع لها سنة 1994 قبل أن تنفجر فعليا سنة 2001، في حين انهار معدل الادخار الخاص بالعائلات إلى 0.3% من قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

- الارتفاع في نسبة التضخم:

بلغت نسبة التضخم خلال الفترة التي سبقت الانهيار حوالي 4%، وكان السبب فيها ارتفاع أسعار مستلزمات الإنتاج وعلى رأسها أسعار البترول، وارتفاع الإنفاق الأمني داخل أمريكا وخارجها [104]: ص(3).

3.2.2 تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة

اختلفت شدة تأثير اقتصاديات دول العالم بهذه الأزمة، باختلاف ارتباط اقتصادها بالاقتصاد الأمريكي من جهة، وقدرتها على تحمل الصدمات من جهة أخرى، ويمكن إبراز أهم آثار الأزمة الحالية كما يلي:

1.3.2.2 تداعيات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي

كان للأزمة أثرٌ مباشرٌ على الاقتصاد الأمريكي، باعتبارها الموطن الأصلي لها، من بينها ما يلي [106]: ص(4-5):

- تفاقم العجز في الميزانية: والذي وصل لأقصاه في الربع الأول من سنة 2008، حيث أصبح يُمثل حوالي 9.6% من الناتج المحلي الإجمالي [107]: ص(3-6).
- ارتفاع حجم المديونية: ليصل إلى 36 تريليون دولار (حسب إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية)، فقد ارتفعت الديون الحكومية لتشكل حوالي 64% من الناتج المحلي الإجمالي، هذا إلى جانب ارتفاع مديونيات الأفراد والشركات لتصل إلى 6.27 تريليون دولار، منها حوالي 2.9 تريليون دولار ديون أفراد نتيجة التمويل العقاري، وحوالي 4.18 تريليون دولار ديون على الشركات.
- تزايد حجم المعروض من العقارات في السوق: مما أدى إلى تراجع أسعارها بحوالي 10%، وتسريح ما يزيد عن 120 ألف عامل، كما واجه أكثر من 3 ملايين مواطن أمريكي خطر فقدان منازلهم.
- الهبوط السريع في سعر العملة الأمريكية مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم: حيث وصل الدولار إلى مستوى 100 ين ياباني وهو أدنى سعر له منذ التسعينات، كما وصل اليورو إلى ما بعد حاجز الدولار والنصف لأول مرة منذ صدور اليورو؛ وهو ما أدى لتزايد التحول عن التعامل بالدولار الضعيف سواء من الأفراد أو الدول.
- ارتفاع معدلات البطالة: فقد أكثر من 3 مليون شخص لوظائفهم بمعدل 8000 وظيفة شهرياً، ليصل إجمالي من فقدوا وظائفهم في الاقتصاد الأمريكي بسبب أزمة الرهن العقاري حتى 2010 إلى أكثر من نصف مليون شخص.
- ارتفاع نسبة الديون العقارية: على نحو 6.6 تريليون دولار، حيث بلغت نسبة ديون الشركات 18.4 تريليون دولار، أي ما يعادل 3 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي.
- تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 50%، لدرجة أن تحويل رؤوس الأموال أصبح كافيًا فقط لمجرد سد العجز في الميزان التجاري الأمريكي، الذي بلغ حوالي 60 مليار دولار.
- تآكل مدخرات المتقاعدين: حيث تخوف الكثير من الأمريكيين من ضياع مدخراتهم بسبب تأثير الصناديق المسؤولة عن إدارة مدخراتهم التقاعدية بالأزمة المالية الحالية، حيث يتألف القسم الأكبر من

المُدَّخرات التقاعدية في الولايات المتحدة، إما من استثمارات فردية أو برامج ادَّخار خاصة بالشركات. وتوزعت المدَّخرات التقاعدية الإجمالية في نهاية 2007، ما بين 4750 مليار دولار من الاستثمارات الفردية، و3490 مليار دولار من برامج الادَّخار الجماعية في الشَّركات، وحوالي ثلثي أموال صناديق التقاعد التي تم توظيفها في برامج جماعية للشَّركات سنة 2006، استثمرت في شراء الأسهم [193]: ص(24).

- انخفاض حاد في مبيعات السيارات: وعلى رأسها أكبر المجموعات الأمريكية " فورد"، "جنرال موتورز" هذه الأخيرة التي هي على وشك الإفلاس وهو ما يهدد مليون عامل.

- إفلاس متواصل لكثير من البنوك: فقد بلغ عدد البنوك المنتهية 11 بنك، من بينها "بنك إندي ماي" الذي يستحوذ على 32 مليار دولار من الأصول، وودائع بقيمة 19 مليار دولار، وتعثَّر حوالي 110 بنك، تقدر قيمة أصولها بحوالي 850 مليار دولار [194]: ص(11)، زيادة على تراجع أسعار أسهمها في الأسواق المالية، حيث تراجعت أسهم "المجموعة الأمريكية العالمية" بحوالي 61%، وبنك "واشنطن ميوتوال" خسر 27% من قيمة أسهمه، كما تراجعت أسهم "سي تي جروب" بنسبة 15% حيث وصل سعر السَّهم إلى 15,24 دولار وهو أدنى مستوى له منذ 2002، وانخفضت أسهم "بنك أوف أمريكا" بنسبة 21%، ليصل سعر السَّهم إلى أدنى مستوى له منذ 1982 بـ 26,55 دولار [107]: ص(225-224).

- تراجع أرباح البنوك الأمريكية: وذلك بعد إعدام مبالغ كبيرة من الديون العقارية التي لم تتمكَّن من تحصيلها، وتوالي إعلان انهيار صناديق التحوط التابعة لعدد من البنوك، بسبب القروض العقارية الرديئة، وحدثت عمليات بيع واستحواذ في الجهاز المصرفي بأسعار متدنية جدًّا، بعد تراجع أسعار أسهم البنوك بشكلٍ كبير.

جدول رقم (4): حجم التراجع في قيمة أسهم أبرز البنوك الأمريكية خلال الفترة (سبتمبر 2007 - سبتمبر 2008)

[108]: ص(3).

(الوحدة: مليار دولار)

الانخفاض في القيمة السوقية	القيمة السوقية نهاية سبتمبر 2008	القيمة السوقية نهاية سبتمبر 2007	اسم البنك الدائن
138.9	97.8	236.7	ستي غروب
86.3	150.2	236.5	بنك أوف أمريكا
147.5	32.3	179.8	المجموعة الأمريكية
36.4	61.3	97.7	غولدن ساكس
29.8	45.0	74.8	أمريكان إكسبرس
32.0	41.1	73.1	مورغان ستانلي
64.1	0.7	64.8	فاني ماي
41.2	0.3	41.5	فريدي ماركت
39.7	24.2	63.9	ميريل لينش
31.9	2.5	34.4	ليمان برانرز
28.2	2.9	31.1	واشنطن ميوتشوال
676.0	458.3	1134.3	المجموع

- إفلاس العديد من المؤسسات العقارية ومؤسسات التأمين:

تأثرت سوق الأسهم الأمريكية بدرجة كبيرة من جراء الأزمة المالية؛ مما أدى إلى هبوط أهم

المؤشرات البورصات الأمريكية كما يلي:

جدول رقم (5): أثر الأزمة المالية على سوق الأسهم الأمريكية

خلال الفترة (فيفري 2008- فيفري 2009) [109]: ص(12-16)

التغير في قيمة المؤشر (نقطة)	قيمة المؤشر في فيفري 2009 (نقطة)	قيمة المؤشر في فيفري 2008 (نقطة)	مؤشر البورصة
768	1532	2300	مؤشر ناسداك NASDAQ Index Composite Stock
4150	7950	12100	مؤشر داو جونز Dow Jones Industrial Average Stock Index
466	834	1300	مؤشر ستاندرد أند بورز P500&S Index Stock

3.1.2.2 تداعياتها على الاقتصاد العالمي

على الرغم من أن المواطن الأصلي للأزمة المالية كان في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن تأثيرها شمل العديد من دول العالم، غير أن حجم التأثير اختلف من دولة لأخرى، حسب قوة الترابط، وصلابة الاقتصاد، ويمكن حصر هذه التأثيرات فيما يلي:

- انخفاض حجم النمو الاقتصادي العالمي، حيث بلغ 1% سنة 2009، مقارنة مع معدل النمو المسجل لسنة 2008 والذي بلغ 2.5%، ليكون بذلك أقل معدل نمو عرفه العالم منذ عدة سنوات، حيث انخفض معدل نمو الدول المتقدمة 0.5% خلال 2009، ومعدل نمو الدول النامية بـ 4.5% خلال نفس السنة، نظرا لترابط اقتصاديات دول العالم، وحجم الاقتصاد الأمريكي [110]: ص(17-16).

- تراجع كبير في معدل النمو في الدول الصناعية من 1.4% سنة 2008 إلى حدود 0.3% سنة 2009، كما بلغ معدل النمو في الولايات المتحدة 0.9%، مقابل 0.1% لليابان، 0.5% لأوروبا [199]: ص(11).

- تراجع أسعار النفط بدول منظمة الدول المصدرة للبتروك "أوبك" إلى ما دون 55 دولار للبرميل.
- أدت الأزمة المالية إلى إفلاس العديد من المؤسسات والشركات العقارية، وتراجع أداء البعض الآخر، كما عرفت نسبة البطالة ارتفاعا كبيرا حيث وصلت إلى حدود 7,6% في بداية 2009، بالإضافة إلى انخفاض الأجور الذي قابله ارتفاع في التضخم، وهذا ما انعكس سلباً على استهلاك وادّخار العائلات، ممّا وُد تخوّفات من انتقالها إلى أزمة اجتماعية [111]: ص(14).

- أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم (حوالي 25 بنك) لأكثر من 300 مليار دولار من قيمة أصولها، نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ 2008، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين.

- تعرّضت العديد من المؤسسات المالية، وخاصة في أوروبا وآسيا إلى خسائر جرّاء هذه الأزمة، على غرار البنك البريطاني "نورثن روك" المتخصّص في التمويل العقاري الذي انخفضت قيمة أسهمه بأكثر من 30%، واندماج بنك "سانتندر" الإسباني والبنك البريطاني "أليانس آنذر لايسستر"، كما انهارت مجموعة "فورتيس" البلجيكية الهولندية، في حين قامت الحكومة الأيسلندية بشراء 75% من بنك "غليتنير"، وتراجعت قيمة أسهم "كريدي سويس" السويسرية بنسبة 28,78% [92]: ص(73).

كما تأثرت البورصات بشكل مباشر بالأزمة نتيجة تزايد مخاوف حدوث ركود اقتصادي، وسحب المستثمرين لأموالهم لتغطية مراكزهم المالية في مناطق أخرى.

كما عرفت أغلب البورصات الأوروبية والآسيوية تدهوراً في مختلف مؤشّراتها، وهذا ما يوضّحه الجدول التالي:

جدول رقم (6): أثر الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على البورصات الأوروبية والآسيوية خلال الفترة

(فيفري 2008 - فيفري 2009) [109]: ص(14).

البورصات الأوروبية والآسيوية	مؤشّر البورصة	قيمة المؤشّر في فيفري 2008 (نقطة)	قيمة المؤشّر في فيفري 2009 (نقطة)	التغير في قيمة المؤشّر
بورصة لندن	Stock 100 FTSE Index	5700	4200	1500
البورصة الألمانية	Stock Index DAX	6500	4500	2000
البورصة الفرنسية	Stock 40 CAC	4700	3000	1700
البورصة اليابانية	Nikkei 225 Stock Index	13000	7800	5200
البورصة الصينية	Hang Seng Stock Index	23000	13600	9400
بورصة سنغافورة	Straits Times Index Stock	2900	1650	1250

ومن أهم العوامل والأسباب الرئيسية التي جعلت البورصات العالمية تتدهور ما يلي [112]: ص(15-13):

- توسّع المؤسسات المالية في منح الائتمانات عالية المخاطر للشركات والمؤسسات العاملة في مجال الرهن العقاري، والتي لا تتوافر لديها الضمانات المالية الكافية لسداد التزاماتها تجاه الجهات المقرضة ووصل الأمر إلى حد معاناة هذه الجهات من عدم توافر السيولة اللازمة لتمويل أنشطتها.
- عدم قدرة مؤسسات التمويل العقاري على القيام بعمليات الاستحواذ التي أعلنت عنها الحكومة الأمريكية أخيراً، وذلك بسبب عدم توافر التمويل اللازم للقيام بهذه العمليات، وهو ما أعطى مؤشراً سلبياً لأداء الاقتصاد الأمريكي.
- عجز الحكومة عن توفير فرص العمل التي كانت قد أعلنت عنها في وقت سابق، مما ولد شعوراً لدى المستثمرين بأن أكبر اقتصاد على مستوى العالم يمر بأزمة حقيقية، ومن المعروف أن أسواق المال بالغة الحساسية لمثل هذه المؤشّرات فكان التراجع الحاد في كافة مؤشّرات البورصات الأمريكية.

- عدم ثقة المستثمرين في الاقتصاد الأمريكي والحكومة والإجراءات التي تتخذها مما أدى إلى عزوف المستثمرين عن الاستثمار في البورصة.

ومن المعروف أن السوق الأمريكية ترتبط ارتباطاً عضوياً بالاقتصاد الأوروبي والآسيوي، بمعنى أن الشركات الصناعية في هذه الدول تعتمد بنسبة تتعدى 70% على ترويج منتجاتها داخل السوق الأمريكية، وفي حالة تراجع نشاط الاقتصاد الأمريكي تعاني هذه الشركات من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات على هذا التراجع، تبدأ البورصات العالمية في الانحدار والتقهقر؛ نظراً لأن صناديق الاستثمار ومؤسسات رأس المال تبدأ في التخلص عما بحوزتها من أسهم؛ مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للأسهم وانخفاض أسعارها على المستوى العالمي، أخذاً في الاعتبار أن مؤسسات المال العالمية سواء كانت أمريكية أو أوروبية تحرص على تنويع محافظها المالية عن طريق الاستثمار في كافة بورصات الأوراق المالية بما فيها البورصات الناشئة، وذلك لتقليل درجة المخاطر المترتبة على تراجع الأسهم في أي من البورصات العالمية.

3.2 الإجراءات المتخذة للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة

للتخفيف من حدة الأزمة المالية سعت العديد من الدول والمنظمات المالية والنقدية العالمية، وفي مقدمتها الولايات المتحدة الأمريكية إلى أخذ مجموعة من التدابير للحد من تداعيات الأزمة، نوجزها فيما يلي:

1.3.2 خطط الإنقاذ المقترحة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية

أخذت الولايات المتحدة مجموعة من الإجراءات للتخفيف من حدة الأزمة، واسترجاع الاستقرار المالي، نوجزها فيما يلي:

1.1.3.2 خطة الإنقاذ الأولى

صاغ وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون خطة إنقاذ تقوم على ضخ 700 مليار دولار، وافق عليها مجلس النواب والشيوخ، ودفع إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب، وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى حدها الأقصى، الخطة التي حدد لها مهلة تنتهي بنهاية 2009، مع احتمال تمديدتها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتين اعتباراً من تاريخ إقرارها [204]: ص(18)، وقد تضمنت الخطة جملة من الضمانات والإجراءات نذكرها فيما يلي [113]: ص(88-89):

- الضمانات لدافعي الضرائب:

- يتم تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل، بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار.
- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، بما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والبنوك المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.
- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف إلى 250 ألف دولار لمدة سنة واحد.
- إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.
- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند رحيلهم:
- منع دفع تعويضات باهظة لرؤساء أو مدراء الشركات الذين تم تصريحهم أو يستقيلون بعد أن عملوا في شركات باعت أصولها إلى وزارة الخزانة طالما تساهم الخزانة فيها.
- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها.
- استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تحقق.
- المراقبة والشفافية:
- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة.
- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على الحضور في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات.
- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.
- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة.

2.1.3.2 خطة الإنقاذ الثانية:

وضعت الإدارة الجديدة للحكومة الأمريكية "برئاسة أوباما"، مجموعة من التحفيزات لإنعاش الاقتصاد، تتمثل في ضخ 787 مليار دولار تمتد على 18 شهر، ابتداءً من شهر فيفري 2009، وتهدف إلى استحداث من ثلاثة إلى أربعة ملايين منصب شغل، وتحقيق الاستقرار المالي، وإنقاذ الاقتصاد الأمريكي من شبح الركود، وتتضمن الخطة تخصيص 310 مليار دولار لزيادة الإنفاق العام، و 212 مليار دولار كتخفيضات ضريبية، والباقي يوجه لدعم البنية التحتية للاقتصاد الأمريكي [114]: ص(2-1).

2.3.2 الإجراءات المتخذة على المستوى العالمي

نظراً لضخامة الأزمة المالية على الاقتصاد العالمي بادرة العديد من التنظيمات الدولية إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات المساندة نوجزها كما يلي:

2.1.3.2 خطة مجموعة البلدان الصناعية السبعة الكبرى G7

وضعت الدول الصناعية الكبرى (ألمانيا، كندا، الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، بريطانيا، إيطاليا، اليابان) [207] : ص(86-87)، خطة لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وتعهد أعضاؤها بمنع إفلاس البنوك الكبرى، والعمل على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي، واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة اللازمة والرساميل، كما أعربت المجموعة عن استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية الحالية [208] : ص(19).

2.2.3.2 خطة مجموعة العشرين (G20)

تضم مجموعة العشرين أكبر اقتصاديات العالم إلى جانب بعض الدول الناشئة وهي تمثل حوالي 85% من النشاط الاقتصادي العالمي، وبذلك كان من الضرورة أن يكون لقراراتها أثر كبير على تداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث أقرت المجموعة في دورتها المنعقدة بلندن في أبريل 2009، خطة إنقاذ تتضمن العناصر التالية [92] : ص(87):

- ضخ 1,1 تريليون دولار في الاقتصاد للتصدي لتداعيات الأزمة، مع الالتزام بتقديم 5 تريليون دولار مع نهاية 2010، والتعهد بتشديد القواعد المالية لمنع تكرار الأزمة.
- زيادة موارد صندوق النقد الدولي بمقدار 500 مليار دولار، وتقديم 250 مليار دولار للبنك الدولي، و250 مليار دولار لتنشيط التجارة العالمية، و100 مليار لمساعدة بنوك التنمية في العالم لإقراض الدول الفقيرة.
- فرض رقابة صارمة على المرتبات والحوافز والمكافآت التي يتقاضاها كبار المديرين في القطاع المصرفي والمالي، وإقامة مجلس عالمي للاستقرار المالي يعمل بجانب صندوق النقد الدولي، يكون مسؤولاً عن سلامة العمليات المالية عبر الحدود بين الدول، تشديد الرقابة على الصناديق السيادية ومؤسسات الائتمان.
- العمل على عودة تدفق القروض إلى طبيعته في النظام المالي، وعودة النمو الاقتصادي، وضمان حماية المؤسسات الكبرى التي تكتسي أهمية كبرى في استقرار النظام المالي من الإفلاس.
- عدم اللجوء إلى تخفيض أسعار العملات من أجل المحافظة على المنافسة؛

- العمل على إضفاء المزيد من الملائمة بين قوانينها المالية الوطنية والمعايير المالية الدولية، ولاسيما من أجل "تفادي المخاطرة المفرطة" في مجال الاستثمار والتوظيفات المالية.

3.2.3.2 خطة الدول الأوروبية

تبنت قادة مجموعة الأورو [115]: ص(6-8) خطة إنقاذ مالي تعتمد على تأمين جزئي للمؤسسات المالية المتضررة، وتستند أساساً إلى ضخ أموال بالبنوك المتضررة وضمان الودائع، كما تسعى إلى ضمان القروض بين البنوك مع إمكانية اللجوء إلى إعادة تمويلها، ومن جملة الإجراءات المتخذة على مستوى الاتحاد الأوروبي ما يلي:

- فرنسا: اعتمد البرلمان الفرنسي خطة اقترحتها الحكومة لإنقاذ البنوك بمبلغ 360 مليار أورو، وتسعى الخطة إلى إنهاء أزمة الثقة الراهنة في الأسواق المالية وضمان إعادة تمويل البنوك في شكل ضمانات قروض لتنشيط عملية الإقراض بين البنوك، وتوفير أموال أخرى لإعادة هيكلة رؤوس الأموال المتعثرة. - ألمانيا: وافق الحكومة الألمانية على خطة لإنقاذ البنوك تتضمن تأسيس صندوق لإعادة الاستقرار إلى الأسواق، وخصصت له 400 مليار أورو (أكثر من 540 مليار دولار)، و دعا وزير المالية الألماني "بيير شتاينبروك" أن الخطة تهدف إلى تحقيق ميزانية متوازنة، ودعى إلى تقييد رواتب مسؤولي البنوك التي تستفيد من حزمة الإنقاذ الحكومية وتحديد العلاوات ومستحقات أداء الخدمة [211]: ص(19). ومن جهة أخرى، توصلت مجموعة من البنوك وشركات التأمين في ألمانيا إلى اتفاق بشأن تفاصيل خطة إنقاذ أكبر شركة للتمويل العقاري بألمانيا وهي " هيبو ريال ستيت" (إس آر إتش)، ورصد لهذه الخطة حوالي 35 مليار أورو.

- بريطانيا: أقرت بريطانيا خطة تضخ بموجبها ما يصل إلى 250 مليار جنيه (نحو 450 مليار دولار) من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلاد، وتشمل الخطة عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل، وتشترط الخطة البريطانية على البنوك الحد من المزايا الممنوحة للمسؤولين التنفيذيين وتخفيض التوزيعات النقدية في هذه البنوك [116]: ص(8).

4.2.3.2 خطة الدول الآسيوية

عرفت دول آسيا عدة اختلالاتٍ جراء الأزمة المالية العالمية، فقد بادرت إلى وضع جملة من الإجراءات لحماية اقتصادياتها من الانهيار، نوجزها فيما يلي:

- روسيا:

أقر مجلس الدوما الروسي (البرلمان) خطة اقترحها الرئيس "ميدفيديف ديمتري" لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 84 مليار دولار، يتم توفيرها من الاحتياطي النقدي الروسي وتمويل من بنك التنمية، حيث ستحصل البنوك المتعثرة على القروض من هذه المبالغ، كما أكد رئيس الوزراء الروسي "

فلاديمير بوتين" عزم حكومته شراء سندات الشركات الروسية بقيمة تصل إلى 6.65 مليار دولار، كما قرر البنك المركزي الروسي تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك، في خطوة مؤقتة إلى 0.5% بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي وتعزيز الثقة وإرساء الاستقرار في السوق المالية الداخلية[117]: ص(html).

- اليابان:

في إطار مواجهة الأزمة المالية التي تهدد اقتصاديات العالم، رصدت الحكومة اليابانية مبلغ 26900 مليار ين (258 مليار دولار)، لإنعاش الاقتصاد الياباني، حيث شملت الخطة تخفيضات في الضرائب ومساعدات مباشرة للعائلات، ومنح قروض للمؤسسات الصغيرة، إلى جانب إقرارها خطة تحفيز اقتصادية قوامها 23 تريليون ين (255 مليار دولار) لإنعاش الاقتصاد الياباني، تتضمن حزمة من الإجراءات لزيادة فرص العمل وتشجيع الإقراض، مع ضخ الأموال في النظام المصرفي بهدف الحفاظ على التوازن الاقتصادي العام.

- الصين:

انخفض الاقتصاد الصيني لأدنى درجة منذ سبع سنوات حيث شهد نمواً بنسبة 9% لسنة 2008، ليكسر بذلك نمواً تجاوز 10 بالمائة على مدى خمس سنوات متتالية، حيث أثرت الأزمة المالية العالمية على أسرع اقتصاديات العالم نمواً، ولتجاوز تداعيات الأزمة المالية اتخذت الحكومة الصينية خطة تحفيز هائلة تشمل استثمارات حكومية ضخمة، وإصلاحات ضريبية، وإعادة الهيكلة الصناعية، والابتكار العلمي، والرفاهية الاجتماعية، وتعزيز التوظيف، بالإضافة إلى حزمة تحفيز بلغت 4 تريليون يوان (585.5 مليار دولار أمريكي)، التي أعلنت في نوفمبر 2008، باعتبار زيادة الإنفاق الحكومي هو الطريق الأكثر ايجابية، ومباشرة، وفعالية لتوسيع الطلب المحلي، بينما يعتقد خبراء الاقتصاد أن احتياطي النقد الأجنبي الصيني الذي يقدر بـ 4 تريليون دولار أمريكي، والفائض في الحساب الجاري، وفائض الميزانية يوفر للحكومة مساحة واسعة للقيام بذلك.

ومن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية الأخرى توفير أكثر من 9 ملايين وظيفة في المدينة، والسيطرة على معدل البطالة المسجل في الحضر دون 4.6%، والحفاظ على ارتفاع مؤشر سعر المستهلك عند حوالي 4%، بالإضافة إلى إجراء إصلاح شامل في ضرائب القيمة المضافة، والذي من شأنه خفض التكاليف الصناعة بمقدار 120 مليار يوان[118]: ص(html).

3.3.2 الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية الراهنة

لقد طرحت الأزمة المالية العالمية الراهنة دروساً وتساؤلات كثيرة، جعلت دول العالم تبحث عن إجابات جادة عليها، حتى لا تتراجع الثقة والمصادقية في أنظمتها القائمة، ولعل من جملة هذه الدروس ما يلي:

1.3.3.2 الدروس المستفادة من الأزمة المالية على المستوى العالمي

- كشفت الأزمة بوضوح عن أن الأسواق المالية العالمية صارت تسعى إلى تعظيم الأرباح بكل الطرق والوسائل، مما أدى إلى تسبب كبير في ضبط وتأمين المعاملات والأعمال سواء على مستوى المؤسسات المالية والبنوك أو على مستوى البنوك المركزية وأجهزة الرقابة المالية الحكومية، مما أدى إلى التراخي والتباطؤ في مواجهة المشكلات وتجاهل نذرها وبوادرها العاصفة، الأمر الذي أكد حاجة دول العالم لفرض أدوات وسياسات مالية تضمن القدر الأكبر من الشفافية المستمرة لمعاملات أسواق المال والمؤسسات المالية والبنوك والرقابة عليها والمتابعة المتصلة لمؤشراتها، وهو ما يحتم اتخاذ ترتيبات ملائمة لضبط أسواق المال العالمية والسيطرة على معاملاتها.
- كشفت الأزمة عن أن نظاماً مالياً جديداً يجب أن يتم فرضه لمواجهة الوضع العالمي الذي يستوجب نظماً حديثة لعلاج ظاهرة نقص المعلومات عن عمليات التمويل والائتمانات، وإجراء تعديلات هيكلية لضبط إيقاع عالمية أسواق الأموال مع الاهتمام بنظم وقواعد عصرية لتقييم المخاطر.
- كشفت الأزمة عن إدارة سيئة لأسواق المال، وضرورة إعادة التنظيم الشاملة والكاملة باعتبارها مدخل الحل والإصلاح، إلى جانب العودة إلى فرض الضوابط والمعايير المناسبة، وتدخّل الحكومات بالإجراءات والقواعد المنظمة لأسواق المال، لضمان سلامة السوق ومعاملاته، والتي تشمل ضوابط لأعمال المؤسسات المالية والبنوك، وضوابط لتحويلات الأموال العابرة في البورصات، وكذلك التحويلات الرأسمالية وفي مقدمتها الاستثمار الأجنبي المباشر.
- ضرورة إعادة النظر كلياً في آليات النظام المالي العالمي الموروثة منذ منتصف القرن الماضي وتشكيل آليات جديدة تتناسب مع حقائق العالم المعاصر، وحالة العولمة، وتبدل موازين القوة الاقتصادية بين القوى القديمة والقوى الجديدة الصاعدة.
- الدعوة لإنشاء مؤسسات دولية جديدة لتدبير النظام المالي العالمي بدلاً من تلك المؤسسات القائمة الآن والتي - تعد بشكلٍ أو بآخر- أحد أسباب الأزمة المالية العالمية الراهنة، مع التأكيد بأن الأزمة المالية تثبت أن العالم مترابط ومتداخل، وأنه لا سبيل لإعادة الثقة في النظام المالي العالمي إلا من خلال إنشاء مؤسسات عالمية جديدة بمشاركة جميع دول العالم بدون استثناء، وأن الأزمة لا بد من علاجها عبر حل جماعي وليس حلاً منفرداً أو عبر مجموعة محددة من الدول [70] : ص(35-37).

- أكدت الأزمة المالية العالمية الراهنة عدم صلاحية الفكر الرأسمالي القائم على حرية السوق وعدم تدخل الدولة، وأن الوسيلة لعلاج هذه الأزمة المالية الحالية تستند إلى ضرورة تدخل الدولة لتنظيم وضبط السوق بهدف زيادة فاعلية السوق القائم على أساس من المنافسة والشفافية، وتشجيع القطاع الخاص الخلاق المبتكر الملتزم بقوانين الدولة وأهدافها الاجتماعية، وتأكيد توزيع العائد بين عناصر الإنتاج المختلفة بما يحقق العدالة الاجتماعية بمعناها الواسع.
- ضرورة التركيز على الكوادر البشرية في المؤسسات الرقابية ومؤسسات تقييم الشركات، بحيث يتواءم نموها مع النمو في الصناعة المالية.
- أوضحت الأزمة بما لا يدع مجالاً للشك أن الاقتصاد الحر لا يعني «غياب» دور الدولة، خاصة أن هذا الغياب في الولايات المتحدة كان من الأسباب الرئيسية لتفجر الأزمة، وأصبح من المقر - بصرف النظر عن الأيديولوجيات - أن للدولة دورها الواجب والرئيسي وعلى الأخص بالنسبة للتنظيم والرقابة والمتابعة، بل وبالنسبة للتدخل المباشر في بعض الظروف.
- أبرزت الأزمة أن الاقتصاديات الكبرى - في غياب الدور الإيجابي للحكومات- كانت مرتعا خصبا للانحراف وعدم الشفافية، وبالتالي تقل مصداقية المطالبة بالشفافية والعمل بعيدا عن الانحراف، ويتضح أن لكل دولة أن تضع معاييرها التي تضمن الأداء الجيد.
- إن نظام العولمة القائم - والذي يرى البعض أنه من وضع الدول الغنية ليصبَّ بالدرجة الأولى في أولوية مصالحها - عندما يتعرَّض لمخاطر معينة فإن الدول النامية والفقيرة تتعرض لهزات عنيفة على اعتبار أنها تفتقر إلى الأدوات المتاحة للدول الغنية لتلافي هذه الهزات. وبالتالي فإن الدرس المستفاد من الأزمة يجب أن تعيه الدول النامية والفقيرة من حيث إيجابية توجيه مواردها الذاتية، بالإضافة إلى التعاون فيما بينها كضرورة من ضروريات التعايش الصحي ولو جزئياً.
- لا يجب إطلاق العنان لآليات السوق في إدارة وتشغيل الاقتصاد، فالأسواق لا تصحح نفسها بنفسها إلا عندما تكون الانحرافات بين الطلب والعرض ضئيلة.
- ضرورة التركيز على بعض المؤشرات الاقتصادية وتحليلها بمنزلة نظام للإنذار المبكر، بحيث تستطيع السلطات النقدية من خلال مراقبة هذه المؤشرات التنبؤ بقوة أو ضعف عملتها.
- البورصات سلاح ذو حدين، أحدهما لاشك فيه فائدته للتنمية، وهو تسهيل انتقال رؤوس الأموال وتشجيع وجذب الاستثمارات، مع الانتباه إلى أن فتح البورصات أمام الاستثمارات الأجنبية بشكل مطلق قد يفرز العديد من النتائج السلبية.
- لا يمكن الاعتماد بنسبة كبيرة على رأس المال الأجنبي في تحقيق التنمية المستمرة، فرأس المال الأجنبي يتحرك أساساً بحافز الربح.

- أهمية وجود لجنة طوارئ اقتصادية من الخبراء المختصين في كل المجالات الاقتصادية والتنموية تكون بمنزلة لجنة للإنذار المبكر لأي أزمة متوقعة تضع السيناريوهات لمعالجة الأزمات المتوقعة.
- التركيز على الاقتصاد الحقيقي الذي يصاحبه إنتاج وتبادل فعليين [119] : ص(18).
- تركيز القروض والائتمان وتوجيهها نحو القطاع الاقتصادي الحقيقي.
- تغيير التعامل بالعملات من الدولار إلى الأورو.
- وضع مخطط عالمي يقوم على تضافر الجهود الدولية.
- وضع قوانين صارمة وقواعد جديدة عالمية تحكم التبادل في الأسواق المالية، وتضع المضاربة تحت المجهر.
- الالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية لأن الإسلام دين نظم جميع نواحي الحياة الإنسانية بطريقة سليمة، علمية وإنسانية.

خلاصة الفصل:

الأزمة المالية عبارة عن انهيار شامل للنظام المالي، والذي يُؤثر كلياً أو جزئياً عن مجمل المتغيرات المالية، مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية، مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي. فقد عرفت الأزمات المالية منذ القدم، ولكن شدة تأثيرها، وسرعة انتشارها تختلف من عصر لآخر، ومن جملة الأزمات التي ضربت الاقتصاد الرأسمالي، أزمة 1929، أزمة 1987، إلى أزمات التسعينات في كل من المكسيك والأرجنتين ودول جنوب شرق آسيا، وآخرها الأزمة المالية الراهنة 2008.

تعود جذور الأزمة المالية الراهنة إلى سنواتٍ سابقة، من خلال تبلور العديد من الأسباب لتتفجر في خريف 2008، بما يُسمّى بأزمة الرهن العقاري، والتي كانت نتيجة عجز العائلات الأمريكية عن سداد أقساط الدين التي تحصلت عليها لشراء وحدات سكنية، وبأسعار فائدة متغيرة، ومع عجز هذه الأخيرة عمدت المؤسسات المالية إلى توريق هذه القروض لتتداول في الأسواق المالية، بعد ما أمنت عليها شركات التأمين، لتنتقل بذلك أزمة الرهن العقاري إلى السوق المالي، حيث أن أزمة الرهن العقاري لم تكن السبب الوحيد في انفجار الأزمة، بل تضافرت العديد من الأسباب الأخرى، ومنها حالة الاقتصاد العالمي، اختلال موازين المدفوعات الدولية، ... الخ.

لقد كان للأزمة المالية الراهنة العديد من التداعيات على اقتصاديات دول العالم، وفي مقدمتها الاقتصاد الأمريكي، فقد بادرت الحكومة الأمريكية إلى اتخاذ مجموعة من التدابير والإجراءات للحد من هذه التداعيات والتخفيف من حدة الأزمة، بالإضافة إلى الإجراءات المتخذة على المستوى العالمي.

لم تقتصر آثار وتداعيات الأزمة المالية الراهنة على دول العالم المتقدم فقط، فقد عرفت الدول النامية العديد من الخسائر، وخاصة الدول ذات الفوائض المالية، كدول الخليج العربي، وهو ما سنتطرق إليه في الفصل الثالث.

الفصل 3

أثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على سوق الأوراق المالية لدول الخليج العربي

شهدت أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي تقلباتٍ حادّةٍ على أعقاب الأزمة المالية العالمية، وخاصةً خلال النصف الثاني من سنة 2008. فبعد التحسّن النسبي في أداء أسواقها خلال السنوات السابقة، والجهود المبذولة من طرفها لتطوير وترابط أسواق أوراقها المالية، عاودت مؤشّرات هذه الأسواق الهبوط، وانخفضت أحجام التداول بها، وخسرت نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية لسنة 2008.

في ظل التحوّلات في أسواق المال الخليجية، فإن هذه الأخيرة وعلى الرغم من حدائتها وصغرها نسبياً، وتفاوت التجارب الخاصة بها، واختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها؛ فإن لها مجموعة من الخصائص تُميّزها.

كان للأزمة المالية أثرٌ على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي كغيرها من أسواق الأوراق المالية العالمية، وقد ساعدت على ذلك مجموعة من القنوات، محدثةً جملةً من التأثيرات على أغلب القطاعات الأساسية العاملة في دول الخليج، وما لهذه الأخيرة (خسائر القطاعات) من أثر على قيم أوراقها المالية المتداولة في أسواق أوراقها المالية.

لأجل التخفيف من تداعيات الأزمة المالية، والتقليل من خسائرها على أسواق الأوراق المالية لدول المنطقة، عمدت دول الخليج العربي إلى اتّخاذ جملةٍ من التدابير والإجراءات على المستوى الكلي، وعلى مستوى سوق أوراقها المالية؛ لأجل تخفيف وتدارك خسائرها، واسترجاع الثقة في أداء أسواقها.

وقد كان للأزمة المالية على دول الخليج جملةً من الدروس والنتائج، جعلتها تعمل على مراجعة قوانينها ولوائحها التنظيمية وقراراتها الاستثمارية، وبغية التعرف على أثر الأزمة المالية على أسواق الأوراق المالية على دول الخليج، ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي؛

المبحث الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي؛

المبحث الثالث: الإجراءات المتّخذة من طرف دول الخليج العربي للتقليل من خسائر الأزمة.

1.3 أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي

اهتمت دول الخليج العربي (السعودية، الإمارات العربية، سلطنة عمان، الكويت، البحرين، قطر) على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير وترباط أسواق الأوراق المالية؛ نظراً للدور الهام الذي تؤديه في التنمية الاقتصادية؛ فانتقل اهتمامها بموضوع سوق الأوراق المالية إلى موقع التطبيق، وأقامت سوقاً خاصة لتداول الأوراق المالية، بعد أن هيأت لها شروطاً معينة.

1.1.3 واقع اقتصاديات دول الخليج العربي

يُمثل مجلس التعاون لدول الخليج العربي تنظيمًا تعاونيًا إقليمياً بين دول الخليج العربية في مواجهة التحديات التي فرضتها الظروف المحيطة بالمنطقة، وتشمل مجالات عمله جوانب الاقتصاد والسياسة، والأمن، والثقافة، والصحة، والإعلام، والتعليم، والشؤون التشريعية والإدارية، والطاقة، والصناعة، والتعدين، والزراعة، والثروات المائية والحيوانية.

1.1.1.3 سمات وخصائص اقتصاد دول الخليج العربي

تتبع دول الخليج العربي نظاماً رأسمالياً قائماً على مبدأ الحرية واقتصاد السوق؛ وتمثل طبيعة دول المجلس الجغرافية، وتشابه أنظمتها وظروفها الاقتصادية، وترباطها الاجتماعي، وطبيعة التحديات المعاصرة التي تواجهها، المقومات الضرورية لقيام مجلس التعاون. ومن هذا المنطلق، اجتمع وزراء خارجية الدول الست في مدينة الرياض بالمملكة العربية السعودية، في الرابع من فيفري 1981م، وقد جاء في نص البيان الذي صدر بعد الاجتماع: « إن الوزراء اتفقوا على إنشاء مجلس للتعاون بين دول الخليج العربية وتكوين أمانة عامة لهذا الهدف وعقد اجتماعات دورية على مستوى القمة وعلى مستوى الوزراء وصولاً إلى الغايات المرجوة لهذه الدول وشعوبها في جميع المجالات ». وفي 25 ماي 1981م عُقد المؤتمر الأول لقمة دول مجلس التعاون في أبو ظبي بدولة الإمارات العربية المتحدة، وما زالت مؤتمرات القمة تعقد مرة كل سنة.

ومن جملة الأهداف التي يرمي إليها مجلس التعاون الخليجي ما يلي:

- تحقيق التنسيق والتكامل والترابط بين الدول الأعضاء في جميع الميادين وصولاً إلى وحدتها.
- تعميق وتوثيق الروابط والصلات وأوجه التعاون القائمة بين شعوبها في مختلف المجالات.
- دفع عجلة التقدم العلمي والتقني في مجالات الصناعة، والتعدين، والزراعة، والثروات المائية والحيوانية، وإنشاء مراكز بحوث علمية، وإقامة مشاريع مشتركة، وتشجيع تعاون القطاع الخاص بما يعود بالخير على شعوبها.

2.1.1.3 برامج الإصلاح الاقتصادي والمالي

تبنّت دول الخليج برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلية بهدف علاج الاختلالات الاقتصادية والتغلب على المشاكل الاقتصادية المزمنة التي عانت منها، وذلك بالتنسيق مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

أما في المجال المالي بدأت معظم دول الخليج منذ منتصف عقد الثمانينات بانتهاج سياسات التحرر المالي، من خلال مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة للإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عملية النظام المالي؛ بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً. وتهدف سياسة الإصلاح المالي إلى ما يلي:

- تحقيق فعالية أعلى وكفاءة أكبر لعمل الأسواق المالية بهدف تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل اقتصادياتها، وزيادة معدلات الاستثمار فيها وزيادة فرص وصول المستثمرين والمقترضين إلى مجالات الاستثمار ومصادر التمويل الدولية، الأمر الذي يعمل على زيادة ارتباط المستثمرين والمقترضين المحليين والشركات المحلية بأقرانهم الأجانب وكذلك سهولة دخول الشركات والمستثمرين الأجانب في أسواق الأوراق المالية المحلية [116]: ص(61-65).
- زيادة أهمية تجارة الخدمات العامة، وتجارة الخدمات المالية والمصرفية، خاصة ضمن مفاوضات تجارية متعددة الأطراف.
- تعزيز درجة المنافسة في ما بين الأسواق المالية للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية.

3.1.2 الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي

عملت دول الخليج العربي على إنشاء وتطوير أسواقها للأوراق المالية، بغية استثمار فوائدها المالية وتنمية مدخراتها، وتمويل مشاريعها الاقتصادية، وقد عرفت فترة الثمانينات وبداية التسعينات إنشاء العديد من الأسواق المالية بالمنطقة، نتناولها كالآتي:

3.1.2.1 سوق البحرين للأوراق المالية

3.1.2.1.3 نشأة سوق البحرين للأوراق المالية

افتتحت سوق البحرين للأوراق المالية سنة 1989م، وأعلن في منتصف التسعينات عن تحويلها إلى سوق دولية، حيث يسمح بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية والدولية، وصناديق الاستثمار، والسندات الأجنبية، وكذلك السماح لغير مواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم المدرجة في السوق، وخطه العمل الجديدة لسوق البحرين للأوراق المالية تتضمن عدة مشاريع هامة من بينها، نقل أنظمة التداول والتسويات إلى أنظمة إلكترونية، وربط عناصر سوق رأس المال داخل البحرين وخارجها بشبكة إلكترونية متصلة بشكل فوري مع السوق، كما تدرس السوق عدة خيارات تشمل إيجاد صناديق ضمان

أو تغطيات تأمينية للاستثمارات الأجنبية أو مشاركة تأمينية من طرف شركات الوساطة المسجلة رسمياً في سوق البحرين للأوراق المالية، وتقرير أفضل لهذه الخيارات بما يتناسب مع حجم السوق ونشاطه، بالإضافة إلى مجموعة من الأولويات نوجزها فيما يلي [70]: ص(62):

- الانفتاح على المجتمع الدولي بتسويق السوق عالمياً بعد أن تم فتح الاستثمار في أسهم الشركات المحلية للمستثمر الأجنبي 24% و للمستثمر الخليجي 25%، وزيادة التنسيق والربط مع الأسواق العربية و الأجنبية لزيادة اتساع السوق وفرص الاستثمار أمام المستثمرين المحليين والأجانب في سوق البحرين.
- زيادة وتنوع الأدوات المالية المدرجة في السوق خاصة فيما يتعلق بتحويل السوق إلى مركز لإصدار وتداول السندات وصناديق الاستثمار في المنطقة.

- إيجاد تعاون أوثق مع المصارف التجارية، ودخولها بشكل مباشر في عملية تنمية وتطوير الأسواق المالية من خلالها أو من خلال شركات تابعة لها، مع العمل على تطوير قطاع الأوراق المالية وتحويلها إلى صناعة متكاملة تمتلك كافة المقومات والعناصر اللازمة من شركات ومؤسسات وأدوات مالية وشبكات معلومات فعالة.

- تطوير عملية الإفصاح عن أوضاع الشركات المالية و القانونية والإدارية لكي تكون جميع العمليات مقبولة عالمياً.

3.1.2.1 إدارة سوق البحرين للأوراق المالية

يدير سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة برئاسة محافظ مؤسسة نقد البحرين، ويكون تشكيل أعضائه على النحو التالي [117]: ص(3-4):

- عضوان يمثلان مؤسسة نقد البحرين ويكون أحدهما نائباً للرئيس.
- عضوان يمثلان غرفة تجارة وصناعة البحرين.
- عضوان يمثلان البنوك الوطنية يختارهما رئيس المجلس.
- عضوان يمثلان مكاتب الوساطة في السوق.

ويجوز للمجلس أن يدعو من له علاقة بسوق الأوراق المالية لحضور أي من اجتماعاته، ويصدر أمر بتشكيل مجلس إدارة السوق قرار من رئيس مجلس الوزراء، وتكون مدة المجلس ثلاث سنوات قابلة للتجديد، و يقتصر التداول في السوق على الأوراق المالية للشركات التالية:

- الشركات المساهمة البحرينية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- الشركات المساهمة غير البحرينية بشرط موافقة مجلس إدارة السوق.

- أية شركات أخرى يوافق عليها مجلس إدارة السوق.

وتنظم اللائحة الداخلية للسوق شؤون إدراج الشركات المساهمة، وشؤون الشركات المدرجة والمقبول تداول أوراقها المالية في السوق، وكذلك إجراءات قيدها كما تنظم سائر أعمالها وأحكام الرقابة عليها، وتلتزم الشركات المدرجة بالسوق بأداء رسوم القيد، ورسوم الإدراج ورسوم قبول التداول السنوية، طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

3.1.2.1.3 متطلبات الإدراج في سوق البحرين للأوراق المالية

يشترط لإدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة في سوق البحرين للأوراق المالية ما يلي [117]: ص(html):

- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً في سنتين ماليتين متتاليتين سابقتين على تقديم الطلب.
- أن تصدر الشركة ميزانية نصف سنوية.
- أن تصدر الشركة التقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة خلال ثلاثة أشهر من تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة.
- أن تتعدّد الجمعية العامة العادية للشركة مرة على الأقل في السنة وذلك خلال الشهور الثلاثة التالية لانتهاء السنة المالية للشركة.
- أن يكون للشركة مكتب تحويل ومكتب تسجيل في البحرين.
- أن تلتزم الشركة بما جاء في اتفاقية الإدراج للشركات المساهمة.
- أن تكون الأوضاع المالية للشركة سليمة من حيث موجوداتها، وسيولتها وتوازن هيكلها المالي وكفاءة الأداء.
- أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.
- ألا تقل قيمة السهم الصادر للشركة في السوق عن النسبة المدفوعة من القيمة الاسمية للسهم.
- ألا يقل حجم التداول في أسهم الشركة عن الحد الذي يحدده السوق.
- ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم.
- أن تكون حقوق المساهمين في الشركة متساوية بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم.
- أن يزيد مجموع صافي موجودات الشركة بحوالي 20% من رأسمالها المدفوع.
- ألا يقل مجموع المبيعات السنوية عن 500.000 دينار.
- أية شروط أخرى يقررها المجلس من وقت لآخر.

2.2.1.3 السوق السعودية للأوراق المالية

2.2.1.3.1 نشأة السوق السعودية للأوراق المالية

يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 المصدر المنظم لإصدار الأوراق المالية، وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك التجارية، ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً مر بثلاث مراحل أساسية تمثلت كما يلي [118]: ص(8-9):

* المرحلة الأولى (1954- أوائل الثمانينات): حيث بلغ عدد الشركات المساهمة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 7.1 مليون ريال، وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

* المرحلة الثانية (أوائل الثمانينات- 2003): تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالية السعودية أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983 ، وصادر مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابية على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشوراً يوضح أسلوب تداول الأسهم، وفي سنة 1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم استحداثه سنة 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

* المرحلة الثالثة (2003-2005): تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر في 31 جويلية 2003، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري، تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين والوسطاء، ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية وأوامر التنفيذ وكل ما يتعلق بعمليات البورصة.

وتتمثل متطلبات الإدراج في السوق السعودية للأوراق المالية في الشروط التالية:

- أن تكون شركة مساهمة عامة تتداول أسهمها وفقاً لنظام الشركات السعودي.
- لا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين.

- تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقاً بقائمة عن أعضاء مجلس الإدارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

2.2.2.1.3 النظام الأساسي لسوق السعودية للأوراق المالية

تُؤسس - وفقاً لهذا النظام وأحكام نظام السوق المالية ونظام الشركات - شركة مساهمة سعودية تُسمى "شركة السوق المالية السعودية (تداول)"، تتمتع بالشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة، ويشار إليها في هذا النظام بالشركة، تشمل أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات

المتعلقة بها، ولها مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك وفقاً لنظام السوق المالية وبما يحقق أهدافها الواردة فيه.

3.2.2.1.3 مجلس إدارة سوق السعودية للأوراق المالية

يدير سوق السعودية للأوراق المالية مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يعينون بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالية، ويختارون من بينهم رئيساً للمجلس ونائباً للرئيس، وتكون العضوية على النحو الآتي [119]: ص(html):

- ممثل لوزارة المالية.
- ممثل لوزارة التجارة والصناعة.
- ممثل لمؤسسة النقد العربي السعودي.
- أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها.
- عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية.

4.2.2.1.3 4 المسؤوليات التنظيمية لمجلس الإدارة

يقترح مجلس إدارة الشركة اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق المالية السعودية، بما في ذلك الأمور الآتية:

- شروط إدراج وتداول الأوراق المالية.
- الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة، والضمانات المالية المطلوبة منها أو من موظفيها.
- النشر الفوري المنتظم للمعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق المالية السعودية، وكذلك التزامات مصدري الأوراق المالية، والمساهمين، والأعضاء، بالإفصاح للسوق عن المعلومات التي تعتقد الشركة أنها ضرورية.
- معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء السوق المالية السعودية وموظفيهم، وأعضاء مجلس الإدارة، والمدير التنفيذي للسوق المالية السعودية، وموظفيها. وتشمل الإجراءات والعقوبات التأديبية بحق من يخالف هذه المعايير أو أي شرط أو مطلب آخر تنص عليه اللوائح والتعليمات.
- تسوية المنازعات بين أعضاء السوق المالية السعودية وبين الأعضاء وعملائهم.
- شروط عضوية السوق المالية السعودية ومتطلباتها، والضوابط والإجراءات المناسبة التي تسمح لشركات الوساطة المرخص لها بتنفيذ صفقاتهم في السوق.
- تحديد المقابل والعمولات التي يتقاضاها الوسطاء لقاء الخدمات التي يقدمونها.
- أي قواعد وتعليمات أخرى ترى الشركة ضرورتها لحماية المستثمرين، من حيث توفير العدالة والكفاية والوضوح في كل ما يتعلق بشؤون السوق المالية السعودية.

3.2.1.3 سوق الكويت للأوراق المالية

1.3.2.1.3 نشأة سوق الكويت للأوراق المالية

تم افتتاح أول بورصة كويتية في أوت 1972، أين تم تجميع ما يتم تداوله يوميا وإصداره في النشرة اليومية والتي تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وحجم الصفقات، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، أين تم الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بـ"سوق الكويت للأوراق المالية" سنة 1977.

يتولى وزير المالية وضع القواعد اللازمة فيما يتعلق بالأحكام الداخلية للسوق التي تنظم قيد وقبول الأوراق، على أن تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور، وتشتمل عضوية السوق على [120]:
ص(html):

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- شركات المساهمة الكويتية المقفلة بقبول لجنة السوق عضويتها.
- وسطاء الأوراق المالية المحدد أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.

2.3.2.1.3 مجلس إدارة سوق الكويت للأوراق المالية

يتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من:

- مدير السوق ويكون نائبا للرئيس.
- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
- عضو يُمثل بنك الكويت المركزي.
- عضوان من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.
- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.

3.3.2.1.3 شروط ومتطلبات إدراج الأوراق المالية للشركات الكويتية

وضعت هيئة مراقبة سوق الأوراق المالية في الكويت قواعد وشروط إدراج الشركات في السوق الرسمي وفقا لقرار لجنة السوق رقم (2) لسنة 2008 الصادر بتاريخ 6 نوفمبر 2008 الشروط التالية في شركات المساهمة التي تتقدم بطلب إدراج أوراقها المالية في السوق الرسمي، نذكرها كما يلي [120]: ص(html):

- أن يكون رأس مال الشركة مدفوعا بالكامل، وألا يقل عن عشرة ملايين دينار كويتي أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية، وألا يقل إجمالي حقوق المساهمين إلى المتوسط المرجح لرأس المال المدفوع في السنتين الماليتين الأخيرتين عن 115%، وذلك بناء على البيانات المالية السنوية المدققة من قبل مراقب الحسابات قبل تاريخ طلب الإدراج والمعتمد من طرف الجمعية العامة المشتركة.

- أن تكون أسهم الشركة قابلة للتداول وفقاً لأحكام القانون الذي أسست في ظلّه، مع مراعاة ألا تقل المدة التي يتعين انقضاؤها لتداول أسهم المساهمين أو المؤسسين فيها عن المدة التي يتطلبها قانون الشركات التجارية الكويتي لتداول أسهم المساهمين والمؤسسين في الشركات المساهمة الكويتية.
- أن تكون الشركة قد حققت ربحاً في آخر سنتين ماليّتين، وأن لا يقل صافي ربح أي من هاتين السنتين عن 7.5% من المتوسط المرجح لرأس المال المدفوع في نهاية كل سنة مالية.
- إذا كان طلب الإدراج مقدماً من شركة مقفلة زادت رأسمالها بنسبة أكثر من 50% خلال سنة مالية واحدة، فيجب أن يكون قد انقضى على هذه الزيادة سنة من تاريخ نهاية استدعاء الزيادة في رأس المال.
- إذا كان الطلب مقدماً من شركة مقفلة غيرت كيانها القانوني من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة مقفلة، فيجب أن يكون قد انقضى على هذا التغيير ثلاثة سنوات من تاريخ التأشير في السجل التجاري بقرار التحول.
- يجب أن يكون 30% من رأس مال الشركة موزعاً على عدد المساهمين وفقاً للجدول الاسترشادي المعتمد من لجنة السوق، بحيث لا يقل ما يملكه كل واحد منهم عن وحدتي تداول وفقاً للقيمة الدفترية في آخر سنة مالية، وعلى الشركة في حالة عدم توافر هذه النسبة أن تطرح 30% من رأس مالها في اكتتاب خاص عن طريق شركة مُتخصّصة ومستقلة عن الشركة طالبة الإدراج.
- الحصول على موافقة الجمعية العامة للشركة على إدراج أسهم الشركة في سوق الكويت للأوراق المالية.
- يتعهد مجلس إدارة الشركة بالالتزام بالقوانين واللوائح والقرارات المعمول بها في سوق الكويت للأوراق المالية، وبتقديم كافة المعلومات والبيانات التي تطلبها إدارة السوق، ويجب أن تكون هذه المعلومات والبيانات صحيحة ومطابقة للواقع.
- أن تعهد الشركة بسجلاتها لغرفة المقاصة، وأن تلتزم بالتعليمات التي يصدرها السوق في هذا الشأن.
- إذا كانت الشركة غير كويتية فيجب أن تكون مدرجة في السوق المالي لموطن الشركة.
- يتم الاحتفاظ بـ 25% من رأس المال المدفوع للشركة طالبة الإدراج لدى غرفة المقاصة لمدة سنتين من تاريخ الإدراج، ويتم تحديد أسماء المساهمين المالكين لهذه النسبة بمعرفة مجلس إدارة الشركة.
- تلتزم الشركة بسداد رسم قيد قدره عشرة آلاف دينار كويتي (10.000 د.ك)، ورسم اشتراك سنوي بواقع نصف بالألف (0.05%) من رأس المال المدفوع للشركة وبما لا يتجاوز خمسون ألف دينار كويتي (50.000 د.ك).
- تلتزم الشركة باستيفاء الإجراءات والإدراج في السوق خلال أربعة شهور من تاريخ إخطارها بموافقة السوق على تسجيلها، وتعتبر هذه الموافقة ملغاة في حالة عدم التقيد بهذه المدة.

- بالإضافة إلى ضرورة استيفاء كافة شروط الإدراج المبينة أعلاه، للجنة السوق الموافقة على طلب الإدراج أو رفضه في ضوء ربحية الشركة ومركزها المالي، وأهميتها للاقتصاد الوطني ونجاحها في تحقيق أغراضها، ولها في سبيل ذلك أن تطلب من الشركة المتقدمة أية بيانات أو معلومات إضافية بما في ذلك الاستعانة بأي جهة مُتخصّصة لدراسة تلك البيانات والمعلومات، وفي حال رفض طلب الإدراج يجب أن يكون قرار اللجنة مسيباً.

4.2.1.3 سوق قطر للأوراق المالية

1.4.2.1.3 نشأة سوق قطر للأوراق المالية

أسست سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون رقم 14 لسنة 1995، وبدأت عملها في السادس والعشرين من شهر ماي 1997م. بشركات مساهمة عددها سبع عشرة شركة، وخمس شركات وساطة، وقبل إنشاء السوق كان التعامل بأسهم الشركات المساهمة في دولة قطر يتم من خلال عدد من مكاتب الوساطة غير المُتخصّصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل.

استكملت السوق بنيتها الأساسية تدريجياً فتحوّلت من التداول اليدوي إلى التداول الإلكتروني وارتفعت رسملتها كما ارتفعت أحجام التداول فيها وازداد عدد المساهمين بها، كما ازداد عدد شركات الوساطة وتم تطوير الأنظمة المستخدمة، بحيث أمكن للمستثمرين التداول عن بعد، بينما تم تعديل اللوائح والإجراءات بما يتناسب وذلك التطور لتحتل السوق موقع الريادة في المنطقة.

بصدور القانون رقم (33) لسنة 2009 الذي أسفر بتاريخ 19 جوان 2009 عن تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى شركة مساهمة تحت مسمى بورصة قطر، كان الهدف من ذلك إحداث نقلة جديدة في بنيتها من شأنها أن تحولها إلى بورصة عالمية تعمل وفق أحدث النظم. ولتنفيذ تلك الرؤية كان القرار بدخول نايسي يورونكست شريكا استراتيجيا بنسبة 20% لتبدأ بورصة قطر نشاطها تحت المسمى الجديد اعتباراً من 21 جوان 2009 [121]: ص(html).

2.4.2.1.3 أهداف بورصة قطر للأوراق المالية

يمكن تلخيص أهداف بورصة قطر للأوراق المالية فيما يلي:

- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوسطاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية، وتشجيع تأهيل الوسطاء وغيرهم من المحترفين العاملين في السوق.
- حماية المستثمرين من خلال ضمان تحقيق أكبر قدر من العدالة والنزاهة في التعامل، وتوفير المعلومات للجميع تعزيزاً لمبدأ الشفافية والإفصاح.
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية، وتحديد المتطلبات الواجب توفرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب.

- جمع المعلومات والإحصاءات عن الشركات المسجلة في السوق والتي يجري التعامل في أوراقها المالية، ونشر التقارير عنها.
- إجراء الدراسات والتوصيات والمقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين النافذة، وتعديلها بما يتلاءم والتطور الذي تتطلبه سوق الأوراق المالية.
- الاتصال بالأسواق المالية في الخارج بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق، ويساعد على سرعة تطور السوق المالية القطري، وكذلك الانضمام إلى عضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.
- تنظيم تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية في مركز موحد لتحويل وإيداع هذه الأوراق ومتابعة شؤون المساهمين وحساباتهم والإشراف عليه وإدارته.

3.4.2.1.3 مجلس إدارة سوق قطر للأوراق المالية

يتولى إدارة سوق قطر للأوراق المالية مجلس إدارة مكون من 11 عضوا لتسيير ومراقبة عمليات سوق الأوراق المالية نذكرهم كما يلي:

- مدير السوق.
- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
- عضو يُمثل بنك قطر المركزي.
- عضوان من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء.
- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
- عضوان يُمثلان شركات المساهمة المدرجة في السوق.

3.4.2.1.3 شروط ومتطلبات إدراج الأوراق المالية في سوق قطر للأوراق المالية

- من متطلبات و شروط إدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة ما يلي:
- أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج.
- تحقيق أرباح صافية لسنتين الأخيرتين قبل الإدراج.
- الالتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة.
- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.
- وجود حد أدنى للمساهمين هو (1000 مساهم) على مستوى السوق الأولية و(800 مساهم) على مستوى السوق الثانوي.

5.2.1.3 سوق الإمارات للأوراق المالية

يوجد بدولة الإمارات سوقان للأوراق المالية تم إنشاؤهما حديثاً، نعرضهما فيما يلي:

1.5.2.1.3 سوق أبو ظبي للأوراق المالية

* نشأة سوق أبو ظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجبه أصبحت السوق تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، كما يمكنه إنشاء مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق رسمياً بتاريخ 15 نوفمبر 2000.

ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل و إحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية، بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، وتنمية الوعي الاستثماري وتوجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي [122]: ص(html).

وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

* شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق أبو ظبي للأوراق المالية:

تضع هيئة سوق أبو ظبي للأوراق المالية جملة من الشروط والمتطلبات لقبول إدراج الأوراق المالية، نذكرها فيما يلي:

- أن تكون الشركة المُصدرة للأوراق مستوفية لجميع الأحكام الواردة في القانون الاتحادي رقم (8) لسنة 1984م في شأن الشركات التجارية وتعديلاته.

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن سنتين صدرت عنهما ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين، ومخول لهم بتدقيق حسابات الشركات المساهمة.

- ألا تقل القيمة من رأسمال الشركة عن 50% من حقوق المساهمين.

- أن تكون حقوق المساهمين – بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة – متساوية.

- ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عند تقديم طلب الإدراج عن رأس المال المدفوع.

- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.
- أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.
- أية شروط أخرى يقررها المجلس من حين لآخر.

3.1.2.5-2. وق دبي للأوراق المالية

* نشأة سوق دبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق دبي للأوراق المالية كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لسنة 2000، ويعمل سوق دبي للأوراق المالية كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى، سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي، وبدأ سوق دبي للأوراق المالية مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000 [123]: ص(html).

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي للأوراق المالية كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم) وتم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم.

ويعتبر سوق دبي للأوراق المالية أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة.
* أهداف سوق دبي للأوراق المالية:

- يسعى مجلس إدارة سوق دبي للأوراق المالية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نوجزها فيما يلي:
- خلق سوق استثمارية للأوراق المالية تحقق مصلحة الاقتصاد الوطني.
- تنظيم عملية بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والمحظورة.
- تحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعادل فيما بين المستثمرين.

- تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والتقاص والتسوية ونظمها الالكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة. ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الاستقامة وتوفير التدريب الملائم لهم.
- تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية، وإعداد التقارير بناء على تلك البيانات والمعلومات.
- * شروط ومتطلبات إدراج الشركات في سوق دبي للأوراق المالية:
- يتطلب إدراج الأوراق المالية للشركات في سوق دبي للأوراق المالية ما يلي [123] :
- ص(html):
- نموذج طلب الترخيص الخاص بالهيئة.
- عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي وتعديلاتهما بما يتفق و أحكام قانون الشركات التجارية.
- نسخة من شهادة قيد الشركات لدى وزارة الاقتصاد و التجارة أو رسالة من الوزارة تفيد بأن الشركة مستوفية لجميع الأحكام الواردة في القانون الاتحادي رقم (8) لسنة 1982 في شأن الشركات التجارية و تعديلاته.
- تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن ما يلي:
- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وأغراضها الرئيسية وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت الشركة الأم أو تابعة أو شقيقة أو حليفة.
- تحديد للأوراق المالية التي سبق للشركة إصدارها وتلك التي ترغب الشركة بإدراجها.
- نسبة مساهمة غير المواطنين في رأسمال الشركة.
- بيان بالأحداث الهامة التي مرت بها الشركة من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ تقديم طلب الإدراج.
- تقييم مجلس الإدارة مدعماً بالأرقام لأداء الشركة و إنجازاتها مقارنة بالخطة الموضوعية.
- رسالة توضح أن حقوق المساهمين – لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها – متساوية أو غير ذلك.
- * البيانات المالية للشركة مشتملة على ما يلي:
- التقرير السنوي للشركة للسنتين الماليتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج و تقرير كل من مجلس الإدارة و مدققي حسابات الشركة.
- البيانات المالية المرحلية التي تغطي الفترة الزمنية من نهاية السنة المالية السابقة لتقديم طلب الإدراج وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ ذلك الطلب على أن تكون معتمدة من مدقق حسابات الشركة.
- محاضر اجتماعات الجمعية العامة للسنتين الماليتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج.

- تتعهد بنشر البيانات المالية السنوية والمرحلية، وملخص لتقارير مجلس إدارة الشركة ومراقبي الحسابات في الصحف اليومية قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.

* الالتزامات المستمرة للشركة فيما بعد الإدراج في السوق

- تلتزم الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية بجملة من الالتزامات نذكرها فيما يلي:
- التزام الشركة بجميع الأنظمة واللوائح المُصدرة من هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع.
- التزام الشركة بجميع الأنظمة واللوائح المُصدرة من سوق دبي المالي، ويجوز للشركة إخطار السوق برسالة رسمية، بعدم مقدرتها الالتزام بحكم أو أكثر من أنظمة ولوائح سوق دبي المالي، وللسوق الحق في منح استثناءات بعد دراسة كل حالة على حدة.
- تقدم الشركة لسوق دبي المالي، وتنشر في الصحف المحلية تقاريرها المالية السنوية المدققة خلال 120 يوماً من انتهاء السنة المالية. كما يجب تقديم بيانات مالية نصف سنوية وربع سنوية مدققة من مدقق الحسابات الخارجي، وتوفيرها للراغبين بالإطلاع عليها خلال 30 يوم من انتهاء تلك الفترة. ويجب أن يرفق تقرير مجلس الإدارة عن أنشطة الشركة للفترة المحددة بجميع التقارير المالية المقدمة.
- التزام الشركة بإبلاغ السوق والإفصاح فوراً عن أي معلومة من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية للشركة، بالإضافة إلى أي تغيير في المعلومات المذكورة في طلب الإدراج لدى السوق، وأية قرارات تخص المستثمرين.
- التزام الشركة بأية شروط ولوائح تقرها هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع وسوق دبي المالي، وأية مستندات إضافية يتم طلبها.
- الشركة المدرجة التي لا تتبع أنظمة ولوائح هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع و/أو سوق دبي المالي قد تتعرض للإيقاف من التداول أو إلغاء إدراجها.

6.2.1.3 سوق سلطنة عمان للأوراق المالية

1.6.2.1.3 نشأة سوق سلطنة عمان للأوراق المالية

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية، بموجب المرسوم رقم 53/88 بتاريخ 21 جوان 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية، ولإسهام مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة، وقد ظلت السوق عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير، وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات فيما بين أطراف التعامل - بائعين ومشتريين-

وكانت تمارس الرقابة على شركات الوساطة للتأكد من سلامة عملها ورصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها والإفصاح عن بياناتها خدمة لجمهور المستثمرين [124]: ص(8-9).

استمرت السوق على هذا النحو إلى أن تم اصدر المرسوم رقم 98/80 والأذي نصت المادة (3) منه على إلغاء رقم 88/53 المنشئ لسوق مسقط للأوراق المالية (السابقة) ليحل محلها جهازان هما: الهيئة العامة لسوق المال، وسوق مسقط للأوراق المالية.

كان السبب الرئيسي لإعادة الهيكلة هو الفصل بين تلك الأجهزة وتوضيح أهداف ووظائف كل منها حيث تكون مهمة أي منها واضحة و أكثر فعالية، و يهدف سوق مسقط للأوراق المالية إلى ما يلي:

- تطوير أساليب وإجراءات التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات وحماية المتعاملين.
- تنمية الوعي الاستثماري من خلال التفاعل مع المتعاملين والمؤسسات التعليمية والاقتصادية لخدمة أهداف التنمية الاقتصادية.

- خلق بيئة عمل مهنية وترسيخ قواعد السلوك المهني بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية.
- مواكبة التطورات في الأسواق المالية بغية تطبيق التقنيات التي توفر مستوى عال من الأداء.
- تعميق السوق من خلال تشجيع إدراج شركات جديدة وتنويع أدوات الاستثمار.

في مجال تقنية المعلومات، أكملت السوق إجراءاتها المتعلقة باستبدال نظام التداول الإلكتروني المستخدم حالياً منذ سنة 1998 بنظام آخر أكثر حداثة وكفاءة، يعمل وفقاً للمعايير الدولية المطبقة في الأسواق المتقدمة ويتمشى مع تطورات السوق في تطوير صناعة الأوراق المالية في السلطنة، وقد تم تشغيل نظام التداول الإلكتروني من شركة "أوس يورونيكتس" وهو نظام فرنسي متطور تستخدمه العديد من البورصات العالمية المتقدمة، ويضمن النظام الجديد توفير البيانات والمعلومات بشكل فوري للجهات الرقابية لتمكينها من تفعيل دورها الرقابي على التعاملات في السوق، كما يقوم النظام على بث بيانات التداول بشكل فوري لجميع المستخدمين.

2.6.2.1.3 مجلس إدارة سوق سلطنة عمان للأوراق المالية

يتولى إدارة سوق سلطنة عمان للأوراق المالية ثمانية أعضاء، نذكرهم كما يلي [125]:

ص(html):

- ممثل عن وزارة الاقتصاد الوطني لا تقل درجته عن وكيل وزارة.

- الرئيس التنفيذي للهيئة.

- مدير عام سوق مسقط للأوراق المالية.

- مدير عام التجارة بوزارة التجارة والصناعة.

- ممثل عن البنك المركزي العماني لا تقل درجته عن مدير عام ويرشحه البنك.

- ثلاثة أعضاء يختارهم الوزير من قائمة تضم ستة أسماء يرشحها مجلس إدارة غرفة تجارة وصناعة عمان، على أن يراعى في الاختيار تمثيل البنوك التجارية وشركات التأمين وشركات المساهمة العامة في القطاعات الأخرى.

3.6.2.1.3 شروط ومتطلبات الإدراج بسوق عمان للأوراق المالية

يتم إدراج الأوراق المالية للشركات في سوق الأوراق المالية في حالة استيفائها للشروط التالية [125]: ص(html):

- تقدم الشركة طلب الإدراج مرفقا بنسخة من عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة وكشف بأسماء المساهمين، وأعضاء مجلس الإدارة قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج.
- تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر.
- لا يقل صافي حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية عن 75% من رأس المال المدفوع.
- تنشر الشركة القوائم المالية الختامية في صحيفتين يوميتين مرة واحدة على الأقل.
- ألا يقل رأس المال المدفوع عن مليوني ريال عماني.
- ألا تقل حقوق المساهمين أو المستثمرين عن رأس المال المدفوع.
- أن تكون قد حققت أرباحاً صافية خلال السنتين السابقتين.
- ألا يقل عدد الأيام التي تم فيها التداول بأسهمها أو وحداتها عن ثلاثين يوماً من أيام التداول، وألا يقل معدل دوران السهم أو الوحدة عن خمسة بالمائة خلال السنة.

يتم إلغاء الإدراج في الحالات التالية:

- تغيير الشكل القانوني إلى شكل قانوني آخر غير ملزم بالإدراج.
- الاندماج مع أو في كيان آخر.
- الحل أو التصفية.
- استحقاق الورقة المالية.

3.1.3 واقع أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي

في ظل التحولات في أسواق المال الخليجية فإن هذه الأخيرة، وعلى الرغم صغرها نسبياً، فإنها مرشحة أن تكون أبرز أسواق الأوراق المالية الصاعدة من خلال معدلات النمو المتوقعة، وعلى الرغم من حداثة نشأة أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، ورغم التطورات العديدة التي شهدتها، وتفاوت التجارب الخاصة بها، واختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية والقانونية لكل منها، فإن لهذه الأسواق جميعها خصائص أساسية في كونها أسواق نامية مازالت تفتقر إلى عراقة التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وصغر حجم السوق وضيق نطاقها واستحواذ المؤسسات المالية والمصارف على عدد كبير من

إصدارات الأوراق المالية، بالإضافة إلى العديد من العقبات الأخرى مثل: المعوقات التنظيمية والقانونية، والمعوقات المتعلقة بعمل الأسواق، وقلة العرض والطلب على الأدوات الاستثمارية... الخ [126] : ص(33-34).

إن تطوير أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي من خلال تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات ينبغي أن يهدف إلى تحقيق درجة عالية من الاستقرار التشريعي والتنظيمي والإداري، ومواكبة تقنيات التداول المستخدمة في الأسواق المالية العالمية، والتأكيد على الإفصاح عن البيانات والمعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق كعنصر أساسي لترشيد القرار الاستثماري للمتعاملين، وضمان حرية السوق والفرص المتكافئة فيها والقضاء على محاولات الغش والتلاعب.

1.3.1.3 الخصائص الأساسية لأسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي

هناك عدد من الخصائص الأساسية المشتركة للبورصات الخليجية، من الضروري إلقاء الضوء عليها، وهذه الخصائص هي على النحو التالي [126] : ص(229-231):

* ضيق حجم السوق:

حيث تتميز أسواق الأوراق المالية الخليجية، بضيق حجم السوق من حيث النقص الشديد في كل من العرض الذي يقاس عادة بعدد الشركات المدرجة والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، وتشير البيانات في هذا المجال إلى أن عدد الشركات المساهمة المدرجة في بورصات الخليج 1184 شركة سنة 1997، ثم ارتفع إلى 1446 شركة سنة 1998، ثم وصل إلى 1643 شركة سنة 1999، وسجل 1656 شركة سنة 2000، 1896 شركة سنة 2009.

هذا من جانب العرض في سوق الأوراق المالية لدول الخليج، أما من جانب الطلب فيلاحظ أن أحد أهم أسباب ضآلة حجم السوق، هو ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق، ففي الأسواق المالية المتقدمة في العالم، تستحوذ المؤسسات بما تنطوي عليه من شركات على 60% من حجم التفاعل مقابل 40% للأفراد.

* ارتفاع درجة تركيز التداول:

ويقصد بدرجة تركيز التداول نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول وهذا الأمر يعكس درجة جودة الأوراق المالية المتداولة، وهذا المؤشر يشير إلى أن كافة بورصات الأوراق المالية لدول الخليج تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول والذي يعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، وهناك سببان رئيسيان يرجع إليهما ارتفاع درجة تركيز التداول، يتلخص السبب الأول في احتفاظ بعض المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة، والسبب الثاني إلى انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لا سيما أسهم شركات قطاع الأعمال العام.

* ضعف الفرص المتاحة للتنويع

حيث أن البورصات في دول الخليج العربي شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، تتسم بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على إستراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي أي المؤسسات.

ويلاحظ في هذا المجال أن قطاع البنوك وقطاع المقاولات في معظم بورصات دول الخليج هما القطاعان المسيطران على حجم التداول فعلى سبيل المثال أصبح سهم المحمول والاتصالات يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول ويبدو أن سلوك المستثمر أصبحت تحكمه سياسة القطيع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية.

* ضعف درجة السيولة في سوق الأوراق المالية

من الملاحظ أن سوق الأوراق المالية تؤدي وظيفتها في التخصيص الكفاء للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تعانيه بورصات دول الخليج العربي من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يومياً وعدد أيام السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين، ويلاحظ في البورصات الخليجية أن أسعار الأسهم وحتى أسعار وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثلتها في الأسواق الناضجة في معظم الأحيان [126] : ص(232-234).

* التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية:

وهي من الخصائص الرئيسية التي تميز بورصات الأوراق المالية، حيث تعاني من شدة التقلبات في حركة الأسعار، ويعزى ذلك في الأسواق الناشئة إلى اعتمادها على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يُسمى بالرفع المالي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلبات في ربحية الأسهم وفي قيمته السوقية بالتبعية، علماً بأن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية في بورصات دول الخليج يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب عند دخولهم السوق أو خروجهم منها، وفي كل الأحوال كلما كان التقلب السعري في حدود ضيقة كلما كان ذلك مؤشراً على تطور كبير في السوق.

* القصور التشريعي والمؤسسي لأسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي:

فمن حيث القصور التشريعي فلا زالت عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية، تحتاج قوانينها إلى المزيد من الإصلاح والتحديث، أما القصور المؤسسي فلا زال يتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة وصانعي السوق ودور الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق وهيكلها التنظيمي، وقد

انعكس هذا القصور على كفاءة الأسواق المالية وأدائها، حيث لازالت تقتصر على الأسهم والسندات التقليدية، ولازال هناك افتقار في استخدام الأساليب الحديثة في عملية التداول الإلكتروني أو إجراءات التسوية والمقاصة رغم الإصلاحات الكبيرة التي تمت في هذا المجال.

* ضيق نطاق الأسواق الأولية:

حيث يلاحظ تذبذب الإصدارات وضآلتها وعدم انتظامها وقلة أدوات الاستثمار فيها وعدم تنوعها، كما تختلف الأهمية النسبية للإصدارات من سوق لأخرى.

يلاحظ من كل هذه الخصائص أن الأسواق المالية الخليجية ضعيفة وتحتاج لأن تتكامل في سوق مالية موحدة، فلازالت القيمة السوقية للشركات في قوائم الأسواق المالية لا تزيد عن 223 مليار دولار سنة 2009 مقابل الأصول المستثمر في الخارج والتي تزيد عن التريليون دولار تقريبا، والودائع المصرفية فيها تصل إلى 42%، إلى جانب غياب سوق السندات المؤسسية، وتحتاج بالتالي إلى تبسيط سوق السندات حتى تزداد كفاءة هذه البورصات حيث يغلب على سوق السندات، السندات الحكومية، وغياب التصنيف الائتماني credit-Rating أو أنه لا يزال في بداية التنظيم الخاص بتصنيف جودة السندات حسب المؤسسات التي تصدرها، بل وضعف الشفافية والمعلومات وغياب التنظيم المستقل والتعاون البيئي.

2.3.1.3 تطورات أداء سوق الأوراق المالية لدول الخليج العربي خلال الفترة (2005-2007)

في ظل التطورات التي يشهدها النظام المالي العالمي وتحديداً أسواق الأوراق المالية، تسعى دول الخليج العربي إلى تطوير وتحديث أسواقها المالية وترسيخ ودعم قواعد ونظم العمل فيها، كما تسعى كذلك إلى تحسين اللوائح والقوانين المنظمة للعمل، وتوفير المعلومات والحوافز المطلوبة لجذب الاستثمارات إلى الأسواق المحلية وتشجيع الاستثمار الأجنبي.

1.2.3.1.3 تطورات أداء سوق الأوراق المالية لدول الخليج العربي لسنة 2005

تابعت أسواق الأوراق المالية لدول الخليج خلال سنة 2005، تطوير أطرها التشريعية والمؤسسية بما يتماشى مع المستجدات والتطورات على الساحتين المحلية والدولية، وتهدف هذه التطورات في مجملها إلى زيادة كفاءة السوق المالي وتعزيز الدور الرقابي له وتنشيط التعامل فيه، ويمكن ذكر هذه التطورات فيما يلي [127]: ص(134-135):

* تعزيز الدور الرقابي للسوق:

يلاحظ في هذا الجانب التوجه المتزايد لدى العديد من الدول العربية ومن بينها دول الخليج نحو فصل الدور التشريعي والرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالباً ما يقوم به القطاع الخاص، وفي هذا الجانب تم في مسقط تنفيذ أحكام قانون إعادة هيكلة السوق،

وهو القانون الذي يفصل بين الجهاز الرقابي المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية، وإدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، والجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية.

* تعزيز الشفافية والإفصاح:

بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، أولت هيئات أسواق الأوراق المالية لدول الخليج اهتماماً كبيراً لزيادة درجة الإفصاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية، ففي قطر وبهدف تعزيز الشفافية في السوق تم وضع بعض الأسس لتنظيم عملية التداول بالأسهم من قبل الشركاء في شركات السمسرة ورؤساء مجالس إدارتها ومديريها والعاملين بها، و بهدف تسهيل عمليات التداول وضمان أوامر البيع والشراء وافقت لجنة البورصة في قطر على تنفيذ مشروع نظام تداول الأسهم المدرجة في بورصة الدوحة عبر شبكة الإنترنت، وفي سلطنة عُمان تم إحداث مجموعة من التغييرات على الأنظمة المعمول بها في السوق وتم إدخال بعض التعديلات على بعض القوانين التشريعية وقيام السوق بشراء نظام تداول إلكتروني جديد لتطوير الخدمات التي يقدمها للمتعاملين، وتم تطوير خصائص نظام التقاص الإلكتروني حيث تم فتح حساب العمليات البنكية للسوق مع غرفة المقاصة لدى البنك المركزي العماني، وإلغاء حصة السوق من العمولة التي تترتب على التعاملات في السندات التي يجريها صناع السوق عند ترخيصهم من الهيئة، وفي السعودية شدد مجلس هيئة السوق المالي في منتصف سنة 2005 الرقابة على عمليات تداول أبناء رؤساء وأعضاء مجالس إدارة الشركات المساهمة، والمديرين التنفيذيين في كافة الشركات المساهمة، ولقد أصدر مجلس الهيئة قراراً يقضي بفرض غرامات مالية على عدد من أعضاء مجالس إدارات الشركات، وذلك بسبب تداولهم أسهم شركاتهم في فترة الحظر الخاصة بالنتائج المالية السنوية، وأصدرت الإمارات سنة 2005 قرارات بتعديل أنظمة التحكيم في منازعات تداول الأوراق المالية والمقاصة والتسويات ونقل الملكية والوسطاء.

* تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية:

ازداد عدد المستثمرين في هذه الأسواق بصفة مباشرة بشكل كبير وذلك نتيجة لتوفر السيولة، خاصة في الأسواق الكبيرة نسبياً في دول مجلس التعاون الخليجي، والذي ساهم في زيادة حجمها استمرار الارتفاع في أسعار النفط في الأسواق الدولية، وارتفعت عمليات المضاربة في بعض هذه الأسواق بصورة حادة، وبالتالي ارتفعت الأسعار إلى مستويات عالية جداً، مما أسهم في حصول بوادر حركات تصحيحية في بعضها في أواخر سنة 2005 [127] : ص(136-137)، الأمر الذي ساهم بشكل رئيسي في إبراز الحاجة إلى تطوير الأطر الرقابية والقانونية في هذه الأسواق بغية تقوية دورها من جهة، وحماية المستثمرين ومدخراتهم، من جهة أخرى، كما شهدت هذه الأسواق مواصلة الجهود

الرامية إلى تطوير التشريعات والقوانين والأنظمة التي تحكم عملها واعتماد نهج الخصخصة وتحويل ملكية هذه الأسواق تدريجياً إلى القطاع الخاص، فعلى سبيل المثال، تم في ديسمبر 2005 الإعلان عن تخصيص نسبة 20% من سوق دبي المالي للاكتتاب العام، وبذلك تكون أول سوق عربية تطرح نسبة من أسهمها للاكتتاب العام.

* تشجيع الاستثمار الأجنبي:

تم إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار خلال سنة 2005، هدفت في مجملها من جهة إلى تشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس وضوابط محددة، وإلى تغطية الاحتياجات التمويلية المحلية، ونقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق من جهة أخرى، حيث قامت بعض الأسواق بسن مجموعة من القوانين لتشجيع الاستثمار الأجنبي أو تحسين الشروط الحالية للاستثمار الأجنبي، ففي قطر صدر قرار بالسماح للأجانب بالاستثمار في الشركات المدرجة في السوق بنسبة لا تتجاوز 25%، مما ساعد على تنشيط السوق واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية للاستفادة من النشاط الاقتصادي والتجاري الكبير الذي تشهده قطر، وقررت الإمارات في أواخر سنة 2005 السماح لمواطني دول مجلس التعاون بتملك وتداول الأسهم وتأسيس الشركات المساهمة فيها، وقامت بعض الشركات في الإمارات أيضاً بتعديل قوانينها كي يتم السماح للأجانب بشراء أسهمها.

* تعديل الأنظمة الضريبية:

فقد لوحظ توجه العديد من دول الخليج نحو إدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة، بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى، وعملت هذه الدول خلال الأعوام السابقة على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع دول الخليج العربي التي تمتلك أسواق مالية منظمة.

* مكنة أنظمة التداول:

لجأت معظم هيئات أسواق الأوراق المالية لدول الخليج في الآونة الأخيرة إلى تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، ويهدف هذا التوجه إلى رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية و زيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وتجدر الإشارة إلى وجود أنظمة تداول آلي متطورة في كل من أسواق الكويت والسعودية وعمان، كما بدأ العمل في سوق البحرين بصورة تجريبية بنظام التداول الآلي الذي تم إنشائه بالتعاون مع شركة كندية.

واصلت أسواق الأوراق المالية أداءها الجيد في سنة 2005 عقب الأداء التصاعدي للأسواق خلال السنتين السابقتين مستفيدة من عدة عوامل أبرزها الزيادة الكبيرة في السيولة المحلية التي نجمت

عن استمرار الارتفاع في الإيرادات النفطية وما رافق ذلك من توسع في الاكتتابات العامة في الدول الخليجية مجتمعة كذلك، حيث ساهمت الإصلاحات الاقتصادية في دول الخليج في تعزيز ملموس للنشاط التجاري والاقتصادي لهذه الدول، وحسب بيانات صندوق النقد العربي حول أداء أسواق الأوراق المالية الخليجية، فقد سجلت القيمة السوقية لسوق دبي المالي أعلى ارتفاع من بين الأسواق المالية في منطقة الخليج، حيث ارتفعت بنسبة 219.2%، تلاه سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 138.6%، ثم سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 115.5%، وارتفعت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي بنسبة 110.9% سنة 2005، علماً بأن القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي تُشكّل حوالي 50% من القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية [127]: ص(513).

3.3.2.2 تطورات أداء سوق الأوراق المالية لدول الخليج العربي لسنة 2006

واصلت الدول الخليجية خلال سنة 2006 جهودها لتطوير وتحديث أسواق أوراقها المالية وتحسين أدائها، بغية زيادة كفاءة هذه الأسواق في حشد الموارد وتعزيز قدرتها التنافسية في اجتذاب الاستثمارات الأجنبية، وفي توفير التمويل طويل الأجل للقطاع الخاص لتمكينه من القيام بدوره المنشود في عملية التنمية، وقد شملت هذه الجهود العديد من الإجراءات التي هدفت إلى تحسين التشريعات والأنظمة التي تحكم عمل هذه الأسواق وتعزيز انفتاحها على الخارج، مع التركيز على جوانب زيادة الشفافية وحماية المستثمرين.

* الجانب التشريعي والتنظيمي:

من جملة التدابير التي تمّ اتخاذها في هذا الإطار ما يلي [128]: ص(613):

- أقدمت السلطات في دولة الإمارات العربية المتحدة على تنظيم نشاط سوق الأوراق المالية؛ حيث تم إنشاء هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع كجهة إشرافية، وسوقي دبي المالي وأبوظبي للأوراق المالية كأسواق لتداول الأوراق المالية.
 - عملت السلطات في السعودية على تنظيم نشاط تداول الأوراق المالية القائم حالياً عبر شبكة المصارف التجارية، من خلال إحداث ثلاث مؤسسات " بورصة، هيئة للرقابة، ومركز للتسوية"، بالإضافة إلى تنظيم نشاط الوساطة، الأمر الذي انعكس إيجاباً على تطور نشاط التعامل بالأوراق المالية في المملكة.
 - في الكويت أقرت لجنة سوق الكويت للأوراق المالية إنشاء السوق الموازي بهدف تشجيع الشركات الصغيرة والجديدة على الإدراج، كما وضعت عدداً من المعايير والضوابط الجديدة لنظام البيع الآجل.
- * في مجال تحديث أنظمة التداول:

في هذا المجال اشتملت الجهود على مواصلة تحديث أنظمة التداول سعياً لقيام أنظمة إلكترونية بالكامل، وفي هذا الصدد أقدمت بعض الأسواق الخليجية على إدخال أنظمة للتداول عن بعد، مثل الكويت

(يقوم الوسطاء بتداول الأوراق المالية المدرجة من أماكن تواجدهم دون الحاجة إلى التواجد داخل القاعة)، ففي الكويت تم استحداث مشروع الوساطة الإلكترونية، و الذي يتم من خلال وحدات مُتخصّصة لدى شركات الوساطة، ولم تقتصر جهود التحديث على أنظمة التداول، فقد شملت كذلك أنظمة التسوية والحفظ المركزي، والجدير ذكره أن هذا النظام يستخدم كذلك في السعودية والإمارات والبحرين وقطر، وهو نظام سهل الاستخدام من حيث إمكانية تشغيله ببرمجيات معربة من جانب، وفي بالمعايير الدولية المتعارف عليها في هذا الشأن من جانب آخر.

- كما تم في سوق البحرين للأوراق المالية على عدم السماح للوسطاء الماليين وممثليهم بمزاولة مهنة الوساطة ما لم يكونوا حاصلين على شهادة "مندوب استثماري"، التي اعتمدها إدارة البورصة كشرط أساسي لتحديد الوسطاء الماليين المتعاملين في السوق.

- في سلطنة عُمان أقدمت السلطات على تشجيع الدمج بين شركات الوساطة، عبر منح حوافز ضريبية، وذلك بهدف تشجيع قيام شركات وساطة كبيرة من جانب، ومعالجة المشاكل التي تعاني منها بعض شركات الوساطة الصغيرة.

* على صعيد الانفتاح على الاستثمارات الأجنبية:

اتخذت العديد من دول الخليج العربي خطوات على صعيد تعزيز الانفتاح على الاستثمار الأجنبي، كان أبرزها ما تم في السعودية والكويت، حيث أقدمت السلطات في كل منهما على إصدار قوانين عديدة تشجع الاستثمار الأجنبي عبر منح العديد من الحوافز للمستثمرين [129] : ص(9).

أما فيما يتعلق بأداء أسواق دول الخليج خلال سنة 2006، فهناك تفاوتاً كبيراً بين هذه الأسواق، حيث يتفاوت الأداء من انخفاض كبير لمؤشر الأسعار لبعض الأسواق إلى ارتفاع في الأداء للبعض الآخر، فقد انخفضت مؤشرات الأسعار في كل من سوق الأسهم السعودي وسوق دبي المالي بنحو 54% ، وانخفض سوق أبوظبي بنحو 40%، وسوق الدوحة بنحو 33%، فيحين شهدت سوق الكويت انخفاضاً طفيفاً نسبياً، وفي المقابل ارتفع مؤشر سوق مسقط بنحو 6%، وسوق البحرين بنحو 2% [130] : ص(27).

2.2.3.1.3 تطورات أداء أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي لسنة 2007

استمرت الجهود التي بذلتها الدول الخليجية لتطوير أسواق الأوراق المالية فيها، وذلك من خلال قيام الهيئات الرقابية للبورصات الخليجية بتطوير القوانين واللوائح التي تدعم زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في السوق، وتحقيق قدر أكبر من الحماية للمستثمرين، بالإضافة إلى استمرار الجهود المتعلقة بتطوير نظم المقاصة والإيداع والقيود المركزي لبلوغ مستويات أداء عالية، هذا بالإضافة إلى قيام بعض الدول الخليجية بإرساء قواعد للتعاون مع هيئات أسواق الأوراق المالية في الدول الأعضاء في المنظمة

الدولية لهيئات أسواق المال الإيوسكو (IOSCO)، وذلك فيما يتعلق بتبادل الخبرات الفنية لدعم وتطوير دور الجهات الرقابية في الدول الخليجية.

* في مجال تحديث أنظمة التداول:

فقد لجأت معظم هيئات أسواق الأوراق المالية الخليجية في الآونة الأخيرة إلى تحديث أنظمة التداول لديها واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم، ويهدف هذا التوجه إلى رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وإلى زيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وتجدر الإشارة هنا إلى وجود أنظمة تداول آلية متطورة في كل من أسواق الكويت والسعودية.

* تعزيز الشفافية والإصلاح:

بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، وتوفير تكافؤ الفرص للمتعاملين في السوق من جانب آخر، أولت هيئات أسواق الأوراق المالية لدول الخليج اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإصلاح وتعديل متطلباته بما يتلاءم مع المعايير الدولية، فمن جانب السوق شملت التطورات التعليمات والمعلومات والبيانات التي يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها مثل المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المُصدِّرة للأوراق المالية وأسماء أعضاء السوق ومعتمدي المهن بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة حركة التداول والمؤشرات المالية الرئيسية، وفي هذا الجانب تقوم معظم أسواق الأوراق المالية الخليجية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار.

أما فيما يتعلق بالأداء الفردي لأسواق الخليج خلال سنة 2007، فقد شهدت غالبية أسواق الأوراق المالية تحسنا ملحوظاً سواء من حيث أحجام التداول أو الأسعار والقيم السوقية للأوراق المتداولة في تلك الأسواق مقارنة بسنة 2006، ففي جانب المؤشرات المحلية لتلك الأسواق تشير البيانات إلى أن سوق مسقط للأوراق المالية يأتي في الصدارة بارتفاع قدره 61.9%، يليه سوق أبوظبي للأوراق المالية بارتفاع قدره 51.7%، في حين بلغ مؤشر سوق الدوحة 34.3%، ثم سوق دبي المالي بارتفاع بلغ 43.7%، و المؤشر السعودي بنسبة 40.9%، ومؤشر بورصة عمان 36.3%، أما سوق البحرين فقد بلغت نسبته 27.3% [130] : ص(137).

2.3 تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج

العربي

بدا تأثير الأزمة المالية أكثر وضوحاً في أسواق الأوراق المالية التي اكتستت مؤشراتها باللون الأحمر معظم الوقت، وشكلت السيولة المصدر الأول لقلق المستثمرين الذين انعدمت ثقتهم في السوق في

ظل الأزمة المالية العنيفة السائدة، حيث تبخرت السيولة المتاحة في خضم الذعر الذي عمّ الأسواق كما أنّ الشركات ذات العلامة التجارية حسنة السمعة لم تكن محصّنة من تأثير هذه الأزمة. وقررت البنوك و مؤسسات الإقراض الاحتفاظ بالنقد وتقليص الإقراض على نحو كبير، مما أثر على نشاط أغلب القطاعات الأساسية العاملة بها.

1.2.3 أثر الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج

بعد انتقال عدوى الأزمة المالية العالمية الراهنة إلى اقتصاديات دول الخليج العربي، عبر مجموعة من القنوات، كان لهذه الأخيرة جملة من الآثار على أداء أسواق الأوراق المالية لدول الخليج نذكرها فيما يلي:

1.1.2.3 قنوات تأثير الأزمة المالية على سوق الأوراق المالية لدول الخليج العربي

كما هو الحال في باقي دول العالم تأثرت السوق المالية في الدول العربية (وعلى الأخص في دول مجلس التعاون الخليجي) بالأزمة عن طريق عدد من القنوات نذكر منها ما يلي [131]: ص(5-6):

* التعرض المباشر لسوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية في الولايات المتحدة: وذلك من خلال الخسائر التي منيت بها دول مجلس الخليج العربي نتيجة القروض الإسكانية رديئة الجودة، ففي نهاية 2008 كان لدى هذه الدول ما قيمته 1.8- 2 تريليون دولار من الأصول المالية الأجنبية، منها 60% مقومة بالدولار الأمريكي، إلا أن عدداً قليلاً من المؤسسات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي أقرت بالتعرض إلى خسائر القروض الإسكانية رديئة الجودة، ومن هذه المؤسسات بنك أبوظبي الوطني، وشركة الخليج للاستثمارات.

* تعرض استثمارات الصناديق السيادية لدول مجلس التعاون الخليج إلى خسائر كبيرة، نتيجة تعرضها المباشر أو غير المباشر للقروض الإسكانية رديئة الجودة، حيث أن هذه الصناديق استثمرت في التزامات المديونية المضمونة، وفي أنواع أخرى من الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية، كما أن هيئة الاستثمار الكويتية قد ضخت أموالاً طائلة في البنك الاستثماري ميريل لينش الذي تعرض لانهايار في قيمة أسهمه.

* متطلبات السيولة للمؤسسات المالية لدول الخليج العربي: نظراً لشح السيولة وارتفاع تكاليف الإقراض في الوقت الذي تتعرض فيه هذه الدول لخسائر نتيجة الديون المدعومة، وفي الحقيقة فإن شح السيولة قد ظهر قبل نشوء الأزمة بسبب معدلات الفائدة الحقيقية السالبة، إلا أن ظهور الأزمة قد شجع المستثمرين الأجانب على الخروج من الأسواق المالية الخليجية لحاجتهم المتزايدة للسيولة.

ورغم غياب الرقم الحقيقي لخسائر الاستثمارات الخليجية في الخارج بسبب هذه الأحداث، فإن المؤكد أن هناك خسائر لهذه الاستثمارات، وهذه الخسائر تحققت من الآتي:

- انخفاض أسعار الأسهم لمختلف الشركات في الأسواق الأمريكية بعد الحادث، وتوقف العمل في أسواق المال الأمريكية وبعض الدول الأخرى.
- تفاقم حالة الركود في الأسواق الدولية عامة، و الأسواق الأمريكية خاصة، وانعكاس ذلك على مختلف مجالات النشاط الاقتصادي (سياحة، تأمين، مصارف، بترول، طيران... الخ).
- تعرض الأموال الخليجية في الخارج للمضايقات ولحملة تشكيك في تمويلها للإرهاب، وتعرض الشركات الخليجية ومنتجاتها للمقاطعة، من شركات الاتصالات، وشركات الترويج، والدعاية، والإعلان.
- تعرض بعض الأرصدة الخليجية في المصارف الدولية للتجميد؛ حيث إن القائمة السوداء التي أعلنتها الولايات المتحدة عن تعقب أموالها هي شركات أو جمعيات عربية وإسلامية، معظمها يعمل في مجال الاستثمارات والتصدير والاستيراد حول العالم [131]: ص(6).
- ورغم هذه الخسائر فإن هناك مجموعة أخرى من العوامل التي حدثت من تفاقم خسائر المستثمرين الخليجيين في الخارج بعد هذه الأزمة، وأهم هذه العوامل ما يلي:
- طبيعة الاستثمارات الخليجية في الخارج، والتي يتمثل معظمها في استثمارات درجة أولى، وهي الاستثمارات في سندات حكومية أو أذون خزانة أو أوراق مالية مضمونة من الحكومات، ومن المعروف أن هذه الاستثمارات كان تأثيرها أقل بالأحداث الأخيرة.
- سلوك الحكومات والبنوك والمستثمرين الخليجيين في تعاملهم في الأسواق عقب وقوع الحادث؛ حيث أدركت معظم هذه الجهات خطورة الاتجاه الجماعي المتسرع للتخلص من استثماراتها بالبيع، وهو الأمر الذي لو حدث لفقدت الاستثمارات العربية قيمتها، ولتعرضت أسعارها للانهيال التام.

2.1.2.3 العوامل الدالة على تأثير الأزمة المالية على أسواق المال لدول الخليج العربي

- لقد تأثرت أسواق المال الخليجية بالأزمة المالية العالمية، ودليل ذلك ما يلي [132]: ص(5-6):
- التراجع الكبير الملحوظ في مؤشرات المعاملات في البورصات العربية بصفة عامة والبورصات الخليجية بصفة خاصة، وما ترتب على ذلك من خسائر مالية فادحة.
- ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك بدول الخليج، بسبب الذعر والخوف والهلع غير المنضبط، مما تسبب ذلك خلا في حركة التدفقات النقدية والمالية، مما اضطر بعض البنوك المركزية في الدول الخليج إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية احتياجات الطلب على النقد، وهذا ما أحدث ارتباكًا في سوق النقد والمال وأثر على الاحتياطات النقدية في البنوك والمصارف المركزية.
- قيام العديد من البنوك الخليجية بتجميد تمويل المشروعات التي تقوم بها الشركات والمؤسسات وفقًا للخطط والاتفاقيات والعقود، وهذا ما سبب انكماشًا في مجال الأعمال مما قاد في النهاية إلى تعثر وتوقف وعدم قدرة الشركات المقترضة عن سداد مستحققاتها للبنوك، بالإضافة لما عرفته هذه

الشركات من انخفاض في قيمة أسهمها المدرجة في سوق الأوراق المالية، وهذا بدوره ساهم في تفاقم الأزمة.

- زيادة المخاطر المالية التي تواجه بورصات الأوراق المالية الخليجية عن المعدلات المتعارف عليها بسبب عدم القدرة على التنبؤ بما سوف تأتي به الأزمة من آثار سلبية سواء كانت نفسية أو سلوكية أو مالية أو سياسية.

- قيام بعض كبار المستثمرين من الأجانب بسحب أموالهم وتجميد معاملاتهم في أسواق النقد والمال الخليجية، وهذا ما أحدث ارتباكاً وخلاً ملحوظاً في استقرار المعاملات و الأسعار في أغلب البورصات الخليجية.

- ضخامة الخسائر التي منى بها المستثمرين في دول الخليج، وكذلك البنوك الخليجية في أسواق النقد والمال في أمريكا وأوروبا وغيرها بسبب الأزمة المالية، وهذا بالتأكيد أثر على ثروتهم ومعاملاتهم في الأسواق الخليجية وكذلك على السيولة في أسواق النقد والمال [133]: ص(11-13).

- ارتباط كثير من المعاملات في أسواق النقد والمال في دول الخليج العربي بالدولار والذي يطلق عليه "الدولار اللص"، وما يحدث في أسعاره من انهيار غير مسبوق، وما ترتب على ذلك من آثار خطيرة على المعاملات المالية والاقتصادية سبب كل هذا خسائر باهظة على الثروة المالية في دول الخليج. - تأثر أسعار النفط بالانخفاض بسبب الأزمة، وما له من تأثير كبير على الدول النفطية الخليجية، وما له من أثر على تراجع حجم موازنتها، كما أن هناك خوفاً من توقع أن تقوم أمريكا من خلال الضغوط السياسية على الحكومات الخليجية النفطية.

- القلق النفسي الشديد الذي أصاب كل الناس، وبصفة خاصة المستثمرين الخليجيين من هذا الأزمة وما سوف يترتب عليها من فرض ضرائب ورسوم، وما سوف يترتب على ذلك من ارتفاع في أسعار السلع والخدمات.

2.2.3 انعكاسات الأزمة المالية على القطاعات الاقتصادية لدول الخليج العربي

عرفت مختلف القطاعات الاقتصادية في دول الخليج العديد من الاختلالات جراء الأزمة المالية، نذكرها فيما يلي [137]: ص(2-7):

1.2.2.3 القطاع المالي

شهدت الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي العربية خسائر كبيرة جدا خلال الأزمة الحالية، حيث أن الأسواق الخليجية السبع فقدت حوالي نصف تريليون دولار من قيمتها السوقية منذ سبتمبر 2008 وحتى جوان 2009 ولم تنجح بداية سنة 2009 في كسر الحلقة المفرغة لأداء الأسواق الخليجية عموماً رغم التفاؤل في أن تحقق الأسواق نتائج ايجابية في ظل اتخاذ الدول الخليجية العديد من الخطوات المالية والنقدية في مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية والانخفاض الحاد في أداء الأسواق.

وعلى الرغم من أن نزييف الأسواق الخليجية لم يعد الآن بالشدة نفسها التي كان عليها نهاية سنة 2008 أو بداية سنة 2009، إلا أنها لا تزال تعاني من حالة تذبذب، ويرى بعض المحللين بأن العوامل التي أدت إلى تراجع المؤشرات، تعود إلى ركود الاقتصاد المحلي والعالمي وانخفاض أرباح الشركات الرئيسية وانعدام الثقة التي لا تزال موجودة، وهو ما يؤدي إلى الإحجام عن المخاطرة، ومن ثم ينعكس الأمر نقصاً في السيولة.

2.2.2.3 القطاع البنكي

لم تعاني البنوك الخليجية جراء الأزمة المالية العالمية من مشاكل في "الملاءة المالية" عند بداية الأزمة المالية، إلا أن التطورات اللاحقة عرضت هذه المصارف لأزمة السيولة، حيث بدأت تعاني من اضطرابات كبيرة و"شح في السيولة" وذلك على الرغم من التدابير التي سارعت حكومات دول الخليج إلى اتخاذها في محاولة لوقف المزيد من التدهور ومعالجة المشكلة، وراحت "أزمة شح السيولة" تتفاقم شيئاً فشيئاً فيما بعد، لتتبلور في عاملين رئيسيين اثنين هما:

- إحجام البنوك عن إدانة بعضها بعضاً إلا بمعدلات فائدة مرتفعة وسط تفاقم أزمة السيولة العالمية وقيام مستثمرين أجانب بسحب مبالغ مالية كبرى من أسواق المال الخليجية إضافة إلى تجاوز القروض للمستويات المتعارف عليها مقارنة بالودائع في بعض البنوك.
- عجز العديد من المشروعات التنموية الكبرى الجارية في المنطقة عن تمويل حاجاتها من القروض المجمعة الضخمة من البنوك العالمية والمحلية الكبيرة، ويقدر حجم خسائر البنوك الخليجية المرتبطة بأزمة الرهونات العقارية عالية المخاطر وفقاً لاتحاد المصارف العربية بنحو 88.2 مليار دولار، بالإضافة إلى تعرض عدد من البنوك الخليجية لخسائر خارج هذا الإطار أدت إلى العديد من الانعكاسات، نذكر منها:

* تخفيض التصنيف الدولي: إذ قامت وكالات التصنيف العالمية الثلاث وهي "ستاندرد آند بورز"، و"موديز"، و"فيتش" بمراجعة تصنيف 27 بنكاً خليجياً، حيث تم تخفيض تصنيف عدد منها، في حين أن أغلبها حصل على نظرة مستقبلية سلبية بدلاً من مستقرة ومنها مصارف كبيرة في المنطقة و في الإمارات على وجه الخصوص.

* العزوف عن تمويل المشاريع: إذ تقلص عدد البنوك التي تتجه لعقد صفقات في ظل المناخ السائد إلى ما بين ثمانية إلى اثني عشر بنكاً فقط، كما لم يعد ضمان التمويل مهمة سهلة كما كان قبل نحو 18 شهراً من بداية الأزمة، عندما كان هناك عدد أكبر من البنوك يتنافس على توفير التمويل بدرجة تفوق المشاريع الموجودة آنذاك وهذه الحال انعكست بعد الأزمة عما كانت عليه في السابق، إذ لا يتعدى عدد البنوك الجاهزة لعقد صفقات في تمويل المشاريع أرقاماً مفردة، وذلك بسبب شح عمليات الإقراض بين البنوك، وتعليق عمليات القروض المشتركة بشكل فعلي [137]: ص(4-7).

3.2.2.3 القطاع العقاري

على الرغم من أن تصريحات المطورين العقاريين والمستثمرين في القطاع العقاري في الخليج كانت تنكر في البداية تأثير القطاع العقاري بانعكاسات الأزمة المالية العالمية بحجة أن "الاستثمار في القطاع العقاري استثمار آمن عديم المخاطر وفيه ضمان للمستقبل" وهو غير مرتبط بأزمة رهون وقروض كما هو الحال في الولايات المتحدة، إضافة إلى وجود طلب حقيقي على منتجات القطاع العقاري بمختلف أشكالها في دول الخليج، فإن الواقع أثبت فيما بعد أن كل هذه المواقف لا أساس لها من الصحة ولا تعكس واقع القطاع الذي كان يمر في حالة تضخم شديدة منذ فترة ليست بقصيرة، حيث قدرت المشاريع العمرانية بأكثر من 4.2 تريليون دولار مرتبطة بـ 3519 مشروعاً مدعومة بفوائد السيولة التي ولدتها ارتفاعات أسعار النفط، الأمر الذي أدى إلى زيادات مبالغ فيها في أسعار العقارات، وشجعت معالم الطفرة الكثيرين على دخول السوق والاستثمار فيها فتحول القطاع برمته إلى فقاعة كبيرة قبل أن يقع المستثمرون أنفسهم فجأة في الفخ المزدوج لتراجع الأسعار، وانعدام السوق الثانوية التي تسمح بتصفية الوحدات التي تم شراؤها سابقاً. وأدت الأزمة المالية العالمية إلى الإضرار بالقطاع العقاري في الخليج بشكل كبير جداً، وطالت الانعكاسات السلبية على هذا القطاع إلى إفراز الحقائق التالية [134]: ص(5):

* خسائر شركات وتسريح عمالة: فقد كانت الشركات العقارية السباقة إلى تسريح أعداد كبيرة من الموظفين وإجراء تقليص كبير في النفقات وشد الأحزمة بسبب الخسائر المالية الضخمة التي تكبدتها، واحتلت الشركات العقارية الإماراتية سلم قائمة الخاسرين، وتشير التقديرات المتاحة إلى أن الشركات الخليجية استغنت منذ سبتمبر/ أيلول 2008 وحتى فبراير/ شباط من سنة 2009 عن أكثر من 120 ألف موظف.

* إلغاء وتأجيل العديد من المشاريع: تقدر قيمة المشاريع الملغاة في المنطقة نتيجة لانعكاسات الأزمة المالية العالمية بأكثر من 150 مليار دولار، معظمها لشركات كبيرة، منها 100 مليار دولار في دبي وحدها، لكن هذا الرقم يرتفع إلى نحو 620 مليار دولار عند احتساب قيمة المشاريع المؤجلة.

* انسحاب المستثمرين الأجانب: وتشير البيانات إلى أن أقل من خمس المشتريات العقارية في دبي منذ مطلع سنة 2008 كانت لمستثمرين أوروبيين وأميركيين، لكن الأزمة دفعت المستثمرين الأجانب إلى مغادرة السوق وتركيز جهودهم على مناطق أخرى يرونها أرخص وأكثر تنافسية مع ترك هذا المجال للمستثمرين المحليين على الأقل إلى حين تحسن أوضاع الائتمان العالمية أو إلى حين عودة الأسواق إلى منطقية التنبؤ.

4.2.2.3 القطاع النفطي

بعد أن كانت أسعار النفط وصلت إلى مستوى قياسي تاريخي في 11 جويلية 2008، حيث وصلت وقتها عتبة الـ 147 دولار للبرميل الواحد، وسط جدل حول العوامل التي تدفع الأسعار إلى الصعود باستمرار مع توقعات بأن يسجل سعر برميل النفط 200 دولار بحلول نهاية السنة، لكن تراجع الأسعار بشكلٍ سريع ومفاجئ إلى ما دون الـ 40 دولاراً مع نهاية سنة 2008، حيث كان لهذا الانخفاض انعكاسات كبيرة على دول مجلس التعاون الخليجي ظهرت بشكلٍ جلي سنة 2009، من أبرزها [135]: ص(12-13):

* عجز في الموازنات: من شأن الأسعار المتدنية للنفط أن تضع ضغوطات كبيرة على ميزانيات الدول خاصة إذا هبطت تحت معدل السقف الموضوع لها والمقدر بحوالي 55 دولار للبرميل الواحد، والمشكلة الأساسية هنا تكمن في كيفية المحافظة على معدلات الإنفاق في ظل الضغوط التي ستفرضها أسعار النفط على الموازنات التي ستتحول حتماً إلى عجز في الموازنة.

ومن المتوقع أن يتحول الفائض المعلن في الموازنات الخليجية سنة 2008 والبالغ 32 مليار دولار، علماً أن تضاعف أسعار النفط ووصول سعر البرميل إلى 137 دولار منتصف سنة 2008 رفع حجم فائض الموازنات الخليجية الفعلي إلى 149 مليار دولار نهاية سنة 2008 وذلك على الرغم من ارتفاع الإنفاق في جميع دول الخليج، محدثاً عجز قدر بنحو 5.24 مليار دولار في موازنات 2009، وبالتأكيد فإن حجم العجز المعلن قابل للانخفاض أو الارتفاع وفقاً للتغيرات التي ستشمل أسعار النفط.

* تراجع في النمو: أدى انخفاض سعر برميل النفط إلى دفع دول الخليج إلى ترشيد حجم مصروفاتها وهو ما انعكس سلباً على معدل النمو الاقتصادي نتيجة لانكماش القطاعات الاقتصادية، وتراجع الإنفاق، علماً أن معظم التقديرات تشير الآن إلى أن معدلات نسب النمو ستتناقص إلى النصف في دول الخليج طالما بقي النفط في ذلك المستوى، وقد تتغير هذه الأرقام اعتماداً على طول فترة الكساد العالمي وأسعار النفط خلال مدة قصيرة [136]: ص(1).

* تأثير جهود التنويع الاقتصادي: على الرغم من أن كثيرين يعولون على جهود التنويع في هذه الفترة كمصدر لتغذية ميزانية الحكومة بعيداً عن النفط، إلا أن وقائع كثيرة تشير إلى ارتباط جهود التنويع عادة بالأسعار المرتفعة للنفط إضافة إلى النمو الاقتصادي.

* تدني حصص الاستثمار في القطاع النفطي وفقاً للشركة العربية للاستثمارات البترولية: تحتاج حكومات منطقة الخليج العربي إلى استثمارات تقدر بقيمة 243 مليار دولار لتنفيذ مشاريعها التنموية والتوسعية في سلسلة إمدادات النفط والغاز، كما تحتاج منها إلى 153 مليار دولار لتنفيذ المشاريع التكميلية. لكن الأزمة المالية العالمية اضطرت أصحاب هذه المشاريع إلى إعادة النظر فيها وتأخير تنفيذ بعضها والانسحاب من بعضها الآخر خاصة في المشاريع التكميلية.

5.2.2.3 توقعات أداء القطاعات المؤثرة على سوق الأوراق المالية الخليجية

بالنسبة لأداء الأسواق الخليجية، هناك خمسة مؤشرات رئيسية يمكن البناء عليها نظرا للارتباط الموجود بينها وبين منحى المؤشرات الكلية للأسواق المالية بدرجة أو أخرى، ومنها [137]: ص(2-7):

- * أسعار النفط: وهي تلعب دورا مهما في التأثير على أسعار الأسهم في البورصات الخليجية، وهي لا تؤثر في أرباح الشركات المتداولة المرتبطة مباشرة بالنفط فقط، وإنما أيضا بالشركات الأخرى عبر عامل الإنفاق الحكومي وفي قطاعات مهمة مثل العقار، فزيادة الأسعار من شأنها أن تعطي دفعا إيجابيا للتداولات في أسواق الخليج، في حين أن الانخفاض يصعب المهمة ويقضي على أجواء التفاؤل الحذر.
- * أسعار الفائدة ونسب التضخم: من شأن الانخفاض في أسعار التضخم (وهو الأمر الذي حصل في الخليج مؤخرا تماشيا مع تداعيات الأزمة المالية العالمية)، إضافة إلى انخفاض أسعار الفائدة أن تدفع باتجاه انتعاش أسواق الخليج، خاصة إذا ما تفاعلت مع عوامل ايجابية أخرى.
- * الوضع الاقتصادي الكلي: فالأسواق عادة ما تكون مرآة تعكس أداء الاقتصاد الحقيقي، وعليه فهناك علاقة قوية بين الوضع الاقتصادي الإجمالي وبين أداء السوق، وكلما تحسن وضع الأول انعكس على الثاني بشكل إيجابي.

- * تطورات الاقتصاد العالمي: إذا بقي الركود مسيطرا لفترة طويلة سيؤثر سلبا على أداء الأسواق، أضف إلى ذلك أن تطورات الاقتصاد الأمريكي الذي يشكل حوالي 30 % من الاقتصاد العالمي سيكون لها وقعها مجتمعة في التأثير على أداء المستثمرين والأسواق حول العالم وفي المنطقة العربية ودول الخليج.
- * أداء القطاعات: فالأسواق الخليجية تعتمد في الغالب وفي جزء كبير من أدائها على بعض القطاعات الرئيسية مثل القطاع البنكي والعقاري والاتصالات إضافة إلى قطاع البتر وكيمويات.

وتلعب كل هذه العوامل مجتمعة دورا كبيرا في تحديد أداء الأسواق الخليجية في المرحلة المقبلة، وبين التفاؤل والتشاؤم من المتوقع أن يبقى التذبذب في الأداء السمة الأبرز في مؤشرات الأسواق الخليجية إلى أن يتم استعادة ثقة المستثمرين في الأسواق والتي من الصعب استرجاعها ما لم تكن هناك مؤشرات ايجابية عملية تدعم هذا الاتجاه.

3.2.3 واقع أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي جراء الأزمة المالية العالمية الراهنة

شهدت أسواق الأوراق المالية لدول الخليج لسنة 2008 تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية وخاصة النصف الثاني من سنة 2008. فبعد التحسن النسبي في أداء الأسواق الخليجية خلال سنة 2007 وبداية 2008، عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وانخفضت أحجام التداول وخسرت الأسواق نحو 569 مليار دولار من إجمالي قيمتها السوقية خلال سنة 2008، وقبل تناول هذه العناصر يجب الإشارة إلى منهجية احتساب مؤشر صندوق النقد العربي لأسواق الأوراق المالية العربية وفقا للمنهجية التالية [74]: ص(244-245):

- يتم ترجيح مؤشر الصندوق بالقيمة السوقية، ويتم قياس التغير في قيمة المكونات، معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف الأسهم من المؤشر.
- الصيغة الرياضية: تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل والصيغة العامة للمؤشر هي عندما تكون: $i > 1$.

$$B_i = B_{i-1} \frac{M_i}{M_i}$$

$$X_i = \frac{M_i}{B_i} * 100 \quad X_i = \frac{M_i}{B_i} * 100$$

عندما تكون $i = 1$

$$X_i = 100 \quad B_i = M_i$$

حيث أن:

$$X_i = \text{المؤشر عند الفترة } i$$

B_i = القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون $i = 1$ (الفترة الأولى)

$$\overline{M_i} = \text{القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة } i$$

M_i = القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم)

القيمة السوقية (M): تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر.

والقيمة السوقية لكل سهم: $P_i \times n_i$ حيث:

$$P_i = \text{آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة } i$$

$$N_i = \text{عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة } i$$

القيمة السوقية المعدلة: يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة (M_i) عن الفترة i بموجب الصيغة التالية: (M_i)

$$= (M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1})$$

حيث أن:

I_i = القيمة السوقية لإصدارات جديدة من الأسهم للفترة i . وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

R_i = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i ، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

N_i = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال i .

Q_{i-1} = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i .

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

المؤشرات لكل دولة بالدولار الأمريكي: تستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملات المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشرات بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

1.3.2.3 تطورات أداء سوق البحرين للأوراق المالية لسنة 2008

عرفت بورصة الأوراق المالية لدولة البحرين عقب اندلاع الأزمة المالية العالمية العديد من التذبذبات في أداء سوقها للأوراق المالية، حيث سجل المؤشر العام الذي يحتسبه صندوق النقد الدولي للبورصة خلال الربع الأول لسنة 2008 ارتفاعاً طفيفاً بلغت نسبته 0.6% مقارنةً بنهاية سنة 2007، إذ ارتفعت القيمة السوقية في نهاية الربع الأول من سنة 2008 نسبة 6.9%، لتبلغ حوالي 28.9 مليار دولار مقارنةً مع 27 مليار دولار بنهاية سنة 2007، وخلال الربع الثاني عرف المؤشر تحسناً طفيفاً بلغت نسبته 1%، ليصل إلى 212.7 نقطة بالمقارنة الربع الأول، فحين عرف المؤشر العام للبورصة خلال الربع الثالث انخفاضاً بنسبة بلغت 15%، إذ بلغ 180.7 نقطة مقارنةً مع 212.7 نقطة بنهاية الربع الثاني لسنة 2008، ليزداد تدهور السوق إلى حدود 35.7% خلال الربع الأخير من سنة 2008، إذ بلغ المؤشر العام للبورصة 134.6 نقطة مقارنةً مع 209.4 نقطة بنهاية سنة 2007 [138]: ص(13-17)، وأرجع أغلب المحللين الماليين هذا التراجع إلى ما يلي:

- الفرع والهلع الذي عرفه المستثمرين بعد الخسائر والانخفاضات التي منية بها أكبر البنوك والمؤسسات المالية العاملة في البحرين جراء الأزمة المالية.
- انخفاض الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 7% بنهاية سنة 2007، ويرجع هذا الأداء إلى تراجع حجم الاستثمار الأجنبي في معظم القطاعات، والإنفاق على مشاريع التوسع العمراني والبنية التحتية وخسائر الشركات.
- ارتفاع معدل التضخم بنحو 0.9%، نتيجة ارتفاع أسعار المواد الاستهلاكية والبناء، إذ بلغ معدل التضخم لسنة 2008 نحو 6.2%.
- تراجع صادرات البحرين بسبب تراجع الطلب العالمي.

جدول رقم (7): ملخص أداء سوق البحرين للأوراق المالية لسنة 2008 [138]: ص (html)

التلثي	نسبة تغير المؤشر	القيمة السوقية (مليار دولار)	حجم التداول (مليار دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)
التلثي الأول	+ 0.6%	28.9	826	560
التلثي الثاني	+ 1%	30.47	540	447
التلثي الثالث	- 15%	27.26	209.6	196
التلثي الرابع	- 35.7%	19.949	2.09	1676

2.3.2.3 تطورات أداء سوق السعودية للأوراق المالية لسنة 2008

سجل المؤشر العام الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لبورصة السعودية انخفاضا خلال الربع الأول لسنة 2008 بنسبة بلغت 21%، ليصل إلى 437.9 نقطة مقارنة مع 555.6 نقطة خلال نهاية سنة 2007، وانخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة 14%، ليرتفع المؤشر خلال الربع الثاني من سنة 2008 بنسبة 3.9% ليبلغ 454.9 نقطة، ليستمر انخفاض السوق بنهاية الربع الثالث بنحو 18.9%، ليصل إلى 369 نقطة، وانخفاض قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 40%، ليزداد تدهور السوق خلال الربع الأخير لسنة 2008 بنسبة قدرت بـ 59.2%، ليبلغ 226.8 نقطة، كما انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة 52.5% لتبلغ حوالي 246.4 مليار دولار بنهاية السنة. لتكون بذلك سوق السعودية للأوراق المالية من أكبر المتضررين جراء الأزمة المالية وتأثيرها على الاقتصاد السعودي، ومن جملة أسباب التراجع الذي شهدته البورصة السعودية ما يلي [251]: ص (25-28):

- ارتفاع معدلات التضخم والذي بلغ نحو حوالي 9.6% نتيجة ارتفاع أسعار الإيجار والمواد الغذائية، وارتفاع فاتورة الاستيراد [139]: ص (11).
- توقعات المستثمرين بانخفاض أرباح البنوك، وتشدد البنوك المركزية في منطقة دول مجلس التعاون لعمليات الإقراض تحسبا لأي عواقب مستقبلية.
- موجة الفرع والهلع الذي عرفها المستثمرين السعوديين، والأجانب بعد الخسائر والانخفاضات التي منية بها أكبر البنوك والمؤسسات المالية.

جدول رقم (8): ملخص أداء سوق السعودية للأوراق المالية لسنة 2008 [138]: ص (html)

التلثي	نسبة تغير المؤشر	القيمة السوقية (مليار دولار)	حجم التداول (مليار دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)
الثلثي الأول	- 21%	446.5	188	17.6
الثلثي الثاني	+ 3.9%	473.25	155.1	15.54
الثلثي الثالث	- 18.9%	386.26	93.1	9.49
الثلثي الرابع	- 59.2%	0.2464	523.13	58.83

3.3.2.3 تطورات أداء سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2008

أظهر المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لسوق الكويت للأوراق المالية ارتفاعاً بنسبة 14.4% ليبلغ 508.3 نقطة بنهاية الربع الأول من سنة 2008، حيث انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق بنسبة 1.8%، أما الربع الثاني فقد ارتفع بنسبة 5.5% ليبلغ نحو 536.2 نقطة بنهاية الربع الثاني من سنة 2008، في حين عرف الربع الثالث انخفاضاً بنسبة 19.9%، ليبلغ 429.3 نقطة، حيث انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق بنسبة 11.15%، ليزداد انخفاض المؤشر خلال الربع الأخير لسنة 2008 بنسبة بلغت 40.3% مقارنة مع السنة السابقة، كما انخفضت القيمة السوقية للشركات المدرجة بالسوق بنسبة 48.2% [254]: ص (37-40)، ومن جملة الأسباب التي أدت إلى تراجع سوق الكويت للأوراق المالية ما يلي:

- ارتفاع معدل التضخم وخاصة أسعار المواد الغذائية وارتفاع الإيجارات.

- توقعات المستثمرين بانخفاض أرباح المصارف، وتشدد البنوك المركزية في منطقة دول مجلس التعاون لعمليات الإقراض تحسباً لأي عواقب مستقبلية [140]: ص (6)، وأيضاً ضعف الإطار الرقابي للبورصة الناتج من عدم وجود هيئة مستقلة معنية بالتجاوزات والمخالفات التي تقوم بها كثير من الجهات المستثمرة في البورصة، بالإضافة إلى ازدياد التكامل المشترك بين أسواق رأس المال الخليجية وأيضاً انخفاض أسعار النفط وتوقعات المستثمرين في دول مجلس التعاون، الأمر الذي سيؤثر سلباً على أداء الشركات المدرجة في البورصة. ومن أسباب التراجع أيضاً أزمة الرهن العقاري وما تبعها من أزمات مالية كبيرة لأكبر المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وتوقعات المستثمرين الكويتيين بحدوث ركود اقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وانعكاسات ذلك على بقية اقتصاديات الدول الأخرى [141]: ص (86-88).

- بالنسبة لمعدل النمو نجد أن الاقتصاد الكويتي اقتصاد ريعي يعتمد على الطلب الأجنبي بشكل كبير خاصة الطلب على النفط، ولذلك نجد أن تراجع معدلات النمو بالدول الكبرى ينعكس سلباً على حجم

الطلب على الصادرات الكويتية النفطية وتراجع أسعارها وبالتالي نقص العوائد النفطية وحصيلة الصادرات.

جدول رقم (9): ملخص أداء سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2008 [138]: ص(html)

الثلاثي	نسبة تغير المؤشر	القيمة السوقية (مليار دولار)	حجم التداول (مليار دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)
الثلاثي الأول	+ 14.4%	132.9	44.33	24.28
الثلاثي الثاني	+ 5.5%	119.59	40.31	25.36
الثلاثي الثالث	- 19.9%	106.2	26.49	14.29
الثلاثي الرابع	- 40.3%	0.13536	133.65	80.85

4.3.2.3 تطورات سوق الدوحة للأوراق المالية لسنة 2008

سجل المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لسوق الدوحة للأوراق المالية بنهاية الربع الأول من سنة 2008 انخفاضا بنسبة 0.6% ليبلغ 475.9 نقطة مقابل 478.7 نقطة بنهاية السنة السابق، ليرتفع المؤشر خلال الربع الثاني بنسبة 19.2% ليبلغ 567.4 نقطة بنهاية الربع الثاني، حيث ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق بنسبة 29.5%، أما الربع الثالث فقد انخفض المؤشر بنسبة 16.9%، حيث بلغ 471.3 نقطة بنهاية الربع الثالث، وبقية سوقية للأسهم المدرجة بالسوق بلغت 109.58 مليار دولار، ليستمر انخفاض مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الربع الرابع لسنة 2008 بنسبة 22.2%، ليبلغ 372.4 نقطة مقابل 478.7 بنهاية السنة السابق، وفيما يتعلق بقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق فقد انخفضت بنسبة 19.8% لتبلغ حوالي 67.63 مليار دولار مقابل 95.5 مليار دولار نهاية السنة السابقة [138]: ص(61-64)، وأرجع أغلب المحللين تراجع السوق خلال النصف الثاني إلى ما يلي:

- تراجع إجمالي إيرادات الدولة المجمعة لسنة 2008 بنحو 405.3 مليار درهم، ويعود ذلك بصورة أساسية لتراجع حصيلة الإيرادات النفطية.
- موجة الذعر والقلق الذي أصاب المستثمرين في السوق عقب تزايد حدة الأزمة المالية العالمية.
- تراجع حجم النمو الاقتصادي إلى 6.2% خلال سنة 2008 مقارنة مع 7% خلال سنة 2007.
- ارتفاع العجز في الميزان التجاري بنسبة 20.6% بنهاية نوفمبر 2008.
- تسجيل الموازنة العامة بنهاية أبريل 2008 عجزا بنحو 83 مليون دينار.
- تراجع أرباح معظم المؤسسات العاملة في الاقتصاد.

جدول رقم (10): ملخص أداء سوق الدوحة للأوراق المالية لسنة 2008 [138]: ص (html)

عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	حجم التداول (مليار دولار)	القيمة السوقية (مليار دولار)	نسبة تغير المؤشر	الثلاثي
1.48	9.9	104.9	- 0.6%	الثلاثي الأول
1.335	18.32	135.7	+ 19.2%	الثلاثي الثاني
689	10.08	109.58	- 16.9%	الثلاثي الثالث
3.89	48.2	67.63	- 22.2%	الثلاثي الرابع

5.3.2.3 تطورات سوق الإمارات للأوراق المالية لسنة 2008

عرفت أسواق الإمارات للأوراق المالية العديد من الاضطرابات عقب تزايد تداعيات الأزمة على منطقة الخليج العربي نذكرها فيما يلي:

* تطورات أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية لسنة 2008:

ارتفع المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 1.7% ليبلغ 365 نقطة مقارنة مع 358.9 نقطة بنهاية سنة 2007، وارتفعت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق بنهاية الربع الأول من سنة بنحو 0.83% لتبلغ حوالي 122.1 مليار دولار، ليزداد ارتفاع المؤشر خلال الربع الثاني لسنة 2008 بنسبة 11.5%، ليبلغ 407 نقطة وارتفاع قيمة الأسهم المدرجة بالسوق بنحو 4.9%، أما الربع الثالث فقد عرف انخفاضا قدر بنسبة 18.1%، ليبلغ 333.3 نقطة بنهاية الربع الثالث لسنة 2008، ليستمر تراجع مؤشر سوق أبو ظبي للأوراق المالية خلال الربع الأخير لسنة 2008 بنسبة 44.6%، وانخفاض القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق بنسبة 43.2% لتبلغ حوالي 68.61 مليار دولار مقابل 121.128 مليار نهاية 2007.

جدول رقم (11): ملخص أداء سوق أبو ظبي للأوراق المالية لسنة 2008 [138]: ص (html)

عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	حجم التداول (مليار دولار)	القيمة السوقية (مليار دولار)	نسبة تغير المؤشر	الثلاثي
32.66	20.16	122.1	+ 1.7%	الثلاثي الأول
19.19	24.01	133.92	+ 11.5%	الثلاثي الثاني
8.92	13.69	109.41	- 18.1%	الثلاثي الثالث
49.9	63.11	68.61	- 44.6%	الثلاثي الرابع

* تطورات أداء سوق دبي للأوراق المالية لسنة 2008:

أظهر المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لسوق دبي للأوراق المالية في نهاية الربع الأول لسنة 2008 انخفاضا بلغت نسبته 2.6%، حيث بلغ 577.1 نقطة مقارنة مع 592.4 نقطة بنهاية الربع السابق، وانخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة 6.7% لتبلغ حوالي 129 مليار دولار، ليرتفع المؤشر خلال الربع الثاني من سنة 2008 بنسبة 1.4%، حيث بلغ 585.2 نقطة، ليعود مؤشر سوق دبي للأوراق المالية بنهاية الربع الثالث من سنة 2008 للانخفاض بنسبة بلغت 22.6%، حيث بلغ 452.8 نقطة مقارنة مع الربع السابق، وانخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة 19.5%، ليزداد انخفاض المؤشر خلال الربع الأخير لسنة 2008 بنسبة بلغت 65%، حيث بلغ مؤشر السوق 207.4 نقطة مقارنة مع 592.4 نقطة في نهاية السنة السابقة [261]: ص(51-60)، وفيما يتعلق بحجم السوق، فقد انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق نسبة 54.3%.

جدول رقم (12): ملخص أداء سوق دبي للأوراق المالية لسنة 2008 [138]: ص(html)

الثلاثي	نسبة تغير المؤشر	القيمة السوقية (مليار دولار)	حجم التداول (مليار دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)
الثلاثي الأول	- 2.6%	129	34.15	52.87
الثلاثي الثاني	+ 1.4%	137.2	21.28	18.26
الثلاثي الثالث	- 22.6%	110.36	17.42	15.94
الثلاثي الرابع	- 65%	0.0631	83.09	76.5

- واعتبرت سوق الإمارات للأوراق المالية من أكبر الأسواق خسارة في منطقة الخليج العربي، ويرجع هذا الانخفاض الذي عرفته السوق إلى ما يلي:
- تباطؤ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية وانخفاض أسعار النفط بنحو 3% خلال سنة 2008.
- ارتفاع معدل التضخم إلى 9% لسنة 2008.
- وتوقعات المستثمرين في دولة الإمارات بحدوث ركود اقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وانعكاسات ذلك على بقية اقتصاديات الدول الأخرى ومعدلات النمو الاقتصادي بها.
- تراجع أغلب القطاعات العاملة بدولة الإمارات، وخاصة قطاع العقار وما له من تأثير على أرباح الشركات العاملة فيه.

6.3.2.3 تطورات أداء سوق مسقط للأوراق المالية لسنة 2008

أظهر المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي لسوق مسقط للأوراق المالية ارتفاعاً في نهاية الربع الأول لسنة 2008 بنسبة 10.3% ليبلغ 196.4 نقطة مقارنة مع 177.9% نهاية 2007، وقيمة سوقية قدره بـ 24.8 مليار دولار مقابل 23.1 مليار نهاية سنة 2007، لينخفض مؤشر السوق خلال الربع الثاني لسنة 2008 بنسبة 41.9%، ليبلغ 103.3 نقطة مقارنة مع الربع الأول، ويستمر المؤشر في الانخفاض خلال الربع الثالث لسنة 2008 بنسبة بلغت 26.9%، أي بـ 156.2 نقطة مقارنة مع الربع الثاني، وانخفضت القيمة السوقية بنسبة 24.7% [138]: ص(37-40)، ليزداد تدهور المؤشر خلال الربع الأخير سنة 2008 بنسبة 41.9% ليبلغ 103.3 نقطة مقارنة مع نهاية الربع الثالث، ومن أسباب تراجع سوق مسقط للأوراق المالية ما يلي:

- ارتفاع معدل التضخم والذي بلغ نحو 13.2%.
- تراجع معدل النمو إلى 3% خلال نهاية سنة 2008 جراء تداعيات الأزمة العالمية وانخفاض أسعار النفط.
- حالة الفرع والتوتر التي عرفها المستثمرين بالسوق خاصة مع شح السيولة لدى المصارف.
- خروج المستثمرين الأجانب من السوق مما ترك موجة من الخوف لدى صغار المستثمرين، بسبب تراجع قيم أوراقهم المالية المدرجة بالسوق.

جدول رقم (13): ملخص أداء سوق مسقط للأوراق المالية لسنة 2008 [138]: ص(html).

عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	حجم التداول (مليار دولار)	القيمة السوقية (مليار دولار)	نسبة تغير المؤشر	الثلاثي
1140	2.42	24.8	+ 10.3%	الثلاثي الأول
4197	8.69	15.14	- 41.9%	الثلاثي الثاني
795	1.77	21.95	- 26.9%	الثلاثي الثالث
4197	8.69	0.01514	- 26.9%	الثلاثي الرابع

7.3.2.3 أثر الأزمة المالية على استثمارات الصناديق السيادية لدول الخليج العربي

تشير التقديرات الصادرة مؤخراً عن معهد الصناديق السيادية إلى أن الحجم العالمي للصناديق السيادية بلغ 3.652 تريليون دولار تمثل استثمارات 36 دولة، وعلى رأسها الصين التي بلغ الحجم الكلي لصناديقها السيادية حوالي 817.9 مليار دولار، تليها الإمارات التي تقدر مجموع موجودات صناديقها السيادية بـ 738.5 مليار دولار. وحسب البيانات الواردة في التقديرات إلى أن حجم الصناديق

السيادية للدول العربية النفطية، أي دول مجلس التعاون الخليجي بالإضافة إلى كل من ليبيا والجزائر، يبلغ حوالي 1.574 تريليون دولار، أي ما نسبته 43.1% من إجمالي رأسمال صناديق الثروة السيادية العالمية، وهذا يعني أن حجم الصناديق السيادية الخليجية وحدها يساوي 1.462 تريليون دولار وهو ما يشكل حوالي 40% من الحجم الكلي للصناديق العالمية [142]: ص(8-9).

من المعلوم أن الصناديق السيادية الخليجية تلقت، كما العديد من الاستثمارات الخارجية العربية، ضربة قوية إثر انفجار الأزمة المالية العالمية، ومنيت هذه الصناديق الخليجية نتيجة ذلك بخسائر كبيرة قدرتها بعض الأوساط بحوالي 450 مليار دولار في حين قدرها البعض الآخر بنسبة 25 إلى 40% من حجمها تقريباً، حيث تتفاوت هذه النسبة بين صندوق وآخر تبعاً لنوعية وأماكن الاستثمار، علماً أن استثمارات الصناديق السيادية العالمية كانت تتوزع في فترة ما قبل الأزمة المالية على مناطق جغرافية معينة، فاستوعبت الولايات المتحدة على سبيل المثال حوالي 75% من إجمالي أصولها مقابل حوالي 18% لأوروبا و 7% لبقية دول العالم، والجدول التالي يوضح حجم خسائر الصناديق السيادية الخليجية لسنة 2008 كما يلي:

جدول رقم (14): تقديرات خسائر الصناديق السيادية الخليجية نهاية سنة 2008

[143]: ص(2)

(الوحدة: مليار دولار)

معدل الخسائر (%)	الخسائر	الإضافة للأصول	تقدير الأصول ديسمبر 2008	تقدير الأصول ديسمبر 2007	الصناديق السيادية
40%	183	59	238	453	صندوق أبوظبي للاستثمارات
36%	94	57	228	626	هيئة الاستثمارات الكويتية
41%	27	28	58	65	هيئة الاستثمار القطرية
12%	46	162	501	385	أصول مدارة من سامبا السعودية
30%	111	64	325	371	إجمالي دول مجلس التعاون

3.3 الإجراءات المتخذة من طرف دول الخليج العربي للتقليل من تداعيات الأزمة المالية

بادرت دول الخليج العربي كغيرها من دول العالم إلى اتخاذ جملة من الإجراءات للتقليل من حجم الخسائر التي منيت بها جراء الأزمة المالية العالمية الراهنة، وذلك على المستوى الكلي أو على مستوى أسواق أوراقها المالية، بالإضافة إلى الدروس والنتائج التي استخلصتها هذه الدول في بناء ووضع سياساتها الاقتصادية وقراراتها الاستثمارية المستقبلية.

1.3.3 الإجراءات المتخذة على المستوى الكلي من طرف دول الخليج العربي للتخفيف من تداعيات

الأزمة المالية

لتحسين أداء المؤسسات العاملة في اقتصاديات دول الخليج، اتخذت حكومات هذه الدول جملة من الإجراءات التحفيزية، بغيت زيادة الإنتاج وتعزيز الاستقرار، اتخذت حكومات دول الخليج العربي العديد من الإجراءات على المستوى الكلي للتخفيف من حدة وتداعيات الأزمة على اقتصادياتها، نعرضها حسب كل دولة كما يلي:

1.1. 3.3 البحرين

اتخذت حكومة البحرين مجموعة من التدابير من أجل التخفيف من حدة وأثر الأزمة المالية على اقتصادها، نذكرها فيما يلي [138] : ص(17-18):

- إعلان حكومة البحرين عن تخصيص 40 مليون دينار بحريني لمعالجة الآثار المترتبة على ارتفاع الأسعار.

- قيام البنك المركزي للبحرين بخفض سعر الخصم 6.25%، وسعر إعادة الشراء إلى 6% لتعزيز السيولة وحفز النمو.

- استمرارية تدعيم الحكومة لأسعار المواد الغذائية الرئيسية.

- قيام البنك المركزي البحريني خلال الربع الثاني من سنة 2008 برفع نسبة الاحتياط الإلزامي للبنوك نقطتين مؤيتين إلى 7%.

- خفض سعر الفائدة على الودائع لمدة أسبوع إلى 2% بدلا من 2.25%.

- بالنسبة إلى البحرين فإن أغلب بنوكها تستثمر أموالها في منطقة الخليج المنتعشة اقتصاديا، على حسب تصريحات محافظ بنكها المركزي، وليس في الأدوات المالية المشتقة، مما حد من تعرضها للأزمة العالمية، شأنها شأن البنوك الإسلامية (ليست عرضة للتأثر بالأزمة)، كما أعلنت الحكومة البحرينية سلامة الأوضاع الاقتصادية فيها [144] : ص(85-87).

1.3.3.2 - السعودية

- بادرت السعودية إثر تزايد حدة الأزمة المالية العالمية، إلى اتخاذ جملة من الإجراءات، نذكرها فيما يلي:
- في ماي 2008 تم خفض سعر إعادة الشراء العكسي بنسبة 0.25%، في حين تم الإبقاء على سعر الإقراض دون تغيير (5.5%).
 - قيام السلطات النقدية برفع نسبة الاحتياطي الإلزامي إلى 13%، وذلك سعياً منها للحد من الضغوط التضخمية.
 - قيام مؤسسة النقد العربي السعودي خلال الربع الأخير من سنة 2008 بخفض سعر إعادة الشراء أكثر من مرة ليبلغ 3%، وخفض نسبة الاحتياطي القانوني إلى 7%، وذلك بهدف دعم السيولة في السوق وتحريك عجلة سوق الائتمان [138] : ص(25-26).
 - قيام مؤسسة النقد العربي السعودي بضخ 3 مليار في النظام المصرفي للحد من ضغوط السيولة، وفي خطوة لتعزيز الثقة بالقطاع المصرفي.
 - بهدف جذب الاستثمار الأجنبي قررت الحكومة خلال الربع الأخير من سنة 2008 منح حوافز ضريبية للمستثمر الأجنبي في عدد من المناطق الصناعية.
 - إعلان البنك المركزي السعودي أنه سيوفر أي سيولة تحتاج إليها البنوك، وطرح خيار لبنوك المملكة باقتراض 75% من الأوراق المالية الحكومية التي تبلغ قيمتها نحو مائتي مليار ريال (53.1 مليار دولار)، كما قرر البنك المركزي خفض نسبة الفائدة الرئيسية بنصف نقطة لتصبح 5% وخفض معدل الاحتياط الإلزامي الذي ينبغي على البنوك التجارية السعودية المحافظة عليه مقارنة بودائعها من 13 إلى 10%، وكانت ردة فعل القطاع المصرفي جيدة على هذه الإجراءات.

1.3.3.3 الكويت

- بغيت التخفيف من حدة الأزمة المالية، اتخذت الحكومة الكويتية مجموعة من التدابير، نذكرها فيما يلي [138] : ص(35-36):
- قيام البنك المركزي الكويتي بتخفيض نسبة القروض الاستهلاكية والتسهيلات الائتمانية، وتشديد القيود على مثل هذا النوعية من القروض.
 - تشجيع الاستثمار من خلال قيام الحكومة الكويتية بتطبيق قانون يخفض الضرائب على أرباح الشركات الأجنبية إلى 15%.

4.1.3.3 قطر

إثر الخسائر التي تكبدها الاقتصاد القطري جراء الأزمة المالية، بادرت الحكومة القطرية إلى اتخاذ ما يلي:

- قيام الحكومة القطرية بتجميد جميع الإيجارات التي أبرمت عقودها منذ سنة 2005 لمدة سنتين، للتقليل من معدلات التضخم [138] : ص(62).

- قيام البنك المركزي القطري برفع نسبة الاحتياطي الإلزامي بنسبة 1% إلى 4.75% من حجم الودائع الإجمالية للبنوك.

- بنهاية الربع الثاني من سنة 2008 تم التوقيع على اتفاقية شراكة، بحيث يشتري سوق (نيويورك يورونكست) حصة 25% في سوق الدوحة للأوراق المالية، في خطوة تهدف إلى ربط سوق الدوحة بالأسواق العالمية.

5.1.3.3 الإمارات

أمام حجم الخسائر الكبيرة التي تعرضت لها اقتصاد الإمارات، فقد سارعت إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات، للتخفيف من حدة الأزمة المالية، نذكرها فيما يلي:

- قيام الحكومة في دولة الإمارات برصد مبلغ 120 مليار درهم لدعم القطاع المصرفي، حيث تم تكليف البنك المركزي الإماراتي ووزارة المالية بوضع الآليات المناسبة لضخ هذه السيولة في السوق.

- قيام الحكومة بضمان الودائع والمدخرات في المصارف الوطنية، إلى جانب توفير ضمانات لعمليات الاقتراض فيما بين المصارف العاملة في الدولة وضخ السيولة اللازمة في المصارف.

- قيام البنك المركزي خلال الربع الأخير من سنة 2008 بتخفيض سعر إعادة الشراء (1.5%).

- بهدف تعزيز دور السيولة في الأسواق النقدية قرر المصرف إلغاء نظام الستة أيام بالنسبة للسحب على المكشوف من الحساب الجاري مؤقتاً.

- منح المصرف المركزي الإماراتي قروض قصيرة الأجل بقيمة 50 مليار درهم، أي ما يعادل 13.61 مليار دولار، وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية، ومن جهة أخرى ولتدعيم حجم السيولة النقدية في البنوك قام بإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تبقى عن مدتها 14 يوم، وألغى بصفة مؤقتة الأيام الست للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية قصد إتاحة السيولة للبنوك في الأجل القصير خاصة بعد أن أعلن بنك دبي الوطني تقليل منح القروض الكبيرة وخطط السداد.

- قرار البنك المركزي الإماراتي أن يتيح للبنوك قروضا قصيرة الأجل من خلال تسهيل بقيمة 50 مليار درهم (13.61 مليار دولار)، وخصص البنك تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية استثنائية بهدف تخفيف التوترات في القطاع المصرفي، ومنحت التسهيلات للبنوك إعادة شراء كل شهادات

الإيداع التي تكون الفترة المتبقية من أجلها 14 يوماً أو أكثر على أن يساوي أجل إعادة الشراء أو يقل عن الفترة المتبقية من الشهادات المقدمة كضمان أو أن يكون الحد الأقصى للأجل ثلاثة أشهر.

6.1.3.3 سلطنة عمان

رغم التأثير الخفيف للأزمة المالية على اقتصاد سلطنة عمان، بادرت الحكومة إلى اتخاذ بعض الإجراءات، نذكرها فيما يلي [138]: ص(30):

- قيام البنك المركزي لسلطنة عمان بخفض سعر الفائدة على القروض الشخصية الجديدة بما في ذلك القروض الإسكانية المقدمة من قبل البنوك التجارية العاملة من نسبة 8.5 إلى 8%.
- قيام البنك المركزي لعمان برفع سعر اتفاقات إعادة الشراء بواقع 79 نقطة.
- انتهاج السياسة التحفظية من قبل البنك المركزي لسلطنة عمان، في الرقابة على البنوك وذلك بقصد الحد من ممارستها للأنشطة الاستثمارية ذات المخاطر المرتفعة، وكذلك التشدد في تحقق عنصر كفاية رأس المال فيها Capital Adequacy وبما يتفق مع متطلبات اتفاقية بازل (2).

جدول رقم (15): ملخص إجراءات دول الخليج لمواجهة الأزمة المالية [135]: ص(13-14)

الدولة	الإجراءات المتخذة
الكويت	- خفض نسبة الفائدة 1.5%. - خفض الأجل 1.5%. - ضخ مليار دينار كسيولة. - عرض أموال لليلة واحدة، ولأسبوع، ولشهر.
الإمارات	- قروض قصيرة الأجل بـ 13.6% مليار دولار. - إعادة شراء كل شهادات الإيداع المتبقي من أجلها 14 يوم.
قطر	- شراء ما بين 10-20% من رأسمال البنوك المدرجة. - شراء أسهم محلية لدعم الأسعار.
السعودية	- طرح خيار للبنوك بإقراض 75% من الأوراق الحكومية. - خفض نسبة الفائدة 5%. - خفض معدل الاحتياطي الإلزامي.
البحرين	- قيام البنك المركزي للبحرين بخفض سعر الخصم 6.25%، وسعر إعادة الشراء إلى 6% لتعزيز السيولة وحفز النمو. - خفض سعر الفائدة على الودائع لمدة أسبوع إلى 2% بدلا من 2.25%.
سلطنة عمان	- قيام البنك المركزي لسلطنة عمان بخفض سعر الفائدة من نسبة 8.5 إلى 8%. - قيام البنك المركزي لعمان برفع سعر اتفاقات إعادة الشراء بواقع 79 نقطة.

1.3.3-7 مرحلة التحول نحو الداخل بالنسبة للصناديق السيادية في دول الخليج

دفعت الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على دول الخليج العربي الصناديق السيادية للعودة إلى بلدانها للمساهمة في دعم الوضع الاقتصادي، وبدأت بالفعل خلال المرحلة الماضية في التحرك نحو الداخل. وكان جهاز قطر للاستثمار الذي يُمثل الصندوق السيادي لقطر، الأبرز في التدخل على المستوى الداخلي في هذه البلدان، إذ قام بشكلٍ نشطٍ وملحوظ بالتدخل على الساحة المحلية، وطرح خطة بحجم 5.3 مليار دولار لشراء أسهم في البنوك المدرجة في البورصة القطرية لدعم ثقة المستثمرين بالبنوك بلغت نسبتها حوالي 20%، كما ضخ الجهاز حوالي 20 مليار ريال في رأسمال البنوك القطرية لتعزيز قدرة البنوك الوطنية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة المقبلة بشكلٍ أوسع، ولتأكيد الثقة الكبيرة بأوضاعها المالية، كما قام الجهاز بشراء أسهم في بنك قطر الإسلامي بنسبة 5% على أن يستحوذ على 10% من أسهم البنك بنهاية سنة 2009.

كما كان (لهيئة الاستثمار الكويتية) دور على المستوى المحلي، وإن كان أقل من الدور الذي لعبته نظيرتها القطرية، حيث قامت في المرحلة الأولى للأزمة باتخاذ العديد من الإجراءات والخطوات لدعم آليات السوق المحلية في الكويت بما يكفل تحقيق الاستقرار وعودة الثقة، فعملت على زيادة حصتها في ثمانية من الصناديق الاستثمارية المحلية وتم تعديل بعض الشروط والضوابط بشأن مساهمة الهيئة في الصناديق الاستثمارية المحلية، وذلك لإعطاء مرونة لمديري صناديق المساهمة في استكشاف فرص استثمارية جديدة، ولم تكنف هذه الصناديق بالتحول نحو الداخل بشقه الإنقاذي، بل قرر بعضها التوقف عن الاستثمار الخارجي في هذه الفترة الحرجة وإيقاف العمليات الخارجية لمدة معينة كما فعل (جهاز قطر للاستثمار) الذي قرر تأجيل عملياته الخارجية لمدة 6 أشهر، فيما فضّل البعض الآخر من الصناديق التوجه نحو شراء السلع بدلاً من الأسهم التي كبدتها خسائر فادحة إثر انهيار الأسواق المالية العالمية.

جدول رقم (16): تقديرات حجم صناديق الثروة السيادية الخليجية بعد الأزمة المالية العالمية (مليار دولار) [145]:
ص(9):

البلدان	حجم الأصول (مليار دولار)
الإمارات	738.50
السعودية	436.30
الكويت	202.80
قطر	62
البحرين	14
عمان	8.20
المجموع	1461.80

2.3.3 الإجراءات المتخذة من طرف دول الخليج العربي على مستوى أسواق الأوراق المالية

تبنّت دول الخليج العربي مجموعة من الإجراءات على مستوى أسواق أوراقها المالية نذكرها فيما يلي:

1.2.3.3 سوق البحرين للأوراق المالية

في ظل الاضطرابات التي عرفها سوق البحرين للأوراق المالية، اتخذت هيئة السوق مجموعة من الإجراءات نذكرها فيما يلي:

- إعلان بنك البحرين المركزي انضمامه رسمياً إلى المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO)، حيث وقع البنك المركزي مذكرة تفاهم متعددة الأطراف من خلال هذه المنظمة بشأن التعاون و الاستثمار و تبادل المعلومات مع الدول الأعضاء، و تعزيز معايير التعاون بين الجهات و محاربة محاولات التلاعب التي قد تحدث في أسواق الأوراق المالية.
- صدر عن مجلس إدارة سوق البحرين للأوراق المالية قراراً بتقليص الفترة التمهيديّة للتداول من نصف ساعة إلى ربع ساعة، و تمديد فترة التداول في السوق من ساعتين إلى ثلاث ساعات يومياً وذلك بهدف تنشيط حركة التداول في السوق، مما يتيح وقتاً أطول للبحرينيين والخليجيين والأجانب لتنفيذ أوامرهم، ومرونة أكثر بشأن اتخاذ قراراتهم بشأن استثماراتهم في السوق.
- قيام البنك المركزي البحريني بخفض سعر الفائدة على اتفاقية إعادة الشراء بربع نقطة مئوية ليبلغ 6.75%، كما تم خفض سعر الخصم بنفس النسبة عقب خفض سعر الفائدة الأمريكية.

2.2.3.3 سوق السعودية للأوراق المالية

اتخذت هيئة سوق السعودية للأوراق المالية، الإجراءات التالية:

- تطوير السوق المالية ووضع أسس ومعايير سليمة لأداء العاملين في شركات الوساطة والبنوك الاستثمارية والمؤسسات المالية الأخرى، مع ضرورة خضوع موظفي هذه الشركات لاختبارات تأهيلية تغطي الجوانب الفنية والمعايير المهنية الواجب توفرها في الموظفين في هذا المجال.
- إعادة هيكلة قطاعات سوق الأسهم، وتطوير مؤشراتها الرئيسية والقطاعية، حيث تم تقسيمها إلى 14 قطاعاً، واستبعاد أسهم الحكومة ومؤسساتها من المؤشر وكذا أسهم الشريك الأجنبي، بهدف توفير يعكس حركة أسعار الأسهم وأداء السوق بشكل أكثر دقة.
- في إطار تطوير السوق المالي تم خلال الربع الثالث لسنة 2008 السماح للأجانب بشراء أسهم مدرجة في البورصة عبر وسطاء سعوديين مرخص لهم والأذين سيكونون المالكين القانونيين للأسهم، وبذلك لن يكون للمستثمرين الأجانب سواء من الأفراد أو المؤسسات حق التصويت في الجمعية العامة.
- إعلان هيئة السوق المالي السعودي أنه يتعين على جميع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي الامتثال ابتداءً من سنة 2009 لقواعد حوكمة الشركات المرتبطة بعمليات الإفصاح في تقارير مجالس الإدارة.

3.2.3.3 سوق الكويت للأوراق المالية

لاسترجاع استقرار سوق الأوراق المالية في الكويت، اتخذت هيئة السوق ما يلي:

- إعلان سوق الكويت للأوراق المالية إنهاء المرحلة الأولى من عملية تطوير نظام التداول الآلي بهدف زيادة القدرة الاستيعابية في السوق.
- تطوير نظام استرجاع المعلومات واستخدام أجهزة متطورة مقاومة لأعطال نظام التداول.
- إصدار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية قرارات بشأن شروط وقواعد إدراج الشركات في البورصة الكويتية، تتعلق بتنظيم مواعيد انعقاد الجمعية العامة للمؤسسات وتوزيع الأرباح النقدية والعينية المستحقة للمساهمين بالشركات المدرجة بالسوق.
- إنشاء الحكومة الكويتية محفظة قيمتها 7.26 مليار دولار للاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية، لتعزيز الثقة ودعم استقرار السوق.
- قيام لجنة سوق الكويت للأوراق المالية بتعديل نص المادة 15 من قرارها رقم خمسة لسنة 2005، بشأن ضوابط محافظ الغير والرقابة عليها، حيث نص القرار على أن تلتزم الشركات المديرة لمحافظ الغير بإدارة محافظ عملائها بنفسها وعدم تخويل شركات أخرى إدارتها.

- مطالب البنك المركزي الكويتي الشركات الاستثمارية الخاضعة لرقابته بتطبيق معايير المحاسبة الدولية وتضمين بياناتها المالية المزيد من الإفصاحات والإيضاحات، حيث تعبر بصورة عادلة عن المركز المالي للشركة.

- لأجل التخفيف من حدة التوترات في الأسواق المالية في دولة الكويت قامت الحكومة بضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق المالية، وعرض البنك المركزي أموالاً لليلة واحدة، ولأسبوع، ولشهر قصد توفير السيولة للبنوك خاصة بعد هبوط أسعار البورصة في الفترة الأخيرة.

4.2.3.3 سوق قطر الأوراق المالية

- في ظل الخسائر التي منيت بها سوق قطر للأوراق المالية، بادرت هيئة السوق إلى اتخاذ ما يلي:
- قررت هيئة قطر للأوراق المالية حظر التداول على رؤساء وأعضاء مجالس الإدارات والمديرين التنفيذيين في شركات المساهمة المدرجة في السوق على أسهم شركاتهم خلال فترة معينة.
 - إعلان هيئة الاستثمار القطرية خلال الربع الرابع من سنة 2008 الاستحواذ على حصص من في البنوك المدرجة في السوق، في أعقاب قرار الهيئة شراء ما بين 10% إلى 20% من رأسمال البنوك المدرجة في السوق، بهدف دعم وتعزيز الثقة بالسوق عموماً، على أن يتمّ الشراء من خلال عمليات اكتتاب خاصة لزيادة رأس مال البنوك حسب احتياجات السيولة.
 - بغية تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية بالدوحة، قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10% إلى 20% من رأسمال البنوك المدرج في السوق لتعزيز ثقة الجمهور في الملاءة المالية للبنوك وتم تدعيم ذلك بشراء أسهم محلية لدعم أسعار البورصة خاصة بعد الانخفاضات المتتالية التي عرفتتها البورصة والعزوف الجماعي للمستثمرين، إلى جانب ذلك قامت بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وهو إجراء اتخذته معظم دول مجلس التعاون الخليجي لتقليل من تكلفة تمويل البنوك.
 - اتخاذ قرار من طرف هيئة الاستثمار بشراء ما بين 10% و 20% من رأسمال البنوك المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية لتعزيز الثقة في السوق، وتهدف الخطوة القطرية بشراء الأسهم إلى ضخ سيولة لتعزيز قدرة البنوك القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة القادمة بشكلٍ أوسع وتأكيد الثقة الكبيرة في أوضاعها المالية، إلى جانب تخفيض الفائدة على أدوات السياسة النقدية في جميع الدول الخليجية لتقليل كلف السيولة على البنوك.

5.2.3.3 سوق الإمارات الأوراق المالية

للتخفيف من حجم الخسائر بسوق الإمارات للأوراق المالية، سارعت هيئة السوق إلى اتخاذ الإجراءات التالية:

- قيام هيئة سوق دبي للأوراق المالية بتطبيق إجراء مؤقتة يقضي بتعديل نطاق تقلب الأسهم النشطة المتداولة في السوق خلال الجلسة الواحدة إلى 10% هبوطا كحد أقصى بدلا من 15% مع الإبقاء على إمكانية ارتفاع السهم 15%.
- إقرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع تعديلات على مواد تتعلق بالإفصاح والشفافية، والنظام الخاص بالوساطة، بحيث يجرى إعداد التقارير المالية وفقا لمعايير المحاسبة الدولية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة الدولية وذلك باللغتين العربية والانجليزية، حيث يشترط أن تتضمن التقارير المالية تقرير مجلس الإدارة ومدقق الحسابات، وقائمة المركز المالية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة حقوق المساهمين والإيضاحات حول حقوق المساهمين.
- لضمان السير الحسن للسوق حذرت هيئة السوق المستثمرين من البيع على المكشوف، وأعلنت أنه سيتم مراقبة جميع المعاملات في ظل غياب نظام قانوني يضم هذه التعاملات.
- إعلان سوق أبو ظبي للأوراق المالية عن إطلاق خطة إستراتيجية (2008- 2012) تلتزم تطبيق مبادئ الشفافية والحوكمة وإشراك المجتمع والمتعاملين مع السوق في جهوده الرامية إلى التطوير والتطبيق الفاعل للتشريعات والقوانين، ووضع بنية تحتية تمثل أفضل الممارسات العالمية.
- اعتماد مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع القرار الخاص بالاستثمارات المالية والتحليل المالي، والذي يتضمن شروط وإجراءات الترخيص لممارسة مهنة الاستثمارات المالية والتحليل المالي.
- بهدف تطوير أداء مهنة الوساطة في الأسواق المالية والتأكيد على نزاهة ممارسة المهنة وأخلاقياتها، تم توقيع مذكرة بين هيئة الأوراق المالية والسلع ومعهد الأوراق المالية والاستثمارات البريطاني، بحيث يتم تطوير عمل الوسطاء الماليين وتسجيلهم، بشكلٍ يتماشى مع المعايير المعمول بها في مراكز المال العالمية التي لديها برامج التأهيل الإلزامي.
- توقيع بورصة أبو ظبي للأوراق المالية مع بورصة " نيويورك يورونكست" اتفاقية تعاون مشترك من أجل تطوير فرص جديدة في نطاق أنظمة التداول والتكنولوجيا التابعة لها، والخدمات المقدمة للمصدرين والمستثمرين الماليين.

6.2.3.3 سوق مسقط الأوراق المالية

- لتعزيز ثقة السوق، وتخفيف حدة الأزمة، اتخذت هيئة سوق مسقط للأوراق المالية لاتخاذ ما يلي:
- قيام هيئة السوق المالي لبورصة مسقط خلال الربع الأول من سنة 2008 بفتح بورصتها بالكامل أمام المستثمرين الخليجين دون تحديد سقف أقصى كما كان متبعاً من قبل، حيث وجهت هيئة سوق المال

- تعميماً للشركات المساهمة العمانية المدرجة في البورصة لمساواة الخليجيين بالمواطنين العمانيين بشكل تام في تملك أسهم تلك الشركات.
- إقرار مجلس إدارة الهيئة العاملة في سوق مسقط للأوراق المالية توقيع اتفاقية استشارية مع مؤسسة التعاون السنغافورية بهدف تطوير قطاع سوق رأس المال بالسلطنة العمانية في المجال الرقابي.
 - توقيع الهيئة العامة لسوق المال مذكرة تفاهم مع معهد الأوراق المالية والاستثمارات البريطاني، وذلك لتطوير المعايير المهنية في الهيئة.
 - تأسيس لجنة لتعريف المحترفين في صناعة الأوراق المالية في السلطنة بأنشطة المعهد وخدماته.
 - إعلان الحكومة العمانية عن تأسيس صندوق استثماري بقيمة 150 مليون ريال (389.6 مليون دولار أمريكي) بالاشتراك مع القطاع الخاص، بحيث تقدم الحكومة 60% من رأس مال الصندوق، بينما يساهم القطاع الخاص وصناديق تقاعدية بالنسبة الباقية.

3.3.3 الدروس المستفادة من الأزمة المالية بالنسبة دول الخليج العربي

من جملة الدروس والنتائج المستفادة من الأزمة المالية على دول الخليج ما يلي:

1.3.3.3 الاقتصاديات الخليجية والدروس المستفادة من الأزمة المالية

1.1.3.3.3 في مجال العمل المشترك بين دول الخليج

لقد كشفت الأزمة المالية العالمية عن مواطن ومكامن ضعف وخلل في الأنظمة المالية والاقتصادية لدول الخليج، كونها لم تستثن أحداً من آثارها، ويقتضي الأمر ما يلي [275]: ص(48-46):

- ضرورة بذل جهد أكبر من أجل توسيع قاعدة التعاون الخليجي في مجالات الاستثمار والتجارة والخدمات لتعويض الفجوة بسبب ركود الأسواق المتقدمة، وكذلك توجيه رأس المال لدول الخليج بصورة أكبر نحو الأسواق العربية تجنباً للأزمات التي تجتاح أسواق الدول المتقدمة.
- ضرورة الاتفاق العاجل من طرف دول الخليج على إستراتيجية متكاملة لمواجهة سلبيات الأزمات الاقتصادية من خلال تعاون وثيق ومتعدد الأوجه والمجالات، وأيضاً من خلال دور موحد في نطاق النظام الدولي، يحافظ على مصالحها ويعمق توجهات الاستقرار العالمي ولا يترك الساحة خالية تماماً أمام القوى العالمية الكبرى لتوجيه دفة الأمور ودفة العولمة في الاتجاه الذي يخدم مصالحها فقط و يهمل مصالح باقي الدول العالم النامية ويعرقل طموحات التنمية.
- على أثرياء دول الخليج الذين يفضلون الاستثمار في الغرب استيعاب الدرس، فقد خسروا نحو (240 مليار دولار) خلال اليومين الأوليين من الأزمة، وأن هذه المبالغ الضخمة كان من الممكن استثمارها في مشروعات تنمية عربية تحل كثيراً من مشاكل الدول العربية، لعل أهمها تحقيق أمنها الغذائي

وعدم اعتمادها على الاستيراد من الخارج بشروطه وضغوطه، فلم يعد مقبولاً ولا مفيداً للدول الخليجية ذات الفوائض النقدية تركيز استثماراتها في الاقتصاديات الأمريكية والأوروبية، وربما يكون الضمان الأقوى للنمو الاقتصادي والاستقرار السياسي في هذه الدول هو زيادة الاستثمارات والتجارة البينية في نطاق مشروعات التكامل الاقتصادي العربي.

- عمل الدول الخليجية بشكلٍ منظم وجماعي لإجراء تعديلات جذرية في أسلوب عمل وهياكل الاتفاقيات المنظمة لنشاط المؤسسات العالمية وفي مقدمتها البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومنظمة التجارة العالمية، لفرض نظام عالمي جديد أكثر عدالة وأكثر واقعية بعيداً عن المواصفات الجاهزة الجامدة التي أثبتت أحداث الزلزال المالي والاقتصادي العالمي الأخيرة عدم صلاحيتها، وحاجتها المكثفة لحوار عالمي جاد لتغييرها وتبديلها بما يتفق مع احتياجات الواقع والتنمية المستدامة.
- ضرورة قيام حكومات الدول الخليجية بالرصد السريع والعاجل لتأثيرات الأزمة المالية العالمية على اقتصادياتها بشكلٍ إجمالي وبصورة قطاعية تفصيلية.
- اعتماد الدول العربية على الاستثمار والبناء الداخلي تنويع الموارد ما عدا المحروقات.

2.1.3.3 في مجال العمل العربي المشترك

- على الدول العربية إستيعاب الدروس من الأزمة المالية من خلال ما يلي:
- الإسراع في تطبيق القرارات والأحكام اللازمة لتفعيل السوق العربية المشتركة، وإطلاق آلياتها، إذ إن إقامة السوق العربية المشتركة بات مطلباً قومياً ملحا طال الحديث عنه لفترة امتدت أكثر من 30 سنة، وكان قد تم وضع خطط طموحة وجيدة ولكن غياب الإرادة في التنفيذ جعل منها أفكاراً أيديولوجية.
- توحيد المؤسسات في مختلف الأقطار العربية لتحقيق ما يُسمّى التناغم، وذلك بالعمل على إزالة كل ما يعترض طريق تلك المؤسسات والتي من أهمها: إزالة مشكلة الكفيل أو الإلزام بشريك محلي أمام المشروعات العربية، وتجنب الأزواج الضريبي بين المشروعات متعددة الجنسيات العربية، وتفعيل منظومة حماية الملكية الفكرية للحفاظ على العقول والمبتكرات العربية من السطو مما يشكل عاملاً جاذباً للاستثمارات في المنطقة.
- تحقيق التوافق بين القوانين المختلفة وذلك بإنشاء لجان مُتخصّصة للعمل على إزالة التناقض بين القوانين المختلفة وأهمها: توحيد المواصفات القياسية العربية بدءاً بالتناغم بين المحلي منها بعضه البعض، وكذا تنشيط حركة إصدار المواصفات العربية المتوافقة مع المواصفات العالمية بالمعدلات المطلوبة لإحداث التعاون الاقتصادي القائم على أساس توحيد المواصفات العربية، وكذلك توحيد قوانين العمل اللازم لتسهيل انتقال العمالة وتوفير المناخ المناسب لها بما يتيح للعمالة الفنية والماهرة حرية التنقل والعمل بين البلدان العربية تحت مظلة من القوانين تحميها من التعسف.

- تنقية وتحسين بيئة التشريعات القانونية المطبقة في الأقطار العربية لتشجيع الاختراعات والابتكارات والنمو الاقتصادي والاستثماري في كل الأقطار العربية تحت مظلة صالحة لنقل التكنولوجيا وتطبيقها.

- دعوة الحكومات العربية للعمل على تفعيل آليات التعاون والتكامل المالي والاقتصادي العربي، ووضع برامج الأكثر طموحا، والعمل الجاد والمخلص لتذليل العقبات أمام تنفيذ هذه البرامج لاسيما في مجال تكامل الأسواق العربية، وتحرير الاستثمار البيئي العربي بأشكاله المختلفة، ودعم مؤسسات القطاع الخاص ومبادراته ومنحه الدور الرئيسي في إجراءات التقارب والتكامل، بما يسهم بقوة في تنوع الإقتصادات العربية وتقويتها، ويوجه مزيدا من الاستثمارات المصرفية إليها بعيدا عن الاستثمارات الخارجية.

- تطوير هيكلية وأعمال المؤسسات المعينة بالاستثمارات ومنها الصناديق السيادية خاصة فيما يتعلق بنواحي الشفافية، واعتماد معايير المحاسبة والرقابية الحديثة لتفادي تلك الآثار السلبية الضارة على أموالها واستثماراتها من جراء أزمات مماثلة للأزمة الحالية.

- إن إقامة الكيانات الاقتصادية العربية المشتركة تأتي في مقدمة الوسائل التي يمكن إتباعها لمواجهة الأزمة المالية العالمية.

3.1.3.3.3 على مستوى أسواق أوراقها المالية لدول الخليج العربي

كان للأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج، جملة من الدروس، جعلتها تقف على نقاط ضعفها، ومحاولة تجنبها مستقبلا، نذكرها فيما يلي:

- انتهاج سياسة الشفافية والإفصاح سواء من جانب إدارات المصارف أو من جانب البنك المركزي وهيئة الأوراق المالية والمؤسسات الحكومية ذات الصلة وإطلاع الجمهور على حقيقة تداعيات الأزمة على دول الخليج من أجل كسب الثقة [276]: ص(10-11).

- إعادة النظر في بعض الأساليب التي تتبعها هيئة الأوراق المالية في الرقابة على عمليات التداول في البورصة وبالقدر الذي يحد من عمليات المضاربة غير المسؤولة التي يمارسها بعض المتعاملين في السوق، وهي أساليب تقوم في معظمها على بث الإشاعات المبنية على أخبار خاصة Insider Information مسربة لهم من بعض مجالس إدارات الشركات والتي أشاعت لدى المتعاملين في البورصة ما يُعرف بغريزة القطيع Sheep Distinct.

- الحد من تداعيات أسلوب البيع بالهامش.

- ضرورة انتهاج أسلوب لمعالجة الأزمات يستهدف أساسا الحيلولة دون انتقال الآثار السلبية للتقلبات في الأسواق المالية إلى الاقتصاد الفعلي [146]: ص(89).

- إجراء دراسة معمقة لإمكانية تخفيض أسعار الفائدة وبشكل يوازن من جهة بين خلق فرص جديدة لتشجيع الاستثمار، وبما لا يؤدي إلى استفحال معدلات التضخم من الجهة الأخرى.

- أن يستيقظ الحس الاجتماعي والمسؤولية الاجتماعية لدى مجالس إدارات الشركات التي ترقب عن كثب تهاوي أسعار أسهمها.
- أن يستيقظ أيضا الحس الاجتماعي لدى من يفترض بهم أن يكونوا صناع سوق "Market Makers" والأذين مارسوا كغيرهم سياسة المضاربة بأجلى صورها.
- يجب أن تتفادى الدول الخليجية التعرض لأي أزمة كبيرة، وأن تعتمد على ذاتها وعلى محيطها الإقليمي، وشركائها الرئيسيين في معالجة الأزمات المالية والاقتصادية.
- تخفيف حالة الذعر بين المستثمرين المحليين والأجانب بدرجة تقترب من الواقع الفعلي.
- ضرورة اتخاذ إجراءات ملموسة للتدخل، حيث أن المشكلة أصبحت أخطر مما كان يتصوره البعض بتهايوي بعض أسعار الأسهم عن القيمة العادلة بنسب تصل إلى 60%، وهبوط ببعض أسعار الأسهم عن القيمة الاسمية، ولذلك فإنه لا بد من دخول المؤسسات بشكل قوي وفعال في الأزمات القادمة خاصة بعد الهبوط الكبير في أسعار الأسهم، والمقصود هنا هو القيام بعمليات استثمارية فعلية في المقام الأول والتي تؤدي بالتأكيد لتماسك السوق، وبدء عودة الأسعار للارتفاع مرة أخرى بما يحقق المكاسب لهذه المؤسسات خلال المرحلة القادمة.
- قيام الشركات التي يتم تداول أسهمها بالبورصة بالإفصاح التام عن أداءها وأرباحها المتوقعة، وهو الأمر الذي سيمكن المحللين الماليين من إعادة تقييم أسهم هذه الشركات، وتقدير القيمة العادلة لها مما يساهم في عودة الثقة مرة أخرى لجمهور المستثمرين بأسواق الأوراق المالية سواء كانوا أفراد أو مؤسسات.
- إنشاء صناديق استثمار مغلقة برؤوس أموال كبيرة ودخولها السوق في الوقت الذي ينسحب فيه المستثمرين الأجانب والعرب، ومما لا شك فيه أن هذه الخطوة ستكون بداية لمرحلة جديدة تعتمد فيها البورصات الخليجية على الذات بدلا من الاعتماد على تحركات رؤوس الأموال الساخنة التي تضر بالسوق خاصة عند خروجها.
- هناك دور مهم للجهات الحكومية المسؤولة عن سوق الأوراق المالية، وهو الترويج الجيد للشركات المتداول أسهمها في البورصات المحلية والخارجية، وكذا الترويج لمؤشرات الاقتصاد الكلي.

خلاصة الفصل:

كان للأزمة المالية العالمية الراهنة بالغ الأثر على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، رغم الأشواط الكبيرة التي عرفتتها هذه الأخيرة في مجال تطوير وتحسين أسواقها المالية، ورغم التطورات التي شهدتها وتفاوت التجارب الخاصة بها، واختلاف الأنظمة والقوانين لكل منها، فإن لهذه الأسواق جميعها خصائص تميزها في كونها أسواق نامية مازالت تفتقر إلى عراقة التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وصغر حجم أسواقها وضيق نطاقها، واستحواذ المؤسسات المالية والمصارف على عدد كبير من إصدارات الأوراق المالية بها.

فبعد التحسن الذي عرفته أغلب أسواق الأوراق المالية لدول الخليج للسنوات السابقة لاندلاع الأزمة المالية الراهنة (2005-2007)، عاودت مؤشرات بورصاتها للانخفاض بسبب تداعيات الأزمة على المنطقة، من خلال تعرضها المباشر لسوق العقار أو الأوراق المالية المدعومة بالقروض الإسكانية رديئة الجودة بالولايات المتحدة الأمريكية، ومتطلبات السيولة للمؤسسات المالية لدول الخليج العربي بعد موجة الذعر والخوف التي انتابت المستثمرين الخليجيين والأجانب، وكذا أداء الشركات العاملة بتلك الدول، وما له من بالغ الأثر على أداء أوراقها المالية المدرجة بأسواقها المالية وخاصة خلال النصف الثاني من سنة 2008، فقد خسرت هذه الأخيرة ما قيمته 569 مليار دولار، ناهيك عن الخسائر التي منيت بها أغلب الصناديق السيادية الخليجية المستثمرة في الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية المتعثرة والتي خسرت فيها دول الخليج ما يقارب 450 مليار دولار.

أمام التراجعات والخسائر التي عرفتتها أغلب أسواق الأوراق المالية، قامت حكومات دول الخليج وهيئات أسواقها المالية باتخاذ جملة من التدابير للتخفيف من حدة الأزمة وتداعياتها، تمحورت في معظمها حول تخفيض معدلات الفائدة، ومعدلات إعادة الخصم، ومحاولة التحكم في معدلات التضخم وحجم السيولة النقدية، وتشجيع الاستثمار وحفز معدلات النمو، هذا على المستوى الكلي أما على مستوى أسواقها للأوراق المالية فقد بادرت إلى تخفيف حدة التوتر والذعر اللذان أصابا المستثمرين الخليجيين وكذلك الأجانب، من خلال مطالبة العديد من الشركات المساهمة بضرورة الإفصاح والشفافية عن الأداء الحقيقي، وكذا التدخل المباشر من بعض الدول لشراء بعض الأسهم المنهارة، خطة منها لوقف تدهور أسواقها وعودة الاستقرار في أدائها، ومن جملة الدروس والنتائج المستفادة من الأزمة المالية بالنسبة لدول الخليج العربي، جعلتها تقف على مواطن ومكان ضعف وخلل في الأنظمة المالية والاقتصادية المعمول بها، وكذا مؤسساتها المالية وقرارات استثماراتها للفوائض النفطية، و أنظمة عمل أسواقها المالية ودور الرقابة والإفصاح والشفافية بها.

خاتمة

1. ملخص عام للدراسة

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية؛ فهي بذلك تُؤدّي دور الوسيط بين المستثمرين ذوي الفائض، وبين الجهات المُصدّرة للأوراق المالية ذوي العجز المالي، كما تُعطي للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً مُتنوّعة لتوظيف مدخراتهم، مع توفير مصادر مُتنوّعة للمنشآت في تمويل مشاريعه.

في هذه السوق يتمّ تداول العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها، ومنها الحديثة التي تمّ ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطوّرات في القطاع المالي كالمشتقات والأوراق المهجّنة؛ حيث تتمّ عملية بيع وشراء هذه الأدوات من خلال مجموعةٍ من الأوامر، التي يمنحها المستثمر للوسيط لإبرام عمليات البيع والشراء لهذه الأوراق المالية. غير أن الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب التعرّف على سمعة وحالة المؤسسات المُصدّرة للأوراق المالية؛ فالبيانات التي قد تُتاح لجمهور المستثمرين عادةً ما تكون في صورة خام، كما أن جانباً منها ينصرف إلى الماضي، وليس إلى المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتّخاذ القرارات الاستثمارية.

وفي مجال الاستثمار في الأوراق المالية، هناك نوعان من التحليل هما: التحليل الأساسي الذي يقوم على دراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة، والتحليل الفني الذي ينصرف إلى تتبع حركة أسعار الأسهم على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، والتي يمكن من خلالها تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري.

غير أن أسواق الأوراق المالية تعتبر على درجة عالية من الخطورة أكثر من الأسواق العادية الأخرى، خاصةً في ظل التقلّبات الحادّة التي يشهدها العالم بسبب الأزمات المالية التي ما فتأت تصيب الأنظمة الاقتصادية العالمية؛ وعليه فقد شهد العالم في الآونة الأخيرة بنهاية سنة 2007 وبداية سنة 2008، أزمة مالية وُصفت أنها الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي، والتي كانت بدايتها في أكبر اقتصاد يقود العالم، ألا وهو الاقتصاد الأمريكي، نتيجة التوسّع الكبير في منح القروض العقارية للعائلات الأمريكية دون مراعاة الجدارة الائتمانية لها، تزامن ذلك مع كثرة المضاربات والاستعمال المفرط للمشتقات المالية عالية الخطورة، إضافةً إلى ذلك ضعف الرقابة والإشراف على هذه التعاملات، وغياب المبادئ والأخلاق في التعاملات الاقتصادية، في ظل العولمة المالية الداعية إلى تحرير وفتح الحدود أمام حركة رؤوس الأموال الدولية؛ الشيء الذي عَجّل بانفجار الأزمة وانتشار عدواها لتشمل كل الاقتصاديات العالمية. لقد كان من تداعيات الأزمة المالية انهيار العديد من المؤسسات

المالية، واضطرابات وخسائر بالأسواق المالية، وإفلاس العديد من الشركات، وتسريح العمالة، وانتشار البطالة؛ الأمر الذي أنبأ بركود اقتصادي جعل متخذ القرار على المستوى العالمي يسارعون إلى اتخاذ العديد من الإجراءات والخطط للتخفيف من حدة الأزمة وتجاوز تداعياتها.

ودول الخليج العربي كغيرها من دول العالم لم تكن بمنأى عن الأزمة المالية العالمية الراهنة؛ فقد شهدت هذه الأخيرة العديد من الاضطرابات والاختلالات على مستوى اقتصادياتها؛ باعتبارها دول نفطية تعتمد في إيراداتها على عائدات النفط، والذي عرفت أسعاره انخفاضات كبيرة بعد تراجع الطلب العالمي؛ مما انعكس سلباً على معدلات النمو بها. غير أن الخسائر الكبيرة التي مُنيت بها هذه الدول، كانت بأسواق أوراقها المالية، والتي عرفت تدهوراً حاداً، خاصة خلال النصف الثاني من سنة 2008؛ فبعد التحسُّن النسبي في أدائها خلال السنوات السابقة، عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط، وانخفضت أحجام التداول، وخسرت من إجمالي قيمها السوقية.

من أجل تجاوز تداعيات الأزمة المالية، اتخذت حكومات دول الخليج العربي العديد من التدابير لأجل إنقاذ اقتصادياتها، وقد تباينت الإجراءات المتخذة من دولة لأخرى، لكنها اشتملت جميعها على تخفيض أسعار الفائدة، وضخّ الأموال في البنوك، في حين اتخذت هيئات أسواق الأوراق المالية العديد من الإجراءات خطة منها لتعزيز الثقة في السوق، وتحقيق الاستقرار، وتخفيف حالة الذعر والفرع الذي أصاب المستثمرين الخليجيين جراء الأزمة المالية، وقد تضمّنت في مجملها قراراتٍ بضرورة الإفصاح الحقيقي عن كل المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاط الشركات، وكذا مراقبة كل العمليات التي تجري بالسوق، ومحاربة كل عمليات التدليس والمضاربات والبيوع غير المشروعة؛ لما لها من أثر على النشاط الحقيقي لأسواق الأوراق المالية.

2. اختبار الفرضيات

من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية التي نبحت عنها، قمنا في بداية الدراسة بصياغة عدد من الفرضيات، وفيما يلي سنقوم باختبار صحة هذه الفرضيات من عدمها، بناءً على النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة:

- الفرضية الأولى: تتمحور هذه الفرضية حول " سوق الأوراق المالية وسيلة لاستثمار الموارد المالية المتاحة، ورفع معدلات النمو الاقتصادي في ظل بيئة استثمارية مستقرة ": توصلنا من خلال نتائج الدراسة إلى صحة هذه الفرضية؛ كون أسواق الأوراق المالية أداةً لحشد المدخرات وتوجيهها لخدمة المشاريع الاقتصادية ورفع معدلات النمو، لكن في ظل التحديات والتغيرات الجديدة التي يشهدها العالم على مستوى العلاقات التجارية والمالية الدولية، وما صاحبه من تحرير لرؤوس الأموال،

أصبحت أسواق الأوراق المالية مركزاً للاضطرابات المالية والانهيئات، جراء انفصال الاقتصاد الحقيقي عن الاقتصاد المالي الوهمي.

- الفرضية الثانية: تتمحور حول " الأزمة المالية العالمية الراهنة هي أزمة مبادئ في النظام المالي القائم، من خلال التوسع في منح القروض العقارية وإضطرابات الأسواق المالية بفعل استخدام أدوات مالية عالية الخطورة ": من خلال نتائج الدراسة توصلنا إلى صحة الفرضية؛ حيث أن الأزمة المالية العالمية الراهنة تعود إلى أزمة الرهن العقاري الذي نتج عن التوسع في منح الائتمان للعائلات الأمريكية التي لا تتمتع بالجدارة الائتمانية، بالإضافة إلى استخدام أدوات مالية عالية الخطورة، وما نتج عنها من اضطرابات مالية بأسواق الأوراق المالية.
- الفرضية الثالثة: تتمحور حول " كان للأزمة المالية العالمية الراهنة أثر على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي من خلال الأداء الذي عرفته هذه الأخيرة، وحجم الخسائر التي تكبدتها": توصلنا من خلال دراسة حالة دول الخليج العربي، إلى صحة الفرضية؛ فقد كان للأزمة المالية العالمية الراهنة أثرٌ على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، وخاصة خلال النصف الثاني من سنة 2008، ودليل ذلك حجم الخسائر التي تعرّضت لها، وكذا موجة الذعر والهلع الذي أصاب المستثمرين الخليجيين جراء الخسائر التي مُنيت بها أغلب استثماراتهم، سواءً بالأسواق المحلية أو استثمارات الصناديق السيادية بالخارج.

3. نتائج الدراسة

- على ضوء الدراسة النظرية فيما يتعلّق بأثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، توصلنا إلى النتائج التالية:
- سوق الأوراق المالية أداة لتنمية المدخرات وتوجيهها لخدمة الاقتصاد، في ظل وجود بيئة استثمارية مستقرة، وظروف اقتصادية محلية وعالمية تمتاز بالاستقرار والعدالة.
 - تقوم سوق الأوراق المالية بأداء وظائف اقتصادية ضرورية، ولها آثارٌ إيجابية مهمة يمكن تعظيمها والاستفادة منها.
 - رغم التطورات التي عرفتها أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، وتفاوت التجارب الخاصة بها، إلا أنها لا تزال تفتقر إلى عراقة التقاليد الاستثمارية الرشيدة.
 - تمتاز أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي بضيق نطاقها، واستحواد المؤسسات المالية والبنوك على أغلب الإصدارات من الأوراق المالية، بالإضافة إلى العقبات الأخرى.

- تُعتبر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أزمة مالية ضربت الاقتصاد الحقيقي نتيجة التوسُّع الكبير في منح القروض العقارية رديئة الجودة، لتنتقل عداها إلى الأسواق المالية بعد عمليات التوريق للقروض العقارية المُتعثرة.
- يختلف تأثير الأزمات المالية على أسواق الأوراق المالية من دولةٍ لأخرى، حسب درجة الارتباط، وقوة الاقتصاد للتصدِّي للأزمات؛ فالأسواق المالية التي تمتاز بقلَّة خبرة المستثمرين، وضعف القوانين والأنظمة المُتعلِّقة بالسوق، هي أكثر عرضةً لتداعيات الأزمات.
- كان وقوع الأزمات الاقتصادية على الصعيدين العالمي والعربي بسبب فرض العولمة الاقتصادية على الاقتصاد العالمي؛ فانعدمت القيود على حركة رؤوس الأموال، وحدثت المضاربات المالية، وانتقل الاقتصاد من الاقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد الفقاعة.
- أثرت الأزمة المالية على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، جراء الخسائر والتداعيات التي عرفتها هذه الأخيرة.

4. اقتراحات الدراسة

- من خلال النتائج المتوصَّل إليها في هذه الدراسة، فإننا نُقدِّم الاقتراحات التالية:
- العمل على تحديث بورصات الأوراق المالية الخليجية وتطويرها من الناحيتين الفنية والتنظيمية، بما يساعد على زيادة حجمها وقدرتها الاستيعابية، وتعزيز دورها في اجتذاب رؤوس الأموال، وإعادة تدويرها لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية؛ وهذا يتطلَّب استكمال الأطر التشريعية والمؤسسية، والتوسُّع في توفير المؤسسات المالية المُتخصِّصة لتسهيل عمليات التداول، كالبانوك الاستثمارية، وشركات المقاصة، والحفظ المركزي، وصانعي السوق، وبيوت الوساطة..
- العمل على تحديث قوانين الشركات، ووضع حوافز لإنشاء شركات مساهمة، وتسهيل عمليات تحويل الشركات المغلقة إلى شركات مساهمة يتمُّ إدراج وتداول أسهمها من خلال البورصة.
- تتطلَّب مواجهة تحديات العولمة المالية وضع ضوابط على التدفُّقات الرأسمالية تتوافق مع آليات السوق، وضوابط تحكُّمية تفرضها المصلحة العامة حتى لا تتحوَّل البورصة لدى تحرير التعاملات فيها إلى مسرح للمضاربات، وتبتعد عن الدور المنشود لها كآلية لتمويل الاستثمارات الجديدة أو التوسُّعات في المشاريع القائمة.
- وقف التعامل بنظام المشتقات المالية؛ نظراً لارتفاع درجة المخاطرة فيها؛ حيث كانت من أقوى العوامل التي تسبَّبت في الأزمة المالية.

5. آفاق الدراسة

كون دراستنا لم تلم في أيّ حالٍ من الأحوال بكل جوانب الموضوع، فإننا نترك المجال لبحوث ودراسات مستقبلية من أجل البحث في موضوع الأزمة المالية وتأثيراتها على دول الخليج، والتي يمكن أن تكون كالآتي:

- آليات تطوير أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي للحدّ من تداعيات الأزمات المالية.
- واقع أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي في ظل العولمة المالية.

في الأخير نأمل أن تكون هذه الدراسة بلغت المبتغى المنشود منها، وأنها قد ساهمت في توضيح أثر الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق الأوراق المالية لدول الخليج العربي، وكذا التعريف بالأزمة المالية وقنوات انتقالها إلى أسواق الأوراق المالية، بما يسمح بإقحام أبعادٍ أخرى لهذا الموضوع والتفصيل فيها.

قائمة المراجع

- 1 . مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، الرياض، كنوز اشبيليا، 2004.
- 2 . سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مصر، مكتبة عين شمس، 1998.
- 3 . حسين عمر، الموسوعة الاقتصادية، ط4، القاهرة، دار الفكر العربي، 1992.
- 4 . محمد عبد المنعم الجمال، موسوعة الاقتصاد الإسلامي، مصر، دار الكتاب المصري، 1982.
- 5 . محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق – أحوالها- مستقبلها، الإسكندرية، دار الوفاء، 2000.
- 6 . محمد البناء، أسواق النقد والمال، القاهرة، زهراء الشرق، 1996.
- 7 . ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها: الأسهم والسندات، الجزائر، مؤسسة شباب الجامعة، 2003.
- 8 . محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، مصر، الشركة العربية للنشر والتوزيع، 2000.
- 9 . عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، مصر، دار النهضة العربية، 1996.
- 10 . عاشور عبد الجواد عبد الحميد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، القاهرة، دار النهضة العربية، 1990.
- 11 . عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق رأس المال، الإسكندرية، دار الجامعية الجديدة، 2003.
- 12 . حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مصر، عين شمس، ط1، 1994.
- 13 . سمير عبد الحميد رضوان، أسواق رأس المال، ط1، القاهرة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1996.
- 14 . محمد أيمن عزت الدين، الإدارة التمويلية في الشركات، ط3، الرياض، مكتبة العبكان، 1999.
- 15 . محمود صبح، الابتكارات المالية، ط1، مصر، الدار الجامعية، 1998.
- 16 . أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والأسواق المالية، مصر، مكتبة الشعاع، 2001.
- 17 . منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006.

18. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الأردن، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، 2002.
19. منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مصر، مكتبة الإشعاع، 1997.
20. رسمية قرياقص، أسواق المال، مصر، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، 1999.
21. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2006.
22. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، ط2، عمان، مؤسسة الوراق، 1999.
23. عبد الغفار حنفي، البورصات، مصر، المكتب العربي الحديث، 2001.
24. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 1999.
25. مقبل جميعي، الأسواق والبورصات، الإسكندرية، مدينة النشر والطباعة، 1993.
26. مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، ط2، مصر، مطبعة كرستاتوماش، 1967.
27. شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ط1، لبنان، دار الفكر، 2002.
28. عزيز العكيلي، القانون التجاري، عمان، مكتبة دار الثقافة، 1997.
29. مصطفى كمال طه، القانون التجاري، مصر، دار الجامعة الجديدة، 1990.
30. محمد ناظم نور الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، عمان، دار وائل، 1999.
31. حسني علي حريوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، عمان، الشركة الدولية، 1995.
32. مصطفى كمال طه، القانون التجاري، مصر، دار الجامعة الجديدة، 1990.
33. مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، ط2، مصر، مطبعة كرستاتوماش، 1967.
34. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مصر، كليوباترا للطباعة والنشر، 1998.
35. إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، أبو ظبي، الدار الجديدة، 2005.

37. G. DEFOSSE et P. Balley, La bourse des valeurs, que sais-je, Edition Bouchène, Alger, 16^{ème} édition 1993.

38. أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مصر، الدار الجامعية، 2003.
39. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، الإسكندرية، دار المعارف، 1997.
40. محمد محمود حبش، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، الأردن، مؤسسة الوراق، ط1، 1998.
41. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، ط1، السعودية، دار الرشيد، 1982.
42. بلعزوز بن علي، دليلك في الاقتصاد، الجزائر، دار الخلدونية، 2008.
43. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2006.
44. طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مصر، الدار الجامعية، 2007.
45. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002.
46. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 2002.
47. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان، دار الميسرة، 1999.
48. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
49. ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، عمان، دار الميسرة للنشر والتوزيع، 2004.
50. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، عمان، مؤسسة الوراق، 2001.
51. النجار عنايات، التعامل في البورصة علم وفن، مداخلة في ملتقى : تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005.
52. محمد صلاح سالم، إدارة الأزمات والكوارث: بين المفهوم النظري والتطبيق العلمي، ط1، مصر، دار زمزم، 2005.
53. السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، ط3، القاهرة، مركز القرار للاستشارات، 2004.
54. زيد منير عبودي، إدارة الأزمات، ط1، عمان، دار كنوز المعارف، 2006.

55. علي عجوة و فريد كريمان، إدارة العلاقات العامة بين الإدارة الإستراتيجية وإدارة الأزمات، ط1، القاهرة، عالم الكتب، 2005.
56. محسن أحمد الخضيرى، إدارة الأزمات، ط1، القاهرة، مجموعة النيل العربية، 2003.
57. عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية، مصر، دار المعارف، 1998.
58. ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور والتداعيات، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي " الأزمة المالية والاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية"، جامعة سطيف، الجزائر، 21/20 أكتوبر 2009، متاح على: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/12/164-merabet-saad.pdf> تاريخ الاطلاع: 2009/12/24.
59. عبد الحافظ السيد البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات الماليّة نظرة معاصرة، القاهرة: دار الفكر العربي للنشر، 1999.
60. الحسني عرفات تقي، التمويل الدولي، عمان: دار محلاوي للنشر، 1999.
61. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة الماليّة وإمكانيات التحكم – عدوى الأزمات الماليّة، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2005.
62. السيد عليوة، إدارة الوقت والأزمات والادارة بالأزمات، مصر، دار الأمين، 2003.
63. ماجد سلام الهدمي و محمد جاسم، مبادئ إدارة الأزمات: الإستراتيجية والحلول، الإسكندرية: دار وائل للنشر والتوزيع، 2001.
64. حسن البزاز، إدارة الأزمة: بين نقطتي الغليان والتحول، بيروت: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، 2001.
65. جميلة الجوزي، أسباب الأزمة الماليّة وجذورها، الجزائر، جامعة الجزائر، متاح على: www.isegs.com، تاريخ الاطلاع: (2009/12/01).
66. عبد الله شحاتة، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، [على الخط]، مصر، 2008، متاح على: <http://www.slideshare.net/guest4464e0/ss-3310041>، تاريخ الاطلاع: (2009/12/02).
67. كريستيان ملدر، عين العاصفة: يدفع الطابع الجديد للأزمات إلى الإسراع بإعادة التفكير في إجراءات الوقاية و تدابير الحل، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 39، العدد 4، ديسمبر 2002، ص: 6.
68. أحمد ماهر، إدارة الأزمات، مصر، الإبراهيمية: الدار الجامعية، 2006.

69. ناجي التونسي، الأزمات الماليّة، [على الخط]، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، ماي 2004، العدد 29، متاح على: http://www.arab-api.org/devbrdg/delivery/develop_bridge29.pdf > تاريخ الاطلاع: (2009/12/25).
70. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق الماليّة: الأهمية والأهداف، والسبل، ومقومات النجاح، ط1، القاهرة: عالم الكتب، 2003.
- 71- Robert BOYER et Mario DEHOV, Les crises financières, Edition La Documentation française, Paris, 2004.
72. رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق الماليّة، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 2، مؤسسة ابن خلدون للدراسات الإنسانية، الجزائر، 2000.
73. فريد النجار، البورصات والهندسة الماليّة، الإسكندرية، مؤسسة شباب الجامعة، 1999.
74. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق الماليّة العربيّة وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.
75. مروان عطوان، الأسواق النقديّة والماليّة، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ج2، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعيّة، 2000.
76. عبد المعطي أرشيد وآخرون، الأوراق الماليّة، مفاهيم وتطبيقات، الأردن: دار الزهران للنشر والتوزيع، 1998.
77. دانييل أنولد، تحليل الأزمات الاقتصاديّة للأمس واليوم، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، ط1، بيروت: المؤسسة الجامعيّة للدراسات والنشر والتوزيع، 1992.
78. عبد الحي زلوم، نذر العولمة، ط1، عمان: دار الفارس للنشر والتوزيع، 1999.
79. عاطف وليم أندروس، أسواق الأوراق الماليّة بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطويرها، الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2007.
80. عاطف وليم أندراوس، السياسة الماليّة وأسواق الأوراق الماليّة خلال التحول لاقتصاد السوق، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2005.
81. زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصاديّة لأسواق الأوراق الماليّة من منظور الاقتصاد الإسلامي، ط1، الأردن: دار النفائس، 2009.
82. زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصاديّة لأسواق الأوراق الماليّة، ط1، عمان: دار النفائس، 2008.

83. محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة الماليّة العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة الماليّة وكيفية علاجها من منظور النّظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: <<http://al-azmah.com/ar/?p=792>>، تاريخ الاطلاع: (2009/11/25).
84. عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية أزمة Sub-prime، الجزائر، دار النشر والتوزيع ليجوند، 2009.
85. صلاح الدين حسني، الأزمات المالية والاقتصادية العالمية، ط1، القاهرة، مطبعة أبناء وهبة، 2009.
86. سلام عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية، أبوظبي: 2002.
87. عبد الله شحاتة، الأزمة الماليّة المفهوم والأسباب، [على الخط]، مصر: 2008، متاح على: <<http://www.slideshare.net/guest4464e0/ss-3310041>>، تاريخ الاطلاع: (2009/12/01).
88. محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة الماليّة العالمية، [على الخط]، مداخلة مقدمة في ندوة "الأزمة الماليّة العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية"، جامعة الأزهر، مصر، 11 أكتوبر 2008، متاح على: <<http://www.ikhwanonline.com/Article.asp?ArtID=41271&SecID=344>>، تاريخ الاطلاع: (2010/01/11).
89. إبراهيم بن حبيب الكروان السعدي، قراءة في الأزمة المالية المعاصرة، الأردن، دار جرير، 2009.
90. وائل إبراهيم الراشد، رؤية تحليلية لانعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون – واقع دولة الكويت، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النّظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: <www.iseqs.com>، تاريخ الاطلاع: (2010/024/07).
91. محمد خليل فياض، الأزمة المالية العالمية وأثرها على أسعار النفط الخام، [على الخط]، مداخلة مقدمة في ندوة "الأزمة المالية العالمية وسوق الطاقة" بطرابلس، ليبيا، 20/01/2009، متاح على: <www.energypricing2009.com/5.doc>، تاريخ الاطلاع: 2009/12/24.
92. عبد السلام عقون، الأزمة المالية العالمية -2008- وآليات إدارتها، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والتسيير، جامعة المدية، 2008/2009.

- 93 . محمود شاهين، أزمة أسواق المال العالمية، عندما تعطس أمريكا يصاب العالم بالزكام، مجلة عالم الاقتصاد، [على الخط]، 2008/10/01، العدد 201، متاح على: www.ecoworld-mag.com <، تاريخ الاطلاع: (2010/01/12).
- 94 . بلقاسم زايري، الأزمة المالية العالمية: أسبابه، أبعادها وخصائصها، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة الماليّة العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: www.isegs.com <، تاريخ الاطلاع: (2010/024/07).
- 95 . يوسف عاشور، الأزمة الماليّة العالمية أسباب ومسببات، [على الخط]، مداخلة مقدمة في اليوم الدراسي "الأزمة الماليّة العالمية وأثرها على الاقتصاد الفلسطيني"، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008/11/5، متاح على: www.isegs.com <، تاريخ الاطلاع: 2010/02/04.
- 96 . مؤتمر العمل العربي، الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها على أسواق العمل العربية، الدورة السادسة والثلاثون، [على الخط]، الأردن، عمان، متاح على: <http://www.alolabor.org/nArabLabor/images/stories/Tanmeya/dwrat/yaman27291106/intrnational%20shanges.doc> <، تاريخ الاطلاع: 2009/11/24.
- 97 . أحمين شفير، أزمة مالية أم أزمة العولمة الليبرالية الجديدة؟، [على الخط]، مداخلة مقدمة في اليوم البرلماني حول: الأزمة العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد الوطني، الجزائر، 2009/06/30، متاح على: www.apndz.org/apn/arabic/journees_parlementaires/journee_30_06_09/intervention%20Ahmed%20Chafir >، تاريخ الاطلاع: 2009/11/22.
- 98 . SALAH MOUHOUBI, LE MONDE EN CRISE, ALGER, OFFICE DES PUBLICATIONS UNIVERSITAIRES, 2009.
- 99 . زكرياء بله باسي، الأزمة المالية العالمية: الجذور والاسباب والعوامل المحفزة، والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة الماليّة العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: www.isegs.com >، تاريخ الاطلاع: (2010/02/07).

100. جميلة الجوزي، أسباب الأزمة الماليّة وجذورها، [على الخط]، الجزائر: جامعة الجزائر، متاح على: <www.isegs.com>، تاريخ الاطلاع: (2009/10/25).
101. عبد الإله منصور وغالم جلطي، أخلقة الفكر الاقتصادي كآلية لتجسيد الحوكمة المالية، [على الخط]، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 21/20 أكتوبر 2009، متاح على: iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/.../134-benmansour+ghanem.pdf < تاريخ الاطلاع: 2010/01/13.
102. عماد إبراهيم أبو شعبان، الأزمة المالية العالمية: مدخل لدراسة الأسباب، [على الخط]، غزة: جامعة الأزهر، 19 نوفمبر 2008، متاح على: <<http://isegs.com/forum/showthread.php?p=10779>>، تاريخ الاطلاع: (2010/01/05).
103. مجلس الغرف السعودي، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، [على الخط]، السعودية: إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، 10 أكتوبر 2008، متاح على: <www.saudichambers.org.sa/Images/financial_crisis2.pdf>، تاريخ الاطلاع: (2010/02/11).
104. هتشان سفيان صلواتشي، عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الراهنة وعوقبها على بعض الاقتصاديات، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، الجزائر، العدد 07.
105. ناصر مثنى عبد الإله، تقييم السياسات الاقتصادية المتبعة في الدول العربية النفطية قبل الأزمة الماليّة وخلالها، [على الخط]، ليبيا: 2008، متاح على: <www.isegs.com>، تاريخ الاطلاع: 2010/01/14.
106. صندوق النقد الدولي، الضغط المالي والهبوط الاقتصادي والتعافي، [على الخط]، تقرير حول آفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2008، تحديث جانفي 2009، متاح على: <<http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/suma.pdf>> تاريخ الاطلاع: (2009/11/23).
107. فهد محسن البصري: مدقق الحسابات ... والأزمة الاقتصادية العالمية، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة الماليّة العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: <www.isegs.com>، تاريخ الاطلاع: (2010/02/07).

108. حسين بورغدة، الأزمة المالية الأسباب، الآثار والحلول المقترحة لمعالجتها، [على الخط]، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي " الأزمة المالية الدولية والحكومة العالمية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 21/20 أكتوبر 2009، متاح على: <http://www.world-acc.net/vb/t920-new-post.html>، تاريخ الاطلاع: (2010/02/07).
109. سامر مظهر قنطجبي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات لمالية العالمية، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر "الأزمة الماليّة العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: www.iseqs.com، تاريخ الاطلاع: (2009/04/17).
110. يوسف الشروف، خطة التحفيز الأمريكية، مجلة الاقتصاد والأعمال، [على الخط]، الدوحة: فيفري 2009، متاح على: www.aljazeera.net/NR/exeres، تاريخ الاطلاع: 2010/01/01.
- 111- kimmo sasi, les conséquences de la crise financière mondiale, [en ligne], Finlande, 27/01/2009, disponible sur: <http://assembly.coe.int/Documents/WorkingDocs/Doc09/FDOC11807.pdf>, visité le: 04/02/2009.
112. عبد السلام أبو زيد احمد، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها، [على الخط]، مصر، سبها، 2008، متاح على: www.greenbookstudies.com/ar/lectures/s-30-10-2008.doc، تاريخ الاطلاع: 2009/12/02.
113. Blake Marshall, policy matters: Russian government altres anti- , Russian Federation: 22/ 04/ 2009, available at: <]on line[crisis plan, <http://crisiscrunch.pbndc.com/?p=213>> , visit: 25/05/2009.
114. Yao, China's 4 trillion Yuan stimulus to boost economy, domestic demand , [on line],China: 09/11/2008, available at: < http://www.gov.cn/english/2008-11/09/content_1143763.htm >, visit: (12/ 02/ 2010).
115. الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها، [على الخط]، مداخلة مقدمة في المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، يوم 13-14 مارس 2009، متاح على: www.iseqs.com، تاريخ الاطلاع: 2010/03/25.

116. فليح حسن خلف، اقتصاديات الوطن العربي، دار الكتب الوطنية، ليبيا، ط1، 2000.
117. سوق البحرين للأوراق المالية، اللوائح والقوانين: مرسوم قانون رقم (4) لسنة 1987، الخاص بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية: الفصل الثاني، إدارة السوق المادة (5)، [على الخط]، البحرين، 2010، [متاح على]: <www.bahrainstock.com/>، تاريخ الاطلاع: 2010/03/03.
118. مفتاح صالح، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة واقع سوق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07 / 2009-2010، الجزائر.
119. سوق السعودية للأوراق المالية، مجلس الإدارة، [على الخط]، السعودية، 2010، [متاح على]: <www.tadawul.com.sa/>، تاريخ الاطلاع: 2010/03/25.
120. سوق الكويت للأوراق المالية، نبذة تاريخية لسوق الكويت للأوراق المالية، [على الخط]، الكويت، 2010، [متاح على]: <www.kse.com.kw/>، تاريخ الاطلاع: 2010/03/25.
121. سوق قطر للأوراق المالية، بورصة قطر: نبذة تاريخية مختصرة عن تطور العمل في بورصة قطر (سوق الدوحة للأوراق المالية سابقا)، [على الخط]، قطر، 2010، [متاح على]: <www.dsm.com.qa/>، تاريخ الاطلاع: 2010/04/20.
122. سوق أبوظبي للأوراق المالية، نبذة عن سوق أبوظبي للأوراق المالية، [على الخط]، الإمارات، 2010، [متاح على]: <www.adx.ae>، تاريخ الإطلاع: 2010/05/01.
123. سوق دبي للأوراق المالية: نبذة عن السوق ، [على الخط]، الإمارات، 2010، [متاح على]: <www3.dfm.ae>، تاريخ الاطلاع: 2010/05/01.
124. مفتاح صالح، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة واقع سوق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07 / 2009-2010، الجزائر.
125. سوق مسقط للأوراق المالية، مجلس الإدارة، [على الخط]، عمان، 2010، [متاح على]: <www.msm.gov.om/>، تاريخ الاطلاع: 2010/04/24.
- 125- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، ط1، الإمارات العربية المتحدة، دار الوسام للنشر والتوزيع، 1997.
- 126- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة الواقع والمستقبل في الأفق الثالثة، ط1، مجموعة النيل العربية، 2003.
127. تقرير صندوق النقد العربي لعام 2006.
128. تقرير صندوق النقد العربي لعام 2007.

129. مثنى عبد الإله ناصر، تقييم السياسات الاقتصادية المتبعة في الدول العربية النفطية (قبل الأزمة المالية العالمية وخلالها)، [على الخط]، مصر، 2009، متاح على: <www.isegs.com>، تاريخ الإطلاع: (2010/03/05).

130. تقرير صندوق النقد العربي لعام 2008.

131. عماد موسى، أثر الأزمة المالية على الدول العربية: قناة أسواق رأس المال، [على الخط]، مداخلة في المؤتمر الدولي حول " القطاع الخاص في التنمية: تقييم واستشراف"، بيروت، الجمهورية اللبنانية، 23-25 مارس 2009، متاح على: <www.isegs.com>، تاريخ الإطلاع: (2010/03/05).

132. حسين شحاتة، كيف النجاة من أثر الأزمة المالية الرأسمالية على أسواق المال العربي، [على الخط]، سلسلة بحوث في الفكر الاقتصادي الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 2008، متاح على: <<http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=13669>>، تاريخ الإطلاع: 2010/02/05.

133. ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها على الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة، [على الخط]، مصر، 2009، متاح على: <<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/12/164-merabet-saad.pdf>>، تاريخ الإطلاع: 2010/05/18.

134. محمود عبد الحفيظ المغبوب، آليات الحد من التداعيات السلبية للأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الليبي، [على الخط]، مداخلة في مؤتمر: الأزمة المالية العالمية وسوق الطاقة، طرابلس، 2009/01/20، متاح على: <<http://www.energypricing2009.com/1.doc>>، تاريخ الإطلاع: 2010/03/19.

135. فريد كورتل، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، [على الخط]، مداخلة في المؤتمر " الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13-14 مارس 2009، متاح على: <<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/kourtel.pdf>>، تاريخ الإطلاع: 2010/04/15.

136. مهدي ربيع، الصناديق السيادية الخليجية خسرت 27 % من أصولها بسبب الأزمة، [على الخط]، السعودية، 2009، متاح على:

<http://www.aleqt.com/2009/02/14/article_195823.html> تاريخ الاطلاع:
2010/03/23.

137. علي حسين باكير، انعكاسات الأزمة المالية على القطاعات الخليجية، [على الخط]، الإدارة العامة للدراسات والتحليل والإحصاء، قطر، 2009/09/07، متاح على:
<<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/B68A4FCE-4283-4B70-847B-C8104E331907.htm>> تاريخ الاطلاع: 2010/03/15.

138- النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي، الربع (1، 2، 3، 4) لسنة 2008، العدد (53، 54، 55، 56).

139. صالح العلي، أثر الأزمة المالية العالمية في الفقر والبطالة ووسائل معالجتها في الاقتصاد الإسلامي، [على الخط]، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الذي تقيمه وزارة الأوقاف في الجمهورية العربية السورية بالتعاون مع السفارة البريطانية بعنوان "رسالة السلام في الإسلام"، وذلك في قصر المؤتمرات بدمشق خلال الفترة 1 - 2 / 2009/6، متاح على:
<<http://www.syrianawkkaf.org/articles/File/alislam/3-2.doc>> تاريخ الإطلاع:
2010/03/15.

140. سميح مسعود، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، [على الخط]، الكويت، 2008، متاح على: <<http://hamama.ca/vb1/archive/index.php?t-15029.htm>>
< تاريخ الإطلاع: 2010/03/15.

141. رمضان الشراح، الأزمات المالية العالمية أسبابها - آثارها - انعكاساتها على الاستثمار بدولة الكويت، الكويت، اتحاد الشركات الاستثمارية، 2009.

142. سمير مقدسي، أثر الأزمة المالية على الدول العربية: قناة النمو الاقتصادي، [على الخط]، مداخلة مقدمة في المؤتمر الدولي حول " القطاع الخاص ودوره في التنمية: تقييم واستشراف"، الجامعة الأمريكية ببيروت، الجمهورية اللبنانية، 25/23 مارس 2009، متاح على:
<<http://www.sanabil.org/articles/index.php?news=304&print>>، تاريخ الإطلاع: 2010/04/20.

143- Setser & Ziemba، Center for Geo-economics Studies، saoudi arabi ،
2009 ،disponible sur :
<http://www.gulfinthedia.com/files/gim_editorial/2700.pdf?PHPSESSID=062>، visite le : 26/05/2010.

144- محمد زيدان، دور البنوك المركزية في معالجة الأزمة المالية الراهنة مع إشارة خاصة لدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، [على الخط]، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي الرابع حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فندق الأوراسي، يوم 08/09/2009 ديسمبر 2009، متاح على:

[http://www.veecos.net/portal/index.php?option=com_content&view=arti](http://www.veecos.net/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=2603:2009-12-13-09-56-09&catid=28:activiteis-cle)
[09-56-09&catid=28:activiteis-](http://www.veecos.net/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=2603:2009-12-13-09-56-09&catid=28:activiteis-cle)
[cle&id=2603:2009-12-13-](http://www.veecos.net/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=2603:2009-12-13-09-56-09&catid=28:activiteis-cle)
[news&Itemid=15](http://www.veecos.net/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=2603:2009-12-13-09-56-09&catid=28:activiteis-cle) <، تاريخ الاطلاع: 2010/04/16.

145. عبد الناصر نور، العلاقة المتبادلة بين القيمة العادلة والأزمة المالية العالمية، [على الخط]، المؤتمر العلمي الثالث " الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول " التحديات والآفاق المستقبلية" ، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء، الأردن 28-29/4/2009، متاح على: <http://www.shatharat.net/vb/showthread.php?t=15960> <، تاريخ الاطلاع: 2010/03/25.

146. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، ط1، مصر، عالم الكتاب، 2003.

