

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد دولي

تدويل الخطر المالي وأثره على أسواق رأس المال في الدول العربية

دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي

إشراف الأستاذ:

أ.د. لحيلح الطيب

من إعداد الطالبة:


لوصيف كميلية

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر "أ"	د/ عيشوش رياض
مشرفا	جامعة أم البواقي	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ لحيلح الطيب
مناقشا	جامعة قسنطينة 2	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ سحنون محمود
مناقشا	جامعة المسيلة	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ خبابة عبد الله
مناقشا	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر "أ"	د/ خالد فراح
مناقشا	جامعة قالمة	أستاذ محاضر "أ"	د/ بشيشي وليد

السنة الجامعية: 2018-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



إهداء

أهدي هذا العمل إلى والدي الكريمين، اللذين لولاهما لما وصلت إلى ما أنا عليه الآن، حفظهما الله وأطال في عمرهما.

إلى إخوتي الأعزاء: محمد، لطفي، أمير.

إلى زوجي الذي كان سندا لي دائما، إلى أبنائي وقرة عيني: دعاء، شيما، معاذ.

إلى كل زملائي وزميلاتي الأساتذة بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة أم البواقي.

إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، ولو بسؤال عن مصير هذا البحث.



أول الشكر إلى الله الواحد، صاحب الفضل والإكرام، أكرمنا بنعمة الإسلام، ويسر لنا سبيل العلم، فله الشكر حتى يرضى، وله الشكر بعد الرضى، والصلاة والسلام على المصطفى صلى الله عليه وسلم، ثم كامل الشكر والتقدير للأستاذ المشرف: **لحليح الطيب**، لقبوله الإشراف على هذا العمل، وكذا على توجيهاته ونصائحه القيّمة وملاحظاته التي كان لها الفضل الكبير في إتمام وإخراج هذا البحث، فكان كريماً معنا، فلك أستاذي الكريم كل الشكر والإمتنان والتقدير وجزاك الله ألف خير.

وفي الأخير أشكر كل الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول المشاركة في مناقشة هذا البحث، وتخصيصهم جزء من وقتهم الثمين لمناقشة هذا البحث وإثرائه بملاحظاتهم القيّمة.

فهرس المحتويات

الصفحة	محتويات البحث
أ	المقدمة
1	الفصل الأول: المخاطر وإدارتها
2	تمهيد
3	المبحث الأول: عموميات حول المخاطر
3	المطلب الأول: ماهية المخاطر
4	المطلب الثاني: أنواع المخاطر
12	المطلب الثالث: أسباب المخاطر
14	المبحث الثاني: الخطر المالي
14	المطلب الأول: تعريف الخطر المالي ومسبباته
17	المطلب الثاني: أنواع الخطر المالي
20	المطلب الثالث: الأدوات الإحصائية المستخدمة لقياس المخاطر المالية
30	المبحث الثالث: إدارة المخاطر
30	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول إدارة المخاطر
32	المطلب الثاني: الخطوات والطرق المتبعة لإدارة المخاطر
34	المطلب الثالث: استراتيجيات إدارة المخاطر
38	المبحث الرابع: المشتقات المالية كأداة للتحوط والتغطية من المخاطر المالية
38	المطلب الأول: المشتقات المالية
41	المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية
55	المطلب الثالث: التوريق كآلية للتحوط
60	خلاصة الفصل
61	الفصل الثاني: واقع أسواق رأس المال في الدول العربية
62	تمهيد
63	المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال
63	المطلب الأول: تعريف ونشأة وأهمية سوق رأس المال

65	المطلب الثاني: أنواع سوق رأس المال
68	المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال
76	المطلب الرابع: أوامر السوق والعوامل التي تساعد على استقرار سوق رأس المال
79	المبحث الثاني: كفاءة سوق رأس المال
79	المطلب الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال وأنواعها
81	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال والشروط الأساسية لها
83	المطلب الثالث: صيغ كفاءة سوق رأس المال
85	المبحث الثالث: المؤشرات الرئيسية لأسواق رأس المال وطرائق حسابها
85	المطلب الأول: تعريف مؤشر سوق رأس المال واستخداماته
86	المطلب الثاني: كيفية بناء مؤشر سوق رأس المال
89	المطلب الثالث: مؤشرات قياس فعالية سوق رأس المال
94	المبحث الرابع: أسواق رأس المال العربية، النشأة والتشريعات وآليات العمل
94	المطلب الأول: نشأة وتطور أسواق رأس المال العربية
95	المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق رأس المال العربية
107	المطلب الثالث: أسباب انتشار أسواق رأس المال في الدول العربية والسمات المشتركة بينها
113	خلاصة الفصل
114	الفصل الثالث: دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي
115	تمهيد
116	المبحث الأول: العولمة الاقتصادية
116	المطلب الأول: ماهية العولمة الاقتصادية
118	المطلب الثاني: أهداف العولمة الاقتصادية
120	المطلب الثالث: مظاهر العولمة الاقتصادية
123	المبحث الثاني: عولمة أسواق رأس المال
123	المطلب الأول: أساسيات العولمة المالية
131	المطلب الثاني: التحرير المالي وعوامل اندماج أسواق رأس المال

138	المطلب الثالث: تدفقات رأس المال
142	المطلب الرابع: تحرير تجارة الخدمات في إطار المنظمة العالمية للتجارة
145	المبحث الثالث: تدويل الخطر المالي
145	المطلب الأول: مفهوم تدويل الخطر المالي وأسبابه
148	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لتدويل الخطر المالي
150	المطلب الثالث: قنوات تدويل الخطر المالي
153	المطلب الرابع: التدفقات النقدية كآلية لتدويل الخطر المالي
156	المبحث الرابع: الأزمات المالية وطابعها الدولي
156	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية، مراحلها وأسبابها
159	المطلب الثاني: خصائص وأنواع الأزمات المالية وآلية انتقالها إلى القطاع الحقيقي
165	المطلب الثالث: تحليل أزمتي 1997، 2008 وأثارهما على أسواق رأس المال
177	خلاصة الفصل
178	الفصل الرابع: دراسة تحليلية وقياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي
179	تمهيد
180	المبحث الأول: الروابط التجارية والمالية وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي
180	المطلب الأول: تطور حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي
186	المطلب الثاني: التجارة الخارجية في دول مجلس التعاون الخليجي
193	المطلب الثالث: تطور مؤشرات أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي
203	المبحث الثاني: منهجية السلاسل الزمنية المقطعية
203	المطلب الأول: تعريف وأهمية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية
204	المطلب الثاني: النماذج الأساسية لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية

207	المطلب الثالث: أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية
210	المبحث الثالث: التقدير القياسي لمعرفة تأثير تدويل الخطر المالي على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي
210	المطلب الأول: منهجية الدراسة
215	المطلب الثاني: خطوات تقدير نموذج الدراسة
219	المطلب الثالث: أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية
225	المطلب الرابع: دراسة صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية والقياسية
228	المطلب الخامس: عرض ومناقشة النتائج
233	خلاصة الفصل
234	الخاتمة
239	قائمة المراجع
260	الملاحق
269	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
6	الفرق بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية	1
8	أسباب المخاطر التشغيلية	2
16	مصادر عدم الاستقرار المالي	3
36	ملخص مواقف التحوط	4
40	الفروقات بين التعامل بالمشتقات في الأسواق المنظمة وغير المنظمة	5
43	مزيا وعيوب العقود الآجلة	6
54	تأثير أسعار الفائدة على أطراف العقد	7
75	خصائص الأنواع المختلفة للأوراق المالية	8
84	خصائص مستويات كفاءة سوق رأس المال	9
134	تاريخ بدء عمليات التحرير المالي في بعض الدول	10
148	أسباب تدويل الخطر المالي	11
181	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2005-2009	12
185	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2005-2009	13
187	الصادرات الإجمالية لدول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2005-2009	14
189	الناتج الداخلي الخام لدول مجلس التعاون الخليجي في الفترة 2005-2009	15
191	الواردات الإجمالية لدول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2005-2009	16
194	حجم التداول في دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2005-2009	17
195	مؤشرات أسواق رأس المال الخليجية للفترة 2007-2009	18

196	تراجع معدلات نمو حجم السيولة المحلية في دول مجلس التعاون الخليجي بين سنتي 2007-2008	19
197	القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2005-2009	20
200	عدد الشركات المدرجة في دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2005-2009	21
215	متغيرات الدراسة	22
216	نتائج تقدير النموذج التجميعي	23
217	نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة	24
218	نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية العشوائية	25
219	ملخص نماذج الدراسة	26
220	نتائج اختبار Redundant Fixed Effects Tests	27
220	نتائج اختبار Breusch-Pagan	28
224	نتائج اختبار Hsiao	29
225	نتائج اختبار Hausman	30
226	نتائج اختبار نموذج الآثار الفردية الثابتة	31
227	نتائج اختبار LM	32
229	الآثار الفردية لدول العينة	33

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
12	تقسيمات المخاطر	1
33	مراحل عملية إدارة المخاطر	2
46	آلية التداول في العقود المستقبلية	3
52	أنواع الخيارات	4
57	الخطوات العملية للتوريق	5
68	تقسيمات سوق رأس المال	6
119	جوانب وأبعاد ظاهرة العولمة	7
154	أثر تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل	8
157	مراحل تطور الأزمات المالية	9
163	آلية حدوث أزمة العملة	10
188	معدل التغير في قيمة الصادرات الإجمالية لسنة 2009	11
189	انخفاض الناتج الداخلي الخام لدول مجلس التعاون الخليجي	12
192	بين سنتي 2008 و 2009	13
	معدل التغير في قيمة الواردات الإجمالية لسنة 2009	
198	القيمة السوقية لدول مجلس التعاون الخليجي عامي 2006 و	14
199	2007	15
	الخسائر في القيمة السوقية لأسواق دول مجلس التعاون	
201	الخليجي في سنة 2008	16
	عدد الشركات المدرجة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي	
222	في الفترة 2005-2009	17
	استراتيجية Hsiao	
228	نتائج اختبار Jarque-Bera	18

مقدمة عامة

شهد الاقتصاد العالمي تحولات كثيرة من أهمها العولمة الاقتصادية، التي اعتبرت تحدياً كبيراً في وجه الاقتصاد العالمي بوجه عام، والاقتصادات العربية بوجه خاص. فهي تعبر عن الاندماج بين اقتصاديات الدول، دون وجود عوائق سواءً كانت جغرافية أو سياسية أو اقتصادية، من خلال تكثيف الحركة عبر الحدود للسلع والخدمات ورؤوس الأموال، بما فيها الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تعزز من نقل التكنولوجيا والصناعات ونمو التجارة. فأدى ذلك إلى التحرير المالي وإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال، وتعويم أسعار صرف العملات الرئيسية، وخلق أدوات مالية جديدة، وتحرير الأجهزة المصرفية والمالية من القيود التشريعية، والاعتماد على سياسة الخصخصة.

إنّ العولمة المالية أحد أوجه التحرير المالي، وكذلك من العوامل الدافعة له، فهي تعبر على ما يسمى بالانفتاح المالي، الذي يؤدي إلى ترابط وتكامل الأسواق المحلية بالعالم الخارجي، ممّا زاد من حجم تدفقات رؤوس الأموال الصادرة والواردة كمّاً ونوعياً، ممّا ينعكس على تطور حجم النشاط الاقتصادي أو انكماشه، الأمر الذي قد ينجر عنه أزمات مالية والتي مهما تعددت واختلفت فهي لا بد وأن يمتد تأثيرها إلى أسواق رأس المال، وهي بذلك تكون أكثر القطاعات تأثراً بما يحدث من اضطرابات على المستوى العالمي، لما تتميز به من خصائص تجعلها ذات حساسية عالية لما يحدث على المستوى العالمي، وإن اختلفت درجة التأثير حسب درجة التكامل والتشابك فيما بينها. ولم تكن الدول العربية بمنأى عن هذا الاتجاه نحو تدويل أسواق المال، إذ شهدت في السنوات الأخيرة اتجاهاً مطرداً نحو التدويل والعولمة، فتلاشت الحدود الفاصلة بين أسواق المال الوطنية وأسواق المال الأجنبية.

كما اعتبرت أسواق المال في الدول العربية ملاذاً أكثر أمناً للاستثمارات غير المباشرة" الاستثمار المحفظي"، لاسيما بعد التطورات السريعة في اقتصاديات الدول المتقدمة، والأزمات التي عصفت بها، والتي أخذت تزعزع ثقة المستثمرين.

إنّ مدى تأثر اقتصادات الدول العربية بتدويل المخاطر المالية يرتبط أساساً بحجم العلاقات الاقتصادية والمالية بينها وبين العالم الخارجي، فكانت دول مجلس التعاون الخليجي الأكثر تأثراً بالاضطرابات الخارجية والأزمات المالية العالمية، لاعتبارها حلقة مهمة في منظومة الاقتصاد العالمي، ومن ثم لا يمكن أن تكون بمعزل عن الأحداث الدولية، خاصة في ظل تزايد انتقال السلع ورؤوس الأموال عبر الحدود، والتشابكات بين الاقتصادات الخليجية والاقتصادات العالمية، وهو ما أدى إلى تنويع قنوات انتقال الأزمات إليها، وخير مثال على ذلك الأزمة المالية العالمية لسنة 2008،

التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أنها سرعان ما غدت عالمية وشديدة التأثير على الدول الأخرى.

الإشكالية الرئيسية:

في ظل زيادة الاندماج المالي والتجاري بين أسواق المال العربية وأسواق المال الدولية، تتبلور إشكالية بحثنا والتي يمكن صياغتها على النحو الآتي:

ما أثر تدويل الخطر المالي على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي؟
الأسئلة الفرعية:

لمناقشة هذه الإشكالية طرحنا أسئلة فرعية، والتي تعد مكملة للإشكالية الرئيسية، وتتمثل فيما يأتي:
- ما هي قنوات تدويل الخطر المالي الأكثر تأثيراً على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي؟

- ما هو أثر تدويل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على تدفقات رؤوس الأموال في دول مجلس التعاون الخليجي؟

- كيف يؤثر الانفتاح المالي -معبراً عنه بالاستثمارات الأجنبية غير المباشرة- على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانفتاح التجاري، وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار الأجنبي المباشر، وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي؟

فرضيات الدراسة:

بغية الإجابة على الأسئلة الفرعية السابقة، قمنا بصياغة فرضيات مبدئية كالآتي:
- تمثل قناة التجارة الخارجية، القناة الأكثر تأثيراً في تدويل الخطر المالي وانتقاله إلى أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، وهو ما يرتبط بطبيعة صادرات هاته الدول ووارداتها.
- أثرت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على تدفقات رؤوس الأموال في دول مجلس التعاون الخليجي بالانخفاض.

- يؤثر الانفتاح المالي -معبراً عنه بالاستثمارات الأجنبية غير المباشرة- على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي تأثيراً إيجابياً.

-توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانفتاح التجاري وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

-توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار الأجنبي المباشر، وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

أهمية الموضوع:

-تظهر أهمية الدراسة في أنها تتناول موضوعاً من المواضيع الحديثة التي يتزايد الاهتمام بها في الوقت الحاضر.

-تتبع أهمية الدراسة من كونها تسلط الضوء على أحد الجوانب الهامة في المنظومة الاقتصادية، ألا وهو انتقال المخاطر المالية بين الدول، نتيجة الروابط التجارية والمالية، ومدى تأثيرها على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

-محاولة تحليل ظاهرة العولمة المالية، ومسبباتها، ودورها في اندماج أسواق المال العربية بصفة عامة، وأسواق دول مجلس التعاون الخليجي بصفة خاصة، مع أسواق المال العالمية.

-محاولة تحليل آليات تدويل الخطر المالي، ومعرفة مدى أثرها على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

-محاولة دراسة انعكاس الانفتاح التجاري والمالي -مجسداً في تدفقات رؤوس الأموال - على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، وتأثير ذلك على أدائها وتطورها.

أسباب اختيار الموضوع:

يمكن حصره أسباب اختيار الموضوع فيما يأتي:

-الميل إلى الخوض في المواضيع الحديثة التي تعرف تطورات متلاحقة.

-تعود أسباب اختيار الموضوع أيضاً إلى أنه يتميز بالحدثة نسبياً، وخاصة بعد ظهور العولمة المالية ودورها الكبير في تكريس الأزمات المالية، مع العلم أنه ليس بالموضوع السهل ويتخلله الكثير من التعقيد، إلا أنّ الدافع الرئيسي لاختيار الموضوع هو محاولة إثرائه بكل الجوانب المتعلقة به نظرياً وتجريبياً، من أجل الوصول إلى معرفة العلاقة بين تدويل الخطر المالي وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

-دراسة دول مجلس التعاون الخليجي باعتبارها أكثر الدول العربية انكشافاً وانفتاحاً على العالم الخارجي.

أهداف الدراسة:

تحاول الدراسة الوصول إلى الأهداف الرئيسية الآتية:

- إبراز العلاقة بين تدويل الخطر المالي وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، ومحاولة استخدام الاقتصاد القياسي في الدراسة لتحديد العلاقة بين المتغيرين، والتعبير عنها كميًا.
- معرفة أداء أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي من خلال عدد من المؤشرات، لاسيما بعد التوجه العالمي الجديد في إطار الإتفاقية العامة لتحرير الخدمات المالية، والاندماج العالمي.

-الوقوف على واقع تشريعات أسواق رأس المال في الدول العربية.

-التعرف على انعكاسات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

-إعطاء فكرة شاملة على أهم الأسباب التي تؤثر على أسواق رأس المال صعودًا أو نزولًا.

-تحليل العلاقة إحصائيًا بين الانفتاح التجاري والمالي، وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

الدراسات السابقة:

يمكن توضيح الدراسات السابقة التي تمس الموضوع بصورة مباشرة أو غير مباشر فيما يأتي:

1- نسيمه حاج موسى، 2008-2009 مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوقرة بومرداس، تحت عنوان: **الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية - مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008** ، هدفت الدراسة إلى معالجة إشكالية وضعية أسواق المال العربية في ظل الأزمات المالية الدولية بصفة عامة، وأزمة الرهن العقاري بصفة خاصة، كما حاولت إبراز مدى انفتاح أسواق المال العربية، ومن ثم إمكانية انتقال عدوى الأزمات المالية إليها، حيث اعتمدت الباحثة لتحقيق هدف الدراسة على المنهج الوصفي من خلال عرض المفاهيم العامة المتعلقة بالأزمات المالية وأسواق المال العربية، والمنهج التحليلي من خلال تقديم الإحصائيات والبيانات عن التطورات الناتجة عن أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، وقسمت الباحثة دراستها إلى ثلاثة فصول رئيسية:

الفصل الأول: جاء تحت عنوان الإطار النظري للأزمات المالية، والفصل الثاني تحت عنوان: دور التكامل المالي الدولي في انتقال عدوى الأزمات المالية إلى البورصات العربية، من خلال تناول

خصائصها، ومدى تكاملها مع الأسواق المالية الدولية، مع التطرق إلى قنوات انتقال عدوى الأزمات المالية، أمّا الفصل الثالث فتناولت فيه واقع أسواق المال العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، من خلال التطرق إلى جذور الأزمة، وأهم تداعياتها على مختلف بورصات العالم والبورصات العربية، مع تقديم حلول مقترحة من قبل الدول العربية للتخفيف من الأزمات. وتوصلت الدراسة إلى أنّ دول مجلس التعاون الخليجي من أكثر الدول العربية تأثراً بالأزمة نتيجة الروابط بينها وبين البورصات المتقدمة، والذي تبين من خلال احتساب معامل الارتباط.

2-دراسة بورزامة جيلالي 2011-2012 قُدمت هذه الدراسة كرسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، بجامعة الجزائر 03، تحت عنوان: **عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية-دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغاربية الجزائر، المغرب، تونس،** حاول الباحث من خلالها الإجابة على إشكالية أنّ سبب الاضطرابات المالية في أسواق رأس المال العربية يعود إلى طبيعتها والظروف الاقتصادية المحلية، أم إلى التأثير بتداعيات الأزمات المالية الخارجية؟ وهل أصبحت البورصات العربية معولمة ماليًا؟ وما هو أثر انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري الأمريكية إلى أسواق المال المالية العربية؟

واعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي، وقد قسمت الدراسة إلى ستة فصول: الفصل الأول تناول فيه عولمة أسواق المال واندماج أسواق المال الناشئة في أسواق المال العالمية، أمّا الفصل الثاني: كان تحت عنوان الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، من خلال تناول مختلف الأزمات المالية وأثارها، أمّا الفصل الثالث: فقد عالج الاقتصاديات العربية بين ضرورات تحرير القطاع المالي والاندماج في الاقتصاد العالمي، في ظل الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية وأمّا الفصل الرابع تطرق فيه الباحث إلى واقع وتطور أداء البورصات العربية، كما خصص الفصل الخامس إلى عرض البورصات العربية بين الأزمات المحلية الداخلية ودرجة ارتباطها بالبورصات العالمية، وأخيرًا الفصل السادس تم التطرق فيه إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية بالولايات المتحدة الأمريكية على أسواق رأس المال العربية، ومن بين النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

أنّ اندماج أسواق المال الآسيوية الناشئة بأسواق المال الدولية الرئيسية تسبب، في تعرضها لأزمات مالية حادة، بسبب الاندفاع نحو الانفتاح الاقتصادي في العالم الخارجي والرغبة الشديدة في الحصول على الأموال الدولية، لتحقيق مكاسب اقتصادية من دون تهيئة اقتصادها لاستقبال هذه التدفقات المالية

الضخمة، مما جعلها سهلة التعرض إلى الأزمات المالية، وأن تأثير الأزمة المالية الآسيوية على البورصات العربية كانت أقل تأثيرًا، وذلك يرجع إلى قلة اندماج أسواق رأس المال العربية في أسواق المال الدولية.

3-دراسة العقريب كمال 2011-2012 تمثل الدراسة أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، تحت عنوان: **القطاع المالي في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال وتحدي الأزمات المالية -دراسة نماذج من الدول العربية-** يهدف هذا البحث إلى دراسة قدرة وكفاءة القطاع المالي العربي على التكيف مع تحديات التحرير المالي والانفتاح على أسواق المال العالمية، ودراسة الإجراءات الواجب اتخاذها لتكييف القطاع المالي العربي مع اتجاه تحرير حركة رؤوس الأموال، والانفتاح على الخارج وتفادي المخاطر الناجمة عن ذلك، خاصة الأزمات المالية التي من الممكن أن تمسه، ومعرفة طبيعة العلاقة بين الأزمات المالية وسياسات التحرير المالي، التي ينجم عنها تحرير حركة رؤوس الأموال. اعتمد الباحث على المنهج الوصفي، من خلال استعراض مختلف المفاهيم المتعلقة بالعلومة المالية والتدفقات المالية بالإضافة إلى المفاهيم المتعلقة بالتحرير المالي والأزمات المالية، واستخدم المنهج التحليلي لتحليل تطور التدفقات المالية والتحويلات التي شهدتها، بالإضافة إلى تحليل بعض الأزمات التي وقعت ومؤثراتها، واستخدام المنهج التاريخي لاستعراض أهم محطات تطور القطاع المالي في الدول عينة الدراسة، وقسم الباحث دراسته إلى ستة فصول: الفصل الأول: حركة رؤوس الأموال في ظل العولمة، أما الفصل الثاني، فتناول فيه الأزمات المالية وأثرها على القطاع المالي، وخصص الفصل الثالث لدراسة القطاع المالي بين التحرير المالي وتحدي الأزمات، كما عرج في الفصل الرابع إلى إشكالية إدارة الأزمات المالية وإمكانية التنبؤ بها في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال، أما الفصل الخامس فتناول فيه دراسة تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي العربي الواقع والتحديات، وفي الفصل الأخير تطرق إلى دراسة أثر سياسات التحرير المالي على القطاع المالي دراسة حالة السعودية، الأردن والجزائر، وتوصل الباحث من خلال دراسته إلى أن اتباع سياسات التحرير المالي وإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، جعل البيئة المصرفية والمالية أكثر تعقيدًا وأكثر عرضة للمخاطر، كما أن انقسام الاقتصاد الحقيقي عن الاقتصاد المالي، أحد العوامل الرئيسية التي تسبب حدوث الأزمات المالية الحديثة.

4-دراسة 2012 Maria-Lenuta وهي عبارة عن رسالة دكتوراه من جامعة Babes-Bolyai

تحت عنوان Financial liberalization and the impact on financial market

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير التحرير المالي على تقلبات أسواق المال الناشئة، من خلال دراسة تطبيقية على ست دول وهي المجر وبولندا وجمهورية التشيك وسلوفينيا وسلوفاكيا ورومانيا، من خلال تقسيم الدراسة إلى ستة فصول: الفصل الأول تحت عنوان الإطار النظري للتحرير المالي، والفصل الثاني خصص لدراسة ديناميكية تحرير تدفقات رأس المال، أما الفصل الثالث تناولت فيه الطالبة تحرير حساب رأس المال في البلدان عينة الدراسة والفصل الرابع تحت عنوان التحرير المالي وتقلبات سوق الأسهم، أما الفصل الخامس فقد خصص لدراسة تأثير التحرير المالي على كفاءة سوق رأس المال، وخلصت الدراسة إلى أن عمليات التحرير المالي تؤثر على الأسواق المالية تأثيرًا سلبيًا.

5-دراسة صباغ رفيقة، 2013-2014 وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، تحت عنوان: **الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية: دراسة تحليلية لأثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية**، وهدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على مدى تأثير اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، واعتمدت الباحثة على المنهج الوصفي والتاريخي التحليلي في الفصول النظرية بهدف الإلمام بمختلف الجوانب النظرية للموضوع، ومعتمدة في الجانب التطبيقي على المنهج التحليلي لإبراز واقع اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي قبل نشوب الأزمة المالية العالمية وبعدها. وقد قُسمت الدراسة إلى أربعة فصول: بالنسبة للفصل الأول كان بعنوان الأزمات المالية العالمية، مركزة على الجانب النظري للأزمات المالية، مرورًا بمختلف الأزمات التي شهدتها النظام النقدي الدولي والتي أصابت أسواق المال العالمية، والفصل الثاني: كان بعنوان التكامل الاقتصادي بين دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، من خلال التطرق إلى الجانب النظري والتطبيقي للتكامل الاقتصادي بدراسة تكامل دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية كنموذج، أما الفصل الثالث فحُصص لأثر أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد العالمي، من خلال التطرق إلى أثارها على الجانب النقدي والمالي والحقيقي، وكذا على التنمية الاقتصادية، أما الفصل الرابع، فحُصص لدراسة أثر أزمة الرهن العقاري على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. ولقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج نوجز أهمها في: أنّ زيادة التدفقات المالية في دول الخليج إلى أسواق المال الأمريكية والأوروبية والدول الأخرى بسبب ارتفاع أسعار النفط، أدى إلى زيادة موارد الدول العربية النفطية مما ساعد على توجيه تلك الفوائض إلى الغرب، وهو ما ساعد على زيادة انفتاح دول الخليج العربي على العالم الخارجي، فبسبب زيادة تأثيرها بالأزمة المالية العالمية.

مساهمة الباحثة:

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة التي اطلعنا عليها والتي لها علاقة بالموضوع، فأغلب هاته الدراسات ركزت على جانب واحد من الموضوع، فبعضها ركزت على دراسة وتحليل الأزمات المالية، وكيفية إدارتها ومواجهتها، أما البعض الآخر فركز على دراسة أثر التحرير المالي على بعض المؤشرات الاقتصادية، في حين هذه الدراسة ربطت تدويل المخاطر المالية بأسواق رأس المال في الدول العربية، وحاولت إيجاد علاقة كمية بين تدفقات رؤوس الأموال الناتجة عن الانفتاح التجاري والمالي، وأسواق رأس المال في الدول العربية.

كما حاولت إبراز تأثير ارتباط واندماج وانفتاح أسواق المال العربية على أسواق المال الدولية، وتناول مدى استجابتها لعدوى الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية لسنة 2008. تختلف الدراسة كذلك باعتمادها على أسلوب قياسي وهو بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو ما يعرف بنماذج البانل، لتحديد العلاقة بين متغيري الدراسة، فكل الدراسات السابقة كانت عبارة عن دراسات تحليلية.

حدود الدراسة:

يتمثل الإطار الزمني للدراسة في كونها تغطي الفترة الممتدة من 2003 إلى 2013، أما الإطار المكاني فهو يشمل عينة من ست دول تشمل دول مجلس التعاون الخليجي (المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، سلطنة عمان، دولة قطر، دولة الكويت).

المنهج المتبع:

تم الاعتماد على المنهج التاريخي عند التعرض إلى تطور العولمة المالية، إضافة إلى نشأة أسواق المال في الدول العربية وتطورها، كما تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي عند عرض المفاهيم المتعلقة بالعولمة المالية، وتدفقات رؤوس الأموال، التحرير المالي والأزمات المالية، إلا أن الجانب النظري لا بد أن يكون مرفوقاً بجانب تطبيقي، سيتم فيه استخدام المنهج التحليلي في المبحث الأول منه، لدراسة تأثير دول مجلس التعاون الخليجي بالروابط التجارية والمالية، سواءً المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر أو المتعلقة بالتجارة الخارجية، في الدول عينة الدراسة، في الفترة الممتدة بين 2005-2009. واستخدام الأساليب الإحصائية والقياسية والمتمثلة في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية في بقية مباحث الفصل. ولقياس العلاقة والتأثير بين متغيرات الدراسة اتبعت الباحثة أساليب التقدير الخاصة بنماذج البانل من خلال تقدير النموذج التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج

التأثيرات العشوائية، واستخدام المعايير الإحصائية المناسبة للمفاضلة بين النماذج السابقة وصولاً إلى النموذج المناسب، وذلك بهدف الإجابة على الأسئلة المطروحة واختبار صحة الفرضيات من عدمها.

صعوبات الدراسة:

لا أحد ينكر ما يواجهه الطالب أو الباحث الجامعي من صعوبات أو معوقات، ويمكن إيجاز أهم الصعوبات التي واجهتنا فيما يأتي:

- قلة الدراسة السابقة وإن لم نقل انعدامها، ذات الصلة المباشرة بالموضوع.

- التباين في بيانات الدراسة واختلافها من مصدر إلى آخر، وصعوبة الحصول عليها بالنسبة لبعض المتغيرات، مما يؤثر على دقة النتائج، وكان يمكن للدراسة أن تكون أحسن لو حصلنا على بعض البيانات لسنوات أخرى، أو لمتغيرات أخرى.

- تعتبر الدراسات التطبيقية الكلية من أصعب الدراسات التطبيقية، الأمر الذي جعلنا نواجه صعوبة في تحديد النموذج المناسب لبيانات الدراسة، وهو ما دفعنا للاطلاع على العديد من الدراسات السابقة، وتحليل النتائج المتوصل إليها، بهدف الوصول إلى النموذج الملائم للدراسة.

هيكل الدراسة:

بعد البحث حول الموضوع وانطلاقاً من الإشكالية السابقة والتساؤلات الفرعية، فسوف يتم الإجابة عليها باتباع تسلسل نغطي به الموضوع من كل جوانبه، ففي مستهل البحث تناولنا مقدمة تحتوي على مختلف الجوانب المنهجية للدراسة، وقمنا بتقسيم البحث إلى أربعة فصول جاءت مرتبة كما يأتي:

الفصل الأول جاء تحت عنوان المخاطر وإدارتها، مستعرضين فيه أنواع المخاطر المالية، ومسبباتها الرئيسية، وقد تم تقسيمه إلى أربعة مباحث: المبحث الأول تم فيه تناول عموميات حول المخاطر، المبحث الثاني، خصص للمخاطر المالية، المبحث الثالث: تم فيه إلقاء الضوء على إدارة المخاطر، والمبحث الأخير تم تخصيصه لتحليل المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر.

وإرتأينا أن نُخصص الفصل الثاني لتحليل واقع أسواق رأس المال في الدول العربية، وتم تقسيمه إلى أربعة مباحث، خصص المبحث الأول لماهية أسواق رأس المال، كما عالج المبحث الثاني كفاءة أسواق رأس المال، ووضح المبحث الثالث المؤشرات الرئيسية لأسواق رأس المال وطرائق حسابها، أما المبحث الرابع فخصص لنشأة أسواق رأس المال العربية، وتشريعاتها وآليات العمل بها.

أما الفصل الثالث فقد ألقى فيه الضوء على العولمة المالية ودورها في تدويل المخاطر المالية، وتم فيه إلقاء نظرة شاملة حول العولمة والتحرير المالي وتدفقات رؤوس الأموال، وقسم بدوره إلى أربعة

مقدمة عامة

مباحث: تناول المبحث الأول: الإطار النظري للعولمة الاقتصادية، أما المبحث الثاني فخصص لعولمة أسواق رأس المال، يليه المبحث الثالث والذي عالج تدويل الخطر المالي، ثم في الأخير المبحث الرابع والذي تناول الأزمات المالية وطابعها الدولي.

وعالج الفصل الرابع الدراسة التطبيقية تحت عنوان: دراسة تحليلية وقياسية لأسواق رأس المال في الدول العربية، وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث: المبحث الأول تناول الروابط التجارية والمالية وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، كما تناول المبحث الثاني التعريف بمنهجية السلاسل الزمنية المقطعية، وخصص المبحث الثالث للتقدير القياسي، لمعرفة تأثير تدويل الخطر المالي على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

وقد أنهينا دراستنا بخاتمة، استعرضنا فيها نتائج الدراسة، اختبار الفرضيات، وتقديم اقتراحات وأفاق للبحث.

الفصل الأول:

المخاطر وإدارتها

تمهيد

إنّ الهدف الأساسي من وراء قيام أي متعامل اقتصادي باستثمار معين، هو تحقيق أكبر عائد ممكن، في ظل تحمل قدر معين من المخاطرة -باعتبار أنه لا يوجد استثمار خال من المخاطرة- فعلى المدير المالي الموازنة بين العائد المتوقع تحقيقه، وبين المخاطر التي تحول دون ذلك، فتختلف المخاطر بين منتظمة وغير منتظمة، فإذا كانت المخاطر المنتظمة تمس الكيان الاقتصادي برمته فإنّ الثانية تمس مؤسسات دون أخرى، ففي ظل زيادة المخاطر وصعوبة التحكم فيها استحدثت أدوات مالية جديدة من شأنها التحكم والتقليل من حدة هذه المخاطر.

فكانت المشتقات المالية، هي الملاذ الذي يلجأ إليه المتعاملون للتغطية والتحوط من المخاطر المالية باختلاف أنواعها، سواءً للتحوط من تغيرات أسعار الأوراق المالية، أسعار السلع، أسعار الصرف، أسعار مؤشرات الأسواق...

وتم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث:

المبحث الأول: عموميات حول المخاطر.

المبحث الثاني: المخاطر المالية.

المبحث الثالث: إدارة المخاطر.

المبحث الرابع: المشتقات المالية كآلية للتحوط والتغطية من المخاطر المالية.

المبحث الأول: عموميات حول المخاطر

نظرًا للأهمية التي يحظى بها موضوع المخاطر، سواءً على المستوى الجزئي أو على المستوى الكلي فإن معرفة جوهر المخاطر، يعتبر من العوامل الرئيسية في نجاح الشركات الاستثمارية في تحقيق أهدافها، وذلك بالتمكن من قياسها بدقة، وإدارتها بالطرق التي تؤدي إلى تجنبها، أو تقليلها إلى أدنى حد ممكن.

المطلب الأول: ماهية المخاطر

يدور مفهوم الخطر حول مفهوم الاحتمالية، فالأمور اليقينية لا يكتنفها الخطر، فكلما زادت حالة عدم اليقين، زادت معها إمكانية حدوث المخاطر.

الفرع الأول: تعريف المخاطر

فيما يأتي عرض لبعض ما تناوله الباحثين من تعريف للمخاطر:

تعرف المخاطر "بأنها احتمالية تعرض المؤسسة إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها، أو تذبذب العائد المتوقع على استثمار معين"¹.

وتعرف المخاطر "بأنها حالة عدم اليقين المرتبطة بأي نشاط كان، مما يؤدي بالضرورة إلى خسارة في الأموال"².

كما تعرف المخاطر على أنها حالة عدم اليقين حول المستقبل³.

وتعرف المخاطر بأنها الخسارة المادية المحتملة الناتجة عن وقوع حادث معين، أي عبارة عن ربط بين احتمال وقوع حدث، والأثار المترتبة على حدوثه⁴.

من التعاريف السابقة يمكن القول: إن الخطر هو عبارة عن التباين بين النتائج المحققة والنتائج المتوقعة، وبالتالي فهو احتمال التعرض للخسارة، الناتج عن انحراف معاكس لما كان متوقع تحقيقه.

¹ بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر - المشتقات المالية - الهندسة المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص:30.

² Naseem A Rahahleh, M.Ishaq Bhatti, Faridah Najuna Misman, Developments in risk managrmnt in Islamic finance, journal of risk financial management, vol 12(1), 37, 2019, p: 09.

³ David Murphy, Understanding Risk, The theory and practice of financial risk management, London, 2008, p:39

⁴ سعاد بوشلوش، إدارة المخاطر المالية في شركات التأمين وإجراءات الرقابة عليها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، 2015، ص: 62.

ومن الخصائص المميزة للمخاطر نذكر ما يأتي:¹

- يمكن قياس الخطر كمياً، والتعبير عنه برقم أو قيمة معينة.

- المخاطر لا تتعلق فقط بقيمة الخسائر المحتملة، بل تتعلق بالانحرافات عن القيمة المتوقعة.

الفرع الثاني: نشأة المخاطر

لقد تميزت فترة السبعينات على العموم باستقرار النظام المالي، حيث كان يخضع للتنظيم القانوني الشديد، كما ساعدت محدودية المنافسة على تحقيق ربحية عادلة ومستقرة، وكانت الهيئات التنظيمية تعمل جاهدة من أجل المحافظة على سلامة القطاع المصرفي²، في حين تميزت فترة أواخر السبعينات والثمانينات بزعزعة الاستقرار في البيئة المصرفية، وتغيير جذري في النظام الاقتصادي ككل، ومن بين العوامل التي ساعدت على ذلك نذكر ما يأتي:³

- الدور المتنامي للأسواق المالية.

- التحرر من اللوائح والقواعد التنظيمية.

- ازدياد المنافسة.

ومنذ تلك الفترة نوعت معظم المؤسسات الإئتمانية نشاطها، كما ظهرت منتجات مالية جديدة في الأسواق المالية متمثلة في المشتقات المالية بأنواعها، مما زاد من درجة المخاطرة وعدم اليقين في الحصول على العائد.

المطلب الثاني: أنواع المخاطر

تقسم من المنظور الأول إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية، كما تقسم من منظور آخر إلى مخاطر التشغيل ومخاطر الأعمال ومخاطر مالية، وتقسم من جانب آخر إلى المخاطر الديناميكية والمخاطر الإستراتيجية، إضافة إلى تقسيمها إلى مخاطر بحتة ومخاطر المضاربة.

¹ Peter Moles, **financial risk management**, Hiriott-watt university, Scotland, 2016, p:16.

² شعبان فرج، **العمليات المصرفية وإدارة المخاطر**، ص: 59 من الموقع: www.qu.edu.iq بتاريخ: 23-03-2017، 17:10.

³ المرجع نفسه، ص: 59.

الفرع الأول: المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية

يعتبر تقسيم المخاطر إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية من أشهر تقسيمات المخاطر، وأكثرها استعمالاً، وسنوضح فيما يأتي الفرق بينهما.

1-المخاطر النظامية:

تعرف المخاطر النظامية "بأنها انهيار النظام أو السوق المالي بأكمله"¹.

كما تعرف على أنها احتمال حدوث حدث مفاجئ غير متوقع، من شأنه أن يؤثر على وصول المعلومات إلى أسواق المال، مما يجعل المستثمرين غير قادرين على الاستثمار في الفرص الأكثر ربحية²، مما قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال أو نقص توفرها، مما ينعكس حتماً على أسعار الأوراق المالية³.

ومنه فالمخاطر النظامية، أو ما يطلق عليها بالمخاطر العامة، أو المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، هي المخاطر التي لا تؤثر على مؤسسة معينة أو قطاع معين بل تؤثر على كافة القطاعات، ولكن بدرجات متفاوتة، والتي ترجع أسبابها إلى عوامل تمس النظام الاقتصادي ككل، مثل حالات الكساد والتضخم والحروب وغيرها.

2-المخاطر غير النظامية:

المخاطر غير النظامية أو المخاطر الخاصة، هي المخاطر التي تمس ورقة مالية معينة، صناعة معينة، أو قطاع معين، دون أن تمس قطاعات أخرى، ومثال هذه المخاطر: مخاطر ضعف الإدارة، الأخطاء الإدارية، مخاطر الرفع المالي، مخاطر الرفع التشغيلي، الإضرابات العمالية، سوء الإدارة...وهذا النوع يمكن تفاديه أو التقليل من حدته عن طريق التنوع الجيد للأصول، باستخدام بدائل مختلفة للاستثمار. "وبما أن طبيعة هذه المخاطر تختلف من شركة لأخرى، نتيجة اختلاف طبيعة عمل ونشاط الشركات، فإنه يطلق عليها أيضاً بالمخاطر الفريدة أو المخاطر المحددة بالشركة أو الاستثمار"⁴.

¹ عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات الاقتصادية، الملتقى العلمي الدولي، الأزمة المالية العالمية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 09.

² F.Mishkin, comment on systemic risk, conference: banque, marches financières et risqué systémique, 1994, p:31.

³ T.R. Hurd, contagion :systemic risk in financial networks, springer, switzerland, 2016, p:06.

⁴ أسعد حميد العلي، إدارة المصارف التجارية: مدخل إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، الذاكرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 215.

ويمكن توضيح الفرق بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة في الجدول أدناه:

الجدول رقم 1: الفرق بين المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية

المخاطر غير النظامية	المخاطر النظامية
-تنشأ عن العوامل التي تنفرد بها منشأة معينة.	-تنشأ عن العوامل العامة المشتركة.
-تؤثر في المنشأة ذاتها.	-تؤثر في جميع منشآت الأعمال.
-يمكن تفاديها بالتنوع.	-لا يمكن تفاديها ولا يمكن تعديلها.
-جزء منها تشغيلي والآخر مالي.	-جزء منها تشغيلي والآخر مالي.
-تقاس بمعامل التباين CV	-تقاس بمعامل بيتا B

المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص:286.

3 - المخاطر الكلية:

وهي ناتج جمع المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، وهذا النوع من المخاطر يتعرض لها المستثمر سواء كان استثماره في الأصول الحقيقية أو الأصول المالية. وتجدر الإشارة أنّ المخاطر النظامية تؤثر بدرجة أكبر من المخاطر غير النظامية، لأنها تمس حركة السوق ككل، ويصعب التنبؤ بها ومواجهتها، أمّا المخاطر غير النظامية فيمكن تجنبها بالتنوع وهو ما لايسمح به في حالة المخاطر النظامية¹، إضافةً إلى أنّ المخاطر غير النظامية تتعلق بطبيعة الاستثمار نفسه، بمعنى في حالة تجنب الاستثمارات الخطرة نكون قد تجنبنا هذا النوع من المخاطر.

الفرع الثاني: مخاطر التشغيل ومخاطر الأعمال والمخاطر المالية

تقسم المخاطر حسب طبيعة الخسارة إلى مخاطر التشغيل ومخاطر الأعمال والمخاطر المالية.

¹ نجار حياة، إدارة المخاطر المصرفية وفق إتفاقيات بازل، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، 2014، ص:52.

1-مخاطر التشغيل:

تعرف مخاطر التشغيل "بأنها الخسائر الناتجة عن الفشل في العمليات التجارية، قد تكون عمليات إنتاجية، أو أي أنشطة أخرى للشركة"¹. وتعرف بأنها" المخاطر التي يكون مصدرها الأخطاء البشرية أو المهنية الناتجة عن الأخطاء التقنية، أو الأنظمة المستخدمة، أو القصور في أي منها"². ومنه نستطيع القول إن مخاطر التشغيل هي المخاطر الناتجة عن عدم كفاية الإجراءات الداخلية والعنصر البشري والأنظمة لدى البنوك والمؤسسات المالية، وقد تكون ناتجة عن عوامل خارجية، ومنه فالعناصر الرئيسية للمخاطر التشغيلية ثلاثة وهي: الأفراد والعمليات والتكنولوجيا، أو الأحداث الخارجية³. ويمكن تحديد أنواع مخاطر التشغيل المتعلقة بأحداث معينة، والتي تنطوي على احتمال التسبب في خسارة كبيرة في الجدول الآتي:

¹ Francisco Javier Poblacion Garcia, **Financial risk management**, Palgrave macmillan, New York, 2017, p: 36.

² نور الدين بربار، سوسن زيرق، إسهامات تطبيقات الهندسة المالية في معالجة المخاطر المصرفية، الملقى الدولي الأول حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة سكيكدة، 17-18 نوفمبر 2015، ص: 09.

³ Loannis Akkizidis, Sunil Kumar Khandelwal، إدارة المخاطر المالية في أعمال الصيرفة الإسلامية، ترجمة عبير فوزان العبادي، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2015، ص: 72.

الجدول رقم 2: أسباب المخاطر التشغيلية

الخسائر الناتجة عن فعل ينطوي على طرف داخلي واحد على الأقل، كإساءة استخدام الممتلكات من قبل العاملين في المؤسسة، أو التحايل على اللوائح القانونية للمؤسسة.	الاحتيال الداخلي
الخسائر الناتجة بفعل طرف ثالث، بهدف الغش أو إساءة استعمال الممتلكات.	الاحتيال الخارجي
وهي الممارسات غير المتعمدة أو الناتجة عن الإهمال في الوفاء بالالتزامات المهنية تجاه عملاء محددین، أو الإخفاق في تصميم المنتج، كما قد تنتج عن طبيعة أو شكل المنتجات.	الممارسات المتعلقة بالعملاء والمنتجات
وتتمثل في الأضرار الناتجة عن فشل أو تلف الأصول المادية، بسبب الكوارث الطبيعية أو أحداث أخرى.	الأضرار المادية للأصول
الخسائر الناتجة عن فشل تنفيذ المعاملات، أو الناجمة عن العلاقات مع البائعين.	أخطاء التنفيذ والتسليم

المصدر : Douglas Robertson, **Mnaging operational ris**, 1st edition, Palgave Macmillan, new York, 2016, p:07.

2-مخاطر الأعمال:

تعرف مخاطر الأعمال بأنها" المخاطر التي تتصل بعوامل تؤثر على منتجات السوق"¹، فهي جزء من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة التي يتعرض لها المستثمر في الأوراق المالية، وبشكل عام يمكن حصر العوامل التي تسبب مخاطر الأعمال فيما يأتي:²

-التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة:

تتأثر مخاطر الأعمال باستقرار حجم الطلب على منتجات المنشأة، فكلما كان الطلب مستقرًا كلما أدى ذلك إلى انخفاض مخاطر الأعمال.

¹ بلعزوز بن علي، إستراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد 07، 2010، ص: 332.

² محمد عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014ص:475.

-التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة:

إنّ مخاطر الأعمال تتأثر بالاستقرار في أسعار بيع المنتجات، حيث إنّ كلما كانت أسعار بيع منتجات المنشأة مستقرة، كلما أدى ذلك الى انخفاض مخاطر الأعمال، ويحدث العكس في حالة عدم استقرار أسعار بيع المنتجات.

-التغير في أسعار المدخلات:

في حالة عدم ثبات أسعار مدخلات الإنتاج الخاصة بالمؤسسة، فإنّه تزداد مخاطر الأعمال نسبياً مقارنة بالمنشآت التي تتميز بالثبات في أسعار مدخلاتها.

-مرونة الطلب على منتجات المنشأة:

تزداد مخاطر الأعمال في حالة عدم قدرة المنشأة على التحكم في أسعار منتجاتها تبعاً للتغير في الطلب السوقي، فكلما كانت المؤسسة تتمتع بمرونة في زيادة أسعار منتجاتها تبعاً لتغيرات الطلب، كلما أدى ذلك إلى انخفاض مخاطر الأعمال.

-درجة الرفع التشغيلي:

تمثل نسبة التكاليف الثابتة إلى مجموع التكاليف، فكلما كانت مرتفعة كلما أدى ذلك إلى ارتفاع مخاطر الأعمال.

وتقسم مخاطر الأعمال إلى: المخاطر القانونية والمخاطر الاستراتيجية ومخاطر السمعة.

2-1- المخاطر القانونية:

تعرف المخاطر القانونية بأنها "المخاطر التي ترتبط بالنظام الأساسي، والتشريعات، والأوامر الرقابية التي تحكم الالتزام بالعقود والصفقات"¹.

كما تعرف على أنّها "حالة عدم اليقين التي تؤدي إلى عواقب قانونية في الأعمال التجارية"².

وتعرف كذلك على أنّها "المخاطر التي تتحملها المؤسسة بسبب الإجراءات والقيود القانونية"³.

وغالباً ما كان مفهوم المخاطر القانونية واسع النطاق، حيث يدرج ضمنه أي إجراء يترتب عليه أثر

قانوني.

¹ معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016، ص: 174.

² Richard Mourhead , Steven Vaughan, **legal risk : definition management and athics** ,London,p:4.

³ www.simplilearn.com, le 06/03/2019, à 11:53.

2-2- المخاطر الاستراتيجية:

وهو الخطر الناتج عن اتباع استراتيجية عمل غير ناجحة، فعلى سبيل المثال قد ينشأ الخطر الاستراتيجي عن اتخاذ قرارات خاطئة.

2-3- مخاطر السمعة:

تتجسد مخاطر السمعة في الخسائر التي يمكن أن تلحق بالمؤسسة نتيجة سوء سمعتها، وليس بالضرورة أن يكون خطر السمعة خطرًا قائمًا بذاته، بل قد ينشأ نتيجة مخاطر أخرى.

أما النوع الثالث فهو المخاطر المالية والتي سيتم تناولها بالتفصيل في المبحث الثاني.

الفرع الثالث: المخاطر الديناميكية والمخاطر الإستاتيكية

تقسم المخاطر من منظور ثالث إلى مخاطر ديناميكية ومخاطر إستاتيكية.

1- المخاطر الديناميكية:

تعرف المخاطر الديناميكية بأنها المخاطر الناشئة عن حدوث تغيرات في الاقتصاد، والتي تنشأ عن عاملين أساسيين، يتمثل العامل الأول في البيئة الخارجية، والعامل الثاني في الخسائر الناتجة عن المضاربة¹.

كما تعرف كذلك بأنها احتمالية تحمل الخسارة الناتجة عن التغيرات في البيئة الخارجية².

مما سبق نستنتج القول أنّ المخاطر الديناميكية هي المخاطر الناتجة عن التغيرات التي تحدث في الاقتصاد، والتي قد يكون سببها داخليًا مثل قرارات الإدارة داخل المنشأة، التي يمكن أن تحقق عائداً للمنشأة، كما يمكن أن تحقق خسارة، وقد يكون سببها خارجيًا مثل التغير في أذواق المستهلكين.

2- المخاطر الإستاتيكية:

المخاطر الإستاتيكية هي الخسائر التي يكون سببها خارج عن نطاق التحكم، مثل عدم كفاءة ونزاهة العنصر البشري في المنشأة، الأخطار الطبيعية... الخ، وبالتالي فهي "تتضمن الخسائر التي تحدث حتى ولو لم يحدث تغيرات في الاقتصاد، فإذا أمكن لنا تثبيت أذواق المستهلكين، والناتج، والدخل، والمستوى التكنولوجي، فإنّ بعض الأفراد سوف يعانون مع ذلك من خسارة مالية³.

¹ بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

² القاموس التجاري من الموقع: <http://www.businessdictionary.com/definition/dynamic-risk.html>

بتاريخ: 08-04-2017 بتوقيت: 06:00.

³ بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

وعموماً تعتبر المخاطر الدينامكية أقل قابلية للتنبؤ من المخاطر الإستاتيكية، على اعتبار أنّها لا تحدث بشكل منتظم، على عكس المخاطر الإستاتيكية التي تكون قابلة للتنبؤ، وبالتالي قابلة للتحوط والتأمين عليها.

الفرع الرابع: المخاطر البحثية والمخاطر المضاربية

تقسم المخاطر حسب إمكانية تحقيق الربح، إلى مخاطر بحثية ومخاطر مضاربية.

1-المخاطر المضاربية:

أي قرار استثماري مهما كان نوعه، يتخذ بهدف تحقيق الربح، إلى أنه يحتمل وقوع خسارة، فالمخاطر المضاربية تأخذ ثلاثة احتمالات: إما تحقيق الربح أو الخسارة أو تحقيق التعادل.

2-المخاطر البحثية:

المخاطر البحثية هي الظاهرة التي تكون فيها الخسارة مؤكدة الحدوث، كالمخاطر التي تسببها ظواهر طبيعية ليس للإنسان دخل في حدوثها مثل الفيضانات، الحرائق... كما أنه في غير استطاعته تجنب خسائرها.

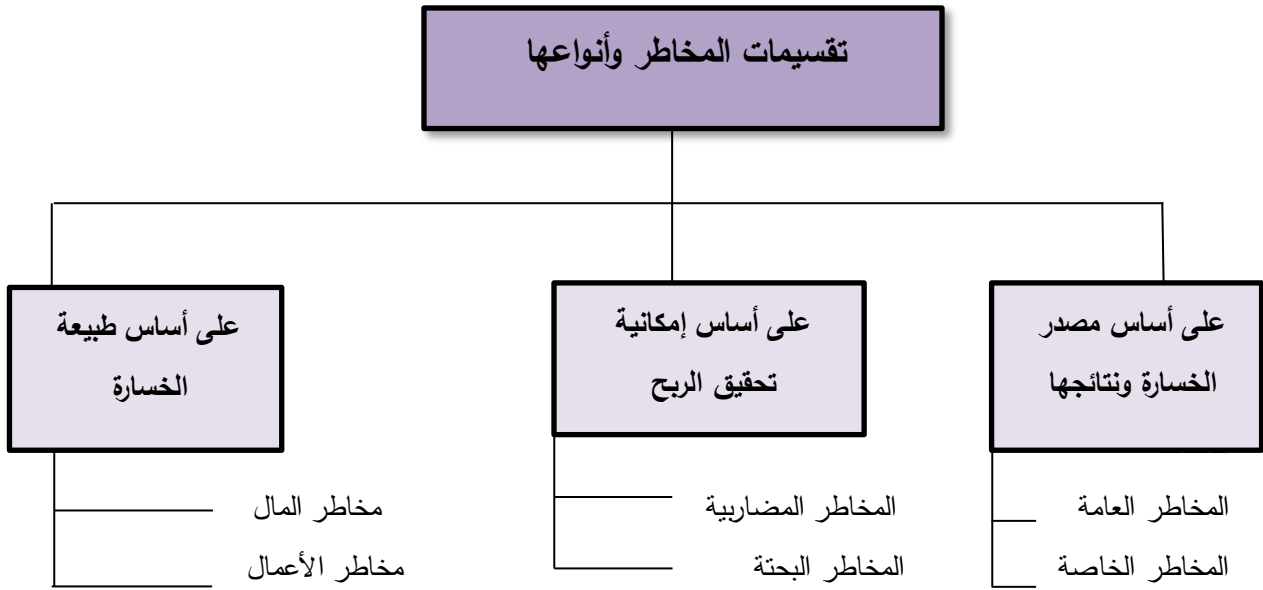
تنقسم المخاطر البحثية إلى: ¹

- ✓ مخاطر الملكية: تتمثل في مخاطر تلف أو سرقة الممتلكات.
- ✓ مخاطر المسؤولية: هي الخسائر التي تلحق بالآخرين نتيجة الإهمال واللامبالاة.
- ✓ المخاطر الشخصية: تتمثل في احتمال الخسارة في الدخل أو الأصول.
- ✓ المخاطر الناشئة عن فشل الآخرين: هي المخاطر الناتجة عن عدم وفاء شخص ما بالتزاماته تجاه طرف آخر، والتي يمكن أن تكبده خسائر مالية².

¹ طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر: أفراد، إدارات، شركات، بنوك، مخاطر الإستثمار والمشتقات وأسعار الصرف، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص ص: 29-30.

² Antonio Borghesi, Barbara Gaudenzi, **Risk management**, springer, new york, 2013,p :08.

الشكل رقم 1: تقسيمات المخاطر



المصدر: عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف، 2011-2012، ص:18.

المطلب الثالث: أسباب المخاطر

هي العوامل التي تؤدي إلى زيادة التعرض للخطر، أو زيادة الخسائر الناتجة عنه، وتقسم إلى أسباب موضوعية وأخلاقية وطبيعية وشخصية.

الفرع الأول: الأسباب الموضوعية

الأسباب الموضوعية للمخاطر هي الأسباب التي تكون ذات صلة مباشرة بالعنصر محل الخطر، وبالتالي فهذا النوع من الأسباب يمكن تشخيصه، لأنه يمس الخصائص والمميزات المادية للعنصر محل الخطر.

الفرع الثاني: الأسباب الأخلاقية

هي المخاطر الناتجة عن الصفات الأخلاقية للأشخاص، من بينها:¹

- التصرف لأغراضه الشخصية.
- بذل جهد أقل من الجهد الممكن.
- التهديد بترك المشروع.

¹ طارق بلحاج، التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: مشكلة الخطر الأخلاقي في البنوك الإسلامية، جامعة غرداية، بدون سنة، ص: 5-6.

الفرع الثالث: الأسباب الطبيعية

هي المخاطر الناتجة عن العوامل الطبيعية كالزلازل والفيضانات وغيرها.

الفرع الرابع: الأسباب الشخصية

هي العوامل التي يكون سببها الأساسي العنصر البشري سواءً كانت عفوية أو متعمدة.

المبحث الثاني: الخطر المالي

يعتبر الخطر المالي جزءاً لا يتجزأ من النشاط الاقتصادي، وقد استمرت هذه المخاطر في التزايد مع التنوع الذي عرفته الأنشطة الاقتصادية، بل وأصبحت صفة ملازمة للاقتصاديات المعاصرة.

المطلب الأول: تعريف الخطر المالي ومسبباته

يمثل الخطر المالي الخطر الذي يؤثر على استقرار أسواق المال، أما عن مسبباته فيمكن تقسيمها إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية.

الفرع الأول: تعريف الخطر المالي

هناك عدة تعاريف للخطر المالي نذكر منها:

يعرف الخطر المالي على أنه "تشتت غير متوقع، ينتج عن حركة المتغيرات المالية"¹.

كما يعرف على أنه الخطر المرتبط بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأس مال الشركة².

وهو الخطر الذي يكون مصدره الخسائر المحتملة في أسواق المال، نتيجة تقلبات المتغيرات المالية³.

كما يمثل إمكانية الخسارة المالية، إذ ينشأ من خلال عمليات لا حصر لها ذات طبيعة مالية شاملة للمبيعات، والمشتريات، والاستثمارات، والقروض، والأنشطة المختلفة الأخرى للأعمال⁴.

مما سبق نستنتج أنّ الخطر المالي هو الخطر الذي يؤدي إلى تغير في القيمة السوقية لأصل ما أو لمجموعة من الأصول نتيجة التغيرات في أسعار السوق، سواءً كانت أسعار فائدة أو أسعار الصرف، أسعار السلع...

¹ Philippe Jorion , **Value at risk**, third edition, united states of America, 2007, p: 75.

² خالد أحمد فرحان المشهاني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 188.

³ عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

⁴ عيساوي سهام، مرغاد لخضر، إستخدامات المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 25، جوان 2014، ص: 152.

الفرع الثاني: مسببات الخطر المالي

- يمكن حصر مسببات الخطر المالي على المستوى الجزئي فيما يأتي:¹
- ينشأ الخطر المالي نتيجة المعاملات مع المؤسسات الأخرى، سواءً بائعة، أو مستهلكة، أو أطراف في عقود مشتقة.
- ينشأ الخطر المالي نتيجة فشل النظام الداخلي للمؤسسة.
- أما مسببات الخطر المالي على المستوى الكلي فيمكن توضيحها في العناصر الآتية:²
- عولمة أسواق المال والتحرير المالي والمصرفي.
- الهندسة والابتكار المالي، وهو ما أدى إلى زيادة حالات عدم اليقين.
- الانتشار المفرط للمشتقات المالية بكل أنواعها، خاصة عند استخدامها من طرف مضاربين هدفهم الأساسي تحقيق الربح، وبالتالي يحولون دون تحقيق الهدف الأساسي من اللجوء للمشتقات المالية وهو إدارة المخاطر.
- السياسة النقدية بمختلف أدواتها.
- عدم الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي.
- التضخم الذي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وانخفاض القدرة الشرائية.
- انخفاض نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار، نتيجة المنافسة.
- القوانين والتشريعات الخاصة بالاستثمار وتحفيزه.
- تقلبات أسعار الفائدة.
- زيادة معدلات الضرائب على الأرباح.
- وفي ضوء ما سبق نستطيع تلخيص مصادر عدم الاستقرار المالي إلى مصادر داخلية، وأخرى خارجية، كما هو موضح في الجدول الآتي:

¹ Karen A.Horcher, Essential of financial risk management, John wiley&sons, Canada, 2005,p:03

² بن علي بن عزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، مرجع سبق ذكره، ص ص : 34-35.

الجدول رقم 3: مصادر عدم الاستقرار المالي

المصادر الخارجية	المصادر الداخلية
اضطرابات اقتصادية كلية	1-مخاطر على أساس المؤسسات
-مخاطر قائمة على أساس البيئة	-المخاطر المالية
-اختلالات سياسية	✓ الإئتمان
الأحداث	✓ السوق
-الكوارث الطبيعية	✓ السيولة
-التطورات السياسية	✓ سعر الفائدة
-انهيار الشركات الكبرى	-المخاطر التشغيلية
	-جوانب الضعف في تكنولوجيا المعلومات
	-المخاطر القانونية المتعلقة بالنزاهة
	-مخاطر السمعة
	-مخاطر استراتيجية الأعمال وتركز المخاطر
	-مخاطر كفاية رأس المال
	2-مخاطر على أساس الأسواق
	-مخاطر الطرف المقابل
	-عدم إتساق أسعار الأصول
	✓ الإئتمان
	✓ السيولة
	-العدوى
	3-مخاطر على أساس البنية التحتية
	-مخاطر نظام المقاصة والدفع والتسوية
	-مواطن الهشاشة في البنية التحتية
	✓ القانونية
	✓ التنظيمية
	✓ المحاسبية

	-انهيار الثقة المؤدي إلى موجات السحب -سلسلة الآثار التعاقبية
--	---

المصدر: صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2005، ص: 06.

وبالتالي فقد ينشأ الخطر المالي عن عدم الاستقرار الناتج عن المخاطر الداخلية، والتي تؤدي إلى إحداث اضطراب في أي عنصر من عناصر النظام المالي، وهي ثلاثة:¹

✓ المؤسسات: قد تنشأ المشاكل في مؤسسات مالية معينة، وتنتشر لاحقاً إلى قطاعات أخرى داخل النظام المالي، أو تتأثر بها عدة مؤسسات أخرى على نحو متزامن نظراً لتعرضها لمخاطر مماثلة.

✓ الأسواق: عادة ما تكون معرضة لمخاطر الطرف المقابل.

✓ البنية التحتية: قد يترتب على المشاكل الناشئة في المؤسسات المالية، حدوث مشاكل في البنية التحتية المالية-في نظامي المقاصة والتسوية على سبيل المثال- وينجم عنها مضاعفات أكبر على النظام المالي.

كما قد ينشأ عن المصادر الخارجية، التي تنشأ عن عوامل خارج النظام المالي.

المطلب الثاني: أنواع الخطر المالي

يقسم الخطر المالي إلى خطر السوق، وخطر الائتمان، وخطر سعر الصرف، وخطر سعر الفائدة، وخطر التضخم.

الفرع الأول: خطر السوق

خطر السوق هو الخطر التي يترتب عليه تغير في سلوك المستثمرين، نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة يترتب عليها انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية²، فهذه المخاطر ناتجة عن التغير العام في الأسعار على مستوى الاقتصاد ككل، والتي تمس أسعار الأصول المالية، حيث تتأثر هذه الأخيرة بالظروف السياسية والاقتصادية للدولة نفسها، أو نتيجة ظروف الدول الأخرى ذات العلاقات

¹ هند مهديوي، التمويل المصرفي الإسلامي حل بديل للآزمات المالية العالمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2015-2016، ص ص: 67-68.

² محمد عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 481.

الوطيدة معها. وهناك بعض الاقتصاديين من يعتقد أنّ خطر السوق يضم خطر تغيرات أسعار الفائدة، وتغيرات أسعار الصرف، وتغيرات أسعار السلع، والتغيرات في أسعار الأوراق المالية.

الفرع الثاني: خطر الائتمان

يعتبر خطر الائتمان من بين المخاطر التي تحظى بأهمية كبيرة في البنوك، وهي المخاطر المرتبطة بالطرف المقابل في العقد، فهو عبارة عن الخسارة المحتملة بسبب عدم قدرة الطرف المقابل على الوفاء بالتزاماته¹، كما تنشأ عن احتمالات التغيير في الظروف الاقتصادية العامة، ومناخ التشغيل الذي يعمل فيه الزابون، بحيث تؤثر على التدفقات النقدية الداخلة، والتي تستخدم لخدمة الائتمان وفوائده².
فمخاطر الائتمان أو ما يطلق عليها بمخاطر عدم القدرة على السداد، هي المخاطر الناتجة عن عدم قدرة الزابون عن تسديد القرض وفوائده في تاريخ الاستحقاق، مما قد يؤدي إلى إفلاس البنك نتيجة انخفاض قيمة الموجودات عن قيمة الالتزامات.

الفرع الثالث: خطر سعر الصرف

يعرف خطر سعر الصرف بأنه "خطر حدوث تغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية، والتي تؤثر في كافة المنشآت المتعاملة، بعملات تتجاوز الحدود القومية"³.
كما يعرف بأنه درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى، أو نسبة إلى العملة المرجعية⁴.

ومنه فخطر سعر الصرف هو الخطر المتعلق بالتغيرات المستقبلية في سعر العملة الأجنبية، مما يؤثر بدوره على قيمة الاستثمار، فهو يمس المؤسسات ذات العلاقات التجارية والمالية مع الدول الأخرى، إذ

¹ Chan Pui Man, **Risk management in the financial market**, master's thesis of business administration, the Chinese university of Hong Kong, 1996, p:17.

² عمر هاشم طه، دور سياسات منح الائتمان المصرفي في تقليل المخاطر وزيادة الأرباح، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 3، العدد 2، 2013، ص: 67.

³ طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر: أفراد، إدارات، شركات، بنوك، مخاطر لائتمان والاستثمار والمشتقات وأسعار الصرف، مرجع سبق ذكره، ص: 491.

⁴ Shapiro , Alan C. **Multinational Financial Management** , 7th edition, John Wiley & Sons, New York, 2003, p: 534.

يؤثر على عمليات الاستيراد والتصدير المقيمة بالعملة الأجنبية من جهة، وعمليات الاقتراض بالعملات

الأجنبية من جهة أخرى، ويمكن حصر العوامل التي تؤثر على أسعار الصرف فيما يأتي:¹

-الفروقات في أسعار الفائدة بعد خصم معدل التضخم.

-زيادة التعاملات بالعملات الأجنبية.

-حركة تدفقات رأس المال والتجارة الدولية.

-الاستقرار المالي والسياسي.

-السياسات النقدية للبنك المركزي.

-مستوى الديون المحلية.

الفرع الرابع: خطر سعر الفائدة

خطر سعر الفائدة هو الخطر الناشئ عن التقلبات المفاجئة في معدلات العائد المتوقعة عن معدلات العائد الفعلية، بسبب تغيرات حاصلة في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الاستثمار²، كما يعبر عن حساسية التغير في قيمة الموجود، للتغير الذي يحصل في معدلات الفائدة في السوق³. فعلى مستوى البنوك يمكن القول: إن خطر سعر الفائدة ينشأ نتيجة الفروقات بين أسعار الفائدة على القروض وأسعار الفائدة على الودائع.

أما في سوق رأس المال فإن خطر سعر الفائدة يؤثر على جميع الأوراق المالية، لكن تأثيره يظهر بصورة جلية في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (السندات والأسهم الممتازة)، فمن المتفق عليه هو وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة السوقية التي تتغير وفقا لتغيرات العرض والطلب، وقيمة السندات، حيث إن ارتفاع أسعار الفائدة على الأصول المالية الأخرى يؤدي بالضرورة إلى التخلص من السندات ببيعها، وبالتالي زيادة المعروض منها مقابل انخفاض الطلب عليها، وهذا ما يؤدي حتما إلى انخفاض قيمتها.

¹ Karen A.Horcher, op_cit,p,:12.

² محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 484.

³ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية - النظرية والتطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2014، ص: 145.

الفرع الخامس: خطر التضخم

خطر التضخم (خطر انخفاض القوة الشرائية) هو الخطر الذي يؤثر على أسعار الأوراق المالية بفعل انخفاض القوة الشرائية¹، حيث إن انخفاض القوة الشرائية يؤدي إلى ارتفاع التكاليف، وبالتالي انخفاض الأرباح والعوائد المتوقع تحقيقها.

ومن الأمور المعروفة في اقتصاديات الاستثمار أن الأوراق المالية ذات العائد الثابت (السندات والأسهم الممتازة) أكثر عرضة لمخاطر التضخم، عن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المتغير (الأسهم)، إلى درجة أن بعض العلماء أطلقوا عليها مصطلح "الاستثمارات العاجزة عن مقاومة التضخم"². ولهذا فإن الاستثمار في الأسهم العادية يحافظ بقدر كبير على القوة الشرائية من الانخفاض بسبب حالة التضخم، لأن أسعار الأسهم في السوق تستجيب غالباً للظروف التضخمية، فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار، إضافة إلى أن المؤسسة عند حاجتها للتمويل تقوم بإصدار السندات، ففي حالة ارتفاع مستوى الأسعار (انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد)، فإن المؤسسة المقترضة لا تتأثر بذلك على عكس المؤسسة المقرضة (الحاملة للسندات) التي ستحصل في نهاية المدة على قيمة أقل نتيجة انخفاض القوة الشرائية.

ولقد أثبتت الدراسات أن الدولة التي تنخفض قيمة عملتها سيؤدي هذا إلى انخفاض الإصدارات من الأوراق المالية التي تكون بعملة ذلك البلد، وبالتالي إلى ركود في سوق الأوراق المالية، في حين يؤدي ارتفاع قيمة عملة بلد ما إلى زيادة الإصدارات من الأوراق المالية التي تصدر بعملة ذلك البلد، وبالتالي زيادة حركة التداول في سوق الأوراق المالية لتلك الدولة، إضافة إلى أن ارتفاع معدل التضخم في دولة ما مع ثبات العوامل الأخرى على حالها، لا بد أن يؤدي إلى انخفاض سعر عملتها³.

المطلب الثالث: الأدوات الإحصائية المستخدمة لقياس المخاطر المالية

قبل التعرف على الأدوات المستخدمة لقياس المخاطر يجب أولاً التعرف على العلاقة بين العائد والمخاطرة، حيث إن المخاطر هي احتمال انخفاض العائد المتوقع من استثمار ما، في حين أن العائد هو

¹ Konrad Raczkowski, Maria Noga, Jaroslaw Klepacki, **Risk management in the polish financial system**, 1st edition, palgrave Macmillan, new York, 2015, p:178.

² حسين علي بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها ومنشأتها، الطبعة الأولى، دار الكندي للنشر والتوزيع عمان، 2014، ص:196.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص:06.

المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل، مقابل المبالغ التي يدفعها من أجل حيازة أداة الاستثمار¹، قد يكون الاستثمار حقيقياً أو مالياً، وأشهر الأصول المالية أمناً هي أدوات الخزينة باعتبارها صادرة عن الحكومة، ويسمى العائد الذي تمنحه هذه الأدوات بمعدل العائد الخالي من المخاطر. إنَّ العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية، وذلك لأنَّ المستثمر يقبل درجة مخاطرة كبيرة، على أمل الحصول على أكبر عائد ممكن، والعكس صحيح.

الفرع الأول: قياس عائد ومخاطر أصل مالي

1- قياس العائد: يقاس عائد أصل مالي وفق العلاقة التالية:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n K_i P_i \dots\dots\dots (1)$$

حيث: $E(R)$ العائد المتوقع.

P_i احتمالية حدوث الحالة.

K_i العائد المتوقع لكل حالة.

2- قياس المخاطر:

يمكن قياس المخاطر بعدة طرق منها: المدى، والتوزيعات الاحتمالية، والتباين، والانحراف المعياري، ومعامل الاختلاف، ومعامل بيتا.

2-1- المدى:

وهو يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي موضع الاهتمام، ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر، وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام².

2-2- التوزيعات الاحتمالية:

وهي تعتبر أداة كمية أكثر تفضيلاً من مقياس المدى، وذلك لقيامها بتتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة، وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وبما يسمح بالمفاضلة فيما بينها،

¹ حسين علي بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص: 172.

² محمد علي، إدارة المخاطر المالية، أطروحة دكتوراه في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2005، ص: 03.

وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين، كلما كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر¹.

2-3- التباين والانحراف المعياري:

يعرف التباين بأنه مجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي ويقاس وفق العلاقة التالية²:

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n (K - E_{(R)})^2 P_i$$

δ^2 : التباين.

N : عدد الفترات.

K : العائد المحقق.

$E_{(R)}$: العائد المتوقع.

P_i : احتمال تحقق العائد.

يمثل الانحراف المعياري الجذر التربيعي للتباين (variance) V، وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له، حيث يأخذ في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذا احتمال حدوثها، وكلما ارتفعت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع المخاطر، ولحساب الانحراف المعياري نتبع الخطوات التالية³:

1- احتساب متوسط العائد المتوقع باستخدام العلاقة رقم 01.

2- طرح العائد المتوقع من متوسط العائد والذي تم احتسابه في الخطوة الأولى.

3- إيجاد مربع الانحرافات، ومن ثم ضرب الناتج بالاحتمالية.

4- إيجاد الانحراف المعياري والذي هو عبارة عن الجذر التربيعي لمربع الانحرافات وفق العلاقة:

$$\delta = SD = \sqrt{\delta^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (K - E_{(R)})^2 P_i}$$

حيث: SD الانحراف المعياري.

n : عدد الفترات.

¹ عبد القادر شلاي، علال قاشي، مدخل إستراتيجي لإدارة المخاطر المالية، الملتقى الدولي الأول حول: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة أكلي أمحمد أولحاج بالبويرة، 26-27 نوفمبر 2013، ص ص: 03-04.

² دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2015، ص: 93.

³ محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011، ص: 100.

K: العائد المحقق.

$E(R)$: العائد المتوقع.

P_i : احتمال تحقق العائد.

2-4- معامل الاختلاف:

هو مقياس نسبي (أو معياري) لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر (مقاساً بالانحراف المعياري)، وبين العائد (مقاساً بالقيمة المتوقعة)¹، فهو يقيس المخاطر مقابل كل وحدة من العائد، ويتم اللجوء إلى حسابه في حالة وجود أصلين يختلفان من حيث المخاطر والعوائد، فكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع المخاطر، وبحسب بالعلاقة التالية:

$$CV = \frac{\delta}{E(R)}$$

حيث: CV معامل الاختلاف.

δ : الانحراف المعياري.

$E(R)$: العائد المتوقع.

2-5- معامل بيتا:

هو مؤشر إحصائي لقياس المخاطر المنتظمة، بحيث يقيس درجة تقلبات عائد السهم تبعاً لتغيرات السوق، وبحسب وفق العلاقة التالية:²

$$\beta = \frac{COV(R_j, R_m)}{\delta^2 R_m}$$

$$\beta = \frac{r(R_j, R_m)(\delta R_j)(\delta R_m)}{\delta^2 R_m}$$

$$\beta = \frac{r(R_j, R_m)(\delta R_j)}{\delta R_m}$$

حيث أن: β : معامل بيتا للمخاطر النظامية.

$COV(R_j, R_m)$: التباين المشترك لمعدل العائد على الاستثمار للمنشآت مع معدل العائد لمحفظه السوق المالية.

$r(R_j, R_m)$: معامل الارتباط لمعدل عائد المنشأة مع معدل عائد السوق المالية.

¹ عبد القادر شلاحي، علاء قاشي، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص: 287.

δR_j : الانحراف المعياري لمعدل عائد المنشأة.

δR_m : الانحراف المعياري لمعدل عائد محفظة السوق المالية.

محفظة السوق المالية تحتوي على مجموعة من أهم الأسهم في السوق، حيث إن معامل بيتا للسوق=1، فإذا كان بيتا لسهم ما=1 فهذا يعني أنه لو حدث انخفاض في معامل السوق بنسبة معينة، فسوف يؤدي ذلك إلى انخفاض في قيمة السهم في السوق بالنسبة نفسها، والعكس في حالة الارتفاع، وإذا كان بيتا للسهم=0.5، فإن أي ارتفاع في معامل السوق بنسبة معينة سوف ينعكس على قيمة السهم بالارتفاع بنصف النسبة، وفي الحالة التي يكون فيها معامل بيتا للسهم=2، فارتفاع معامل السوق بنسبة معينة سوف يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم بضعف النسبة.

الفرع الثاني: قياس عوائد ومخاطر محفظة مالية

يقوم تشكيل محفظة مالية على فكرة أساسية مفادها، الاستثمار في أنواع مختلفة من الأوراق المالية، بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن من جهة، وتقليل حجم المخاطرة من جهة أخرى.

1- تعريف المحفظة المالية:

المحفظة المالية هي عبارة عن مزيج من أصول مالية لقطاعات مختلفة، دون التركيز على قطاع واحد، يديرها مدير المحفظة الذي قد يكون شخصاً أو مجموعة من الأشخاص، ويكمن الهدف من تكوين المحفظة في تحقيق أقل مستوى مخاطرة عند مستوى مقبول من العائد¹. وبالتالي فهي توليفة من الأسهم العادية والممتازة والسندات². فالمحفظة المالية هي عبارة عن مبالغ مشتركة بين عدد من المستثمرين في الأسهم أو السندات أو العملات أو غيرها، وتختلف حصة كل مستثمر حسب قدرته المالية، والغرض من المحفظة المالية هو التنويع بهدف تقليل المخاطر إلى أدنى قيمة لها.

2- سياسات إدارة المحافظ:

تنقسم سياسات إدارة المحافظ إلى³:

¹ هوارى السويسي، غالية مليك، أثر التنويع الدولي على خصائص المحفظة المالية، مجلة الباحث، عدد 13، ورقة، 2013، ص:49.

² Tennent ,John, Guide to financial management , profile books Ltd, London, 2008, p:130.

³ محمد العزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص:498-499.

2-1- السياسة الهجومية:

يتم اللجوء إلى هذه الطريقة عادة في حالات الازدهار الاقتصادي، وترتكز أساساً على الأسهم، حيث يتم الاحتفاظ بالأسهم المنخفضة القيمة بهدف إعادة بيعها في حالة ارتفاع الأسعار، ويركز على هذه الاستراتيجية مديرو المحافظ المضاريون، لأنّ هدفهم الأساسي تحقيق أقصى عائد ممكن، في ظل تحمل أكبر درجة مخاطرة.

2-2- السياسة الدفاعية:

فهدف هذه الاستراتيجية دفاعياً، حيث يتم الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة... باعتبار دخلها ثابت في كل الظروف، ويعتمد على هذه الاستراتيجية مديرو المحافظ المتحفظون الذين يهدفون إلى الأمان مقابل ثبات العائد.

2-3- السياسة المتوازنة:

هي عبارة عن مزيج بين الاستراتيجية الهجومية والاستراتيجية الدفاعية، حيث يقوم المستثمر بالاستثمار في الأصول ذات العوائد الثابتة، كما أنّ ذلك لا يمنع من الدخول في عمليات مضاربة وتحقيق عوائد أكبر.

3- قياس عوائد المحفظة:

تعبر عوائد المحفظة عن الوزن المرجح للعوائد المتوقعة للعناصر المكونة للمحفظة مضروبة في أوزان هذه العناصر، وتحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$E(RP) = \sum_{i=1}^n W_i E(R_i)$$

حيث: $E(RP)$: العوائد المتوقعة من المحفظة.

W_i : وزن كل أصل في المحفظة.

$E(R_i)$: العائد المتوقع من الأصل i داخل المحفظة.

N : عدد الأصول أو الاستثمارات داخل المحفظة.

4- قياس مخاطر المحفظة:

تعتمد مخاطر المحفظة على معامل الارتباط (correlation coefficient) أو ما يعرف اختصاراً بالرمز r بين أصلين معينين، وهو يقيس اتجاه العلاقة بين متغيرين وتتراوح قيمته بين $-1 \leq r \leq 1$ فإذا

¹ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

كانت إشارته سالبة، دل ذلك على أنّ العلاقة بين الأصلين هي علاقة عكسية، وإذا كانت إشارته موجبة دلت على العلاقة الطردية بين الأصلين، وإذا كان $r=0$ دل ذلك على عدم وجود علاقة بين الأصلين.

-إذا كان $r=1$: يدل ذلك على أنّ ارتفاع قيمة الأصل الأول بنسبة معينة تؤدي إلى انخفاض قيمة الأصل الثاني بالنسبة نفسها، فإذا كانت محفظة تتكون من سهمين "أ" و "ب" فإنّ ارتفاع قيمة السهم "أ" بنسبة 10% يؤدي في المقابل إلى انخفاض قيمة السهم "ب" بنسبة 10% وبهذه الطريقة نكون قد جعلنا مخاطر المحفظة مساوية للصفر.

-إذا كان $r=1$: في هذه الحالة الأصول تتغير بنفس الاتجاه وبنفس النسبة، ففي حالة زيادة الأصل الأول بنسبة معينة، فإنّ هذا يؤدي إلى زيادة قيمة الأصل الثاني بالنسبة نفسها، والعكس يحدث في حالة الانخفاض.

-إذا كان $r=0$: فالأصلان مستقلان تمامًا عن بعضهما البعض، يعني أنّ كل استثمار يتغير بمعزل عن الاستثمار الآخر.

وفي ضوء المؤشرات السابقة نستطيع القول إنّ كلما كان معامل الارتباط بين الأصول المكونة للمحفظة سالبًا، كلما أدى ذلك إلى التقليل من المخاطر، لأنّ التغيرات في الأصل الأول، تؤدي إلى تغيرات معاكسة للأصل الثاني، وبالتالي التقليل من المخاطر.

4-1- قياس التباين والانحراف المعياري:

تقاس مخاطر المحفظة المالية بالاعتماد على التباين والانحراف المعياري سواءً كانت المحفظة مكونة من سهمين، أو مكونة من N من الأصول المالية.

أولاً- التباين والانحراف المعياري بالنسبة لمحفظة مكونة من سهمين:

أ- التباين:

ويقاس بالعلاقة الآتية:¹

$$\delta_{RP}^2 = a^2 \delta_{x1}^2 + (1 - a)\delta_{x2}^2 + 2a(1 - a)COV(x1, x2)$$

حيث: a: يمثل نسبة الأصل $x1$ في المحفظة.

¹ حسن السلطان، إدارة مخاطر الإستثمار المالي، رسالة ماجستير إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، دمشق، سوريا، 2009،

ب- الانحراف المعياري:

ويحسب وفق العلاقة الآتية:¹

$$\delta_{RP} = \sqrt{a^2 \delta_{x1}^2 + (1-a)^2 \delta_{x2}^2 + 2a(1-a)COV(x1,x2)}$$

ثانيا - قياس التباين والانحراف المعياري بالنسبة لمحفظه مكونة من N من الأصول المالية:

يتم قياس خطر محفظه مكونة من N من الأصول المالية وفق العلاقة التالية للتباين:²

$$\delta_{RP}^2 = \sum_{i=1}^n x_i^2 \delta_{Ri}^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i , x_j COV(R_i, R_j)$$

والتي يمكن تمثيلها بالشكل التالي :

$$\delta_{RP}^2 = (x1, x2, x3 \dots xn) \begin{bmatrix} \delta_{11} & \delta_{12} & \dots & \delta_{1n} \\ \delta_{21} & \delta_{22} & \dots & \delta_{2n} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \delta_{n1} & \delta_{n2} & \dots & \delta_{nn} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x1 \\ x2 \\ \vdots \\ xn \end{bmatrix}$$

ويمكن إيجاد الانحراف المعياري لمحفظه مالية مكونة من N أصل مالي من خلال الجذر التربيعي للتباين.

4-2- معامل الاختلاف:

ويحسب وفق العلاقة الآتية:

$$CV(R_p) = \frac{\delta_{RP}}{E_{RP}}$$

4-3- معامل بيتا:

يتم قياس خطر المحفظه المكونة من N أصل مالي عن طريق معامل بيتا للمحفظه، والذي هو عبارة عن

المتوسط المرجح لبيتا الأصول المشكله للمحفظه ويعطى وفق العلاقة التالية:³

$$\beta R_p = a1\beta1 + a2\beta2 + \dots an\betan = \sum_{i=1}^n ai\betai$$

حيث $a1, a2, \dots, an$ هي نسب الأصول $x1, x2, \dots, xn$ المشكله للمحفظه.

$\beta1, \beta2, \dots, \betan$ هي معاملات بيتا للأصول $x1, x2, \dots, xn$ على التوالي.

¹ حسن السلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

³ حسن السلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

علمًا أنّ بيتا للسوق يساوي الواحد، وبالتالي فإنّ أي محفظة يكون لها بيتا يساوي الواحد، تكون مخاطرها مساوية لمخاطر السوق، أمّا المحفظة التي يكون معامل بيتا لها أقل من الواحد فتكون مخاطرها أقل من مخاطر السوق، والعكس يحدث إذا كان بيتا للمحفظة أكبر من الواحد.

ومما سبق نستطيع القول: إنّ عملية اختيار المحفظة الكفأة تتطلب وضع قواعد لاتخاذ القرارات من حيث قياس العائد والمخاطر للأصل المالي الذي يرغب الاستثمار به، ثم الانتقال إلى احتساب العائد والمخاطر للمحفظة الاستثمارية من حيث الانحراف المعياري ودرجة الارتباط لهما¹.

الفرع الثالث: التقليل من مخاطر المحفظة المالية باستخدام التنوع

يعتبر التنوع من أهم الآليات التي يلجأ إليها المستثمر من أجل تقليل المخاطر، وسنوضح فيما يأتي تعريفه وأنواعه.

1- تعريف التنوع:

يعتبر التنوع أحد قواعد الاستثمار، والتي تقوم على أساس تنوع الاستثمار في المحفظة المالية، دون التركيز على نوع واحد منها، والمبدأ الأساسي للتنوع مفاده أنّه في حالة تساوي العوائد لأكثر من استثمار نختار الاستثمار الأقل مخاطرة، وفي حالة تساوي المخاطر لأكثر من استثمار، نختار الأكبر عائدًا.

2-أنواع التنوع:

ينقسم التنوع إلى عدة تقسيمات حسب المعيار المنظور إليه:²

1-2-التنوع حسب النوعية:

يقصد بهذا النوع التنوع في نوعية الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية مثل:

-أوراق مالية حكومية.

-أوراق مالية غير حكومية ذات معدل فائدة ثابت.

-أسهم وسندات شركات غير مدرجة في البورصة.

-أوراق مالية لشركات أو حكومات أجنبية.

¹ حسين جواد كاظم، حسين كريم السعيد، استخدام نظريتي الخيارات المالية والمحفظة الاستثمارية في تخفيض

المخاطر الاستثمارية، مجلة الاقتصاد الخليجي، العراق، العدد 29، سبتمبر 2016، ص:13.

² حسين علي بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص:200.

2-2- التنوع حسب الأنشطة الاقتصادية المختلفة:

حيث يقوم المستثمر بتنوع استثماراته في أوراق مالية خاصة بقطاعات مختلفة مثل: قطاعات صناعية، قطاعات زراعية، قطاعات تجارية... الخ

2-3- التنوع حسب الدولة المصدرة للأوراق المالية:

حسب هذا النوع يختلف التنوع حسب الدولة المصدرة للأوراق المالية مثل: أسهم وسندات يابانية، أوروبية... وبالتالي فالمخاطر المتعلقة بالأوراق المالية لدولة ما، يتم التخفيض من حدتها بالاستثمار في أوراق مالية صادرة عن دول أخرى.

2-4- التنوع حسب تاريخ الاستحقاق:

ففي هذه الحالة يتم التنوع في الأوراق المالية المكونة للمحفظة حسب تواريخ استحقاقها بين قصيرة وطويلة الأجل، والاستفادة من مزايا كل نوع، حيث أنّ الاستثمارات قصيرة الأجل تتفادى مخاطر أسعار الفائدة في حين يزداد معها التذبذب في مستوى العائد، على عكس الاستثمارات طويلة الأجل وخاصة السندات - فهي تحافظ على مستوى العائد، في حين تكون عرضة لمخاطر التغيرات في أسعار الفائدة. وعموماً ينقسم التنوع إلى تنوع ساذج وتنوع ماركويترز، فالتنوع الساذج مفاده أنه كلما تنوعت الأصول المكونة للمحفظة من حيث جهة الإصدار، كلما قلل ذلك من التعرض للمخاطر، حيث زيادة حجم المحفظة يقلل من مخاطرها، فضلاً عن ذلك فإنّ اختيار الأوراق المالية يكون بصورة عشوائية لذلك يطلق عليه أيضاً "التنوع العشوائي"¹، في حين أنّ تنوع ماركويترز يعتمد على معامل الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة، حيث كلما كان الارتباط عكسياً، كلما أدى ذلك إلى التخفيض من حدة المخاطر والعكس في الحالة التي يكون فيها الارتباط موجباً.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص:72.

المبحث الثالث: إدارة المخاطر

إنّ هدف أي مستثمر هو الموازنة بين العائد والمخاطرة، عن طريق تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل مخاطرة، فإذا كان الدخول في المخاطرة هدفه الحصول على أرباح أعلى، فإنّ عدم إدارتها بطريقة علمية صحيحة، قد يؤدي إلى فقدان العائد، والفشل في تحقيق الأهداف المرجوة.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول إدارة المخاطر

عملية إدارة المخاطر هي أسلوب منظم، لتحديد مدى احتمال أن يؤدي الخطر إلى إحداث ضرر، وتقييم الآثار المترتبة عليه، ووضع الاحتياطات اللازمة لتقليلها إلى الحدود المقبولة.

الفرع الأول: تعريف إدارة المخاطر

تعرف إدارة المخاطر بأنها "تحديد ومتابعة ومراقبة المخاطر للإبلاغ عنها والتحكم فيها، للحد من أثارها السلبية"¹.

كما تعرف بأنها "تحديد، تحليل، والسيطرة الاقتصادية على المخاطر التي تهدد الأصول، أو القدرة الإيرادية للمشروع"².

وهي إجراء منظم للتخطيط من أجل تحديد، تحليل، الاستجابة ومتابعة المخاطر المتعلقة بأي مشروع، وتتضمن الإجراءات والأدوات والتقنيات التي ستساعد مدير المشروع على تعظيم إمكانية وأسباب تحقيق نتائج إيجابية، وتخفيض إمكانية وأسباب تحقيق نتائج غير ملائمة"³.

ومنه فإدارة المخاطر هي العملية التي يتم من خلالها تحديد المخاطر، بهدف متابعتها والتحكم فيها أو التقليل من حدتها، وذلك باتباع سياسات واستراتيجيات يعتمدها المدير المالي، بهدف الموازنة بين المخاطر والربحية.

الفرع الثاني: أهمية إدارة المخاطر

يمكن تلخيص أهمية إدارة المخاطر فيما يأتي:⁴

¹ صادق راشد الشمري، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

² خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ص: 10.

³ عصماني عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

⁴ طيبة عبد العزيز، مرايمي محمد، بازل 2 وتفسير المخاطر المصرفية في البنوك الجزائرية، الملتقى الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 11-12 مارس 2008، ص: 20.

- المساعدة في تشكيل رؤية واضحة يتم بناءً عليها تحديد خطة العمل.
- تنمية وتطوير الميزة التنافسية للبنك، عن طريق التحكم في التكاليف الحالية والمستقبلية.
- تقدير المخاطر والتحوط ضدها، بما لا يؤثر على ربحية البنك.
- المساعدة في اتخاذ قرارات التسعير.
- تطوير إدارة المحافظ المالية، والعمل على تنويع الأوراق المكونة للمحفظة، من خلال تحسين الموازنة بين المخاطر والربحية.

الفرع الثالث:العوامل المؤثرة في إدارة المخاطر

- يمكن تلخيص العوامل المؤثرة في إدارة المخاطر فيما يأتي:¹
- التطورات الكبيرة والمتسارعة في تكنولوجيا الاتصالات، وأجهزة الحاسوب، والبرمجيات، وعولمة الصيرفة.

- ارتفاع حدة الوعي المصرفي، بالأخص في الدول المتقدمة.
- التصاعد الشديد في حدة المنافسة في صناعة الخدمات المالية والمصرفية.
- عدم اهتمام إدارة المصارف بإدارة الخطر، مع ضعف الوعي والخبرة الكافية.
- الاعتماد المتزايد على إسناد الأعمال إلى جهات خارجية كطرف ثالث لتوفير خدمات معينة.
- تصاعد إمكانية الغش والاحتيال والتدليس.
- عدم شفافية القوانين والتشريعات الخاصة بتطبيق نطاق صلاحية القوانين والتشريعات.

الفرع الرابع: الجهات المهمة بإدارة المخاطر

- يمكن تحديد الأطراف المهمة بإدارة المخاطر في الجهات الآتية:²
- المراقبون وينحصر دورهم في تسهيل عمليات إدارة المخاطر، وتوفير بيئة جيدة لإدارة الخطر.
 - إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة، لكي يكونوا مسؤولين عن وضع استراتيجيات التشغيل.
 - مجلس الإدارة يكون مسؤولاً عن وضع الاستراتيجيات لمصادر الأموال واستخداماتها، وكذلك تعيين الموظفين، واختيار المدراء الأكفاء بهدف تحقيق الأهداف المرجوة.

¹ خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص:251-252.

² المرجع نفسه، ص:252.

-الإدارة التنفيذية يجب أن تكون ذات كفاءة وخبرة عالية، والتي يتم انتقائها من قبل مجلس الإدارة لغرض تنفيذ استراتيجيات مجلس الإدارة، والتي تتوفر لديهم الخبرة الكافية لإدارة المخاطر.
-لجنة التدقيق الداخلي، ووظيفتها الوقوف على مدى الالتزام بأنظمة رقابية داخلية.
-لجنة التدقيق الخارجي، وهدفها تقييم العمليات الخاصة بإدارة المخاطر، ويجب أن يكون تنسيق بينها وبين المراقبين.

-المتعاملون مع المصرف، وبالأخص المودعين الذين يقع عليهم جزء من إدارة المخاطر، وذلك بمطالبتهم المصرف بالإفصاح عن المعلومات المالية، حتى يمكنهم تقييم المصرف بصورة دقيقة.

المطلب الثاني: الخطوات والطرق المتبعة لإدارة المخاطر

إذا تأكدنا من وجود المخاطر، وتوفرت لدينا طرق دقيقة لقياسها، تمكنا حينئذ من التعامل معها، فعملية إدارة المخاطر تقوم على خطوات محددة، نوضحها فيما يأتي.

الفرع الأول: خطوات إدارة المخاطر

تتم عملية إدارة المخاطر بتطبيق خمس مراحل أساسية كما يأتي:¹

- 1-**تعريف المخاطر:** هي الخطوة الأساسية الأولى للتعرف على المخاطر المحيطة بالعمل.
- 2-**تحليل الخطر:** ويتم بها تصنيف الخطر والوقوف على مصادره الأصلية.
- 3-**تقييم المخاطر:** وهو تحديد الآثار التي يحدثها الخطر، واحتمال حدوث كل خطر.
- 4-**التحكم في المخاطر:** وبها يتم تحديد الطرق المستعملة لتقليل احتمال الخطر وأثاره.
- 5- **المراقبة والمتابعة الدورية:** وتتم لاستكشاف أي مصادر خطر جديدة، أو فشل التحكم في مخاطر سابقة.

¹ عاطف عبد المنعم، محمد محمود الكاشف، سيد كاسب، **تقييم وإدارة المخاطر**، الطبعة الأولى، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، جامعة القاهرة، 2008، ص: 06.

الشكل رقم 2: مراحل عملية إدارة المخاطر



المصدر: محمد عبد الحميد عبد الحي، إستخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، سوريا، 2014، ص:21.

يتضح من الشكل أعلاه أنه يمكن تلخيص مراحل إدارة المخاطر في ثلاث خطوات أساسية، تتمثل الأولى في تعريف وتحليل الخطر والبحث عن مسبباته، ثم تأتي كمرحلة ثانية البحث عن حلول يمكن من خلالها تخطي الخطر أو تحويله إلى طرف آخر يكون مستعداً لذلك، ثم كمرحلة ثالثة وأخيرة يتم أخذ القرار حول الطريقة المثلى لمواجهة الخطر.

الفرع الثاني: الطرق المتبعة في إدارة المخاطر

إنّ نجاح المؤسسات المالية والاقتصادية يتوقف بشكل أساسي على مدى تفعيل إدارة المخاطر، والذي يتوقف على وضع الاستراتيجيات، التي تهدف إلى الاستجابة للمخاطر المحتملة، وإمكانية التعامل معها، والتقليل من حدتها.

1- تجنب الخطر:

وفي هذه الحالة يكون المستثمر في حالة عدم قابلية لتحمل المخاطرة، وبالتالي إمّا يعزف عن الاستثمار، أو يقوم بتحويل الخطر إلى طرف آخر، فبهذه الطريقة يتم الابتعاد عن مسببات الخطر وتجنبها كلياً، ورفض المستثمر تحمل المخاطرة ولو لفترة قصيرة.

2- تحمل الخطر:

في هذه الحالة يتحمل المستثمر الخطر سواء مخيراً أو مجبراً، وعادة تتبع هذه الطريقة إذا كان احتمال تحقق الخطر ضئيلاً، والخسائر المتوقعة صغيرة ويمكن مواجهتها.

3- تحويل الخطر:

وحسب هذه الطريقة يقوم المستثمر بتحويل الخطر إلى طرف آخر يكون على استعداد لتحمل المخاطر، مقابل دفع الطرف المحول للخطر مبلغ مالي للطرف المتحمل للخطر، سواءً تحققت المخاطر أو لم تتحقق.

تختلف طريقة تحويل الخطر عن طريقة تحمل الخطر، في أنّ الأولى يترتب عليها دفع تكلفة نقل العبء إلى طرف آخر، دون الرغبة في تحمل الخسائر الناتجة عن الخطر، أمّا في حالة تحمل الخطر فالمستثمر يكون على استعداد لتحمل الخطر وخسائره.

4- تخفيض الخطر:

وذلك بالوقاية والتحكم في الخسائر، من خلال الآليات التي من شأنها التقليل من حدة الخطر.

المطلب الثالث: استراتيجيات إدارة المخاطر

توجد ثلاث سبل لإدارة المخاطر وهي: التأمين، وإدارة التوازن بين أصول المنشأة وخصومها، والتغطية.

الفرع الأول: التأمين

المخاطر التي يمكن التأمين عليها، يجب أن تكون من المخاطر التي يتعرض لها عدد كبير من المنشآت والأفراد في أوقات مختلفة، والتي من الممكن قياسها بدرجة كبيرة من الدقة.

الفرع الثاني: إدارة التوازن بين الأصول والخصوم

تهدف إدارة التوازن بين الأصول والخصوم، إلى تقليل تعرض المنشأة لمخاطر السعر، مع تحقيق العائد المستهدف، أو بعبارة أخرى تحقيق التوازن بين الأصول والخصوم المالية بالميزانية من حيث تواريخ الاستحقاق.

الفرع الثالث:التغطية

تعتبر وظيفة التغطية من أهم وظائف المشتقات المالية، فهي تسهم في تحقيق الأهداف الاستراتيجية لمنشآت الأعمال، من خلال قدرتها على إدارة المخاطر، وذلك بإدارة التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية.

1- مفهوم التغطية:

تعرف التغطية على أنها تحويل للمخاطر نحو الأطراف المقبلة عليها¹. كما تعرف " بأنها العملية التي يبحث من خلالها أحد المستثمرين عن حماية مركز له في السوق الحاضرة باستخدام مركز مضاد"². إضافة إلى أنها" فن إدارة مخاطر الأسعار، من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات"³.

ومما سبق نستطيع القول: إنّ عملية التغطية هي الآلية التي يقوم بواسطتها المستثمر بأخذ مركزين مختلفين، حيث إنّ الخسائر المحتملة في المركز الأول تغطيها الأرباح المحققة من المركز الثاني، سواءً تعلق الأمر بالأوراق المالية نفسها أو باستعمال أوراق مالية مختلفة، ورغم أنّ التغطية هدفها الأساسي التقليل من المخاطر، إلاّ أنّه يصعب تحقيق تغطية كاملة بجعل المخاطر معدومة.

2-أنواع التغطية:

التغطية تكون في صورتين: إمّا أن يقوم المستثمر بإبرام عقد يضمن شراء أصل معين مستقبلاً، بسعر متفق عليه مسبقاً (إذا كان المستثمر يتوقع ارتفاع الأسعار)، أو أن يقوم بإبرام عقد بيع أصل معين مستقبلاً بسعر متفق عليه مسبقاً (إذا كان المستثمر يخشى انخفاض الأسعار).

¹Yves Jegourel, **les produits financiers dérivés**, edition découverte, paris,2005,p :99.

² شقيري نوري موسى، **إدارة المشتقات المالية-الهندسة المالية-** دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأرن، 2015، ص: 53.

³ سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية :ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات ، مصر،2005،ص:317.

الفصل الأول : المخاطر و إدارتها

2-1- **التغطية بمركز طويل:** (تغطية مركز الشراء) وهي أخذ مركز على عقد لشراء أصل ما بهدف الوقاية ضد مخاطر ارتفاع الأسعار¹، حيث إنّ صاحب المركز الطويل يقوم بتنشيت سعر الشراء تحسباً من ارتفاعه، لأنّه يكون بحاجة إلى الأصل في تاريخ لاحق.

2-2- **التغطية بمركز قصير:** يقصد بالتغطية بمركز قصير أخذ المستثمر لمركز بائع على عقد مستقبلي، لمواجهة انخفاض سعر أصل يمتلكه أو يتوقع أن يمتلكه²، حيث يثبت صاحب المركز القصير (مالك الأصل) سعر البيع تخوفاً من انخفاضه مستقبلاً.

جدول رقم 4: ملخص مواقف التحوط

الحالة	المخاطرة	التغطية الملائمة
-حيازة أصل	-احتمال انخفاض سعر الأصل	-تحوط قصير
-التخطيط لشراء أصل	-احتمال ارتفاع سعر الأصل	-تحوط طويل
-بيع أصل على المكشوف	-احتمال ارتفاع سعر الأصل	-تحوط طويل
-إصدار سندات بسعر معوم	-احتمال ارتفاع سعر الفائدة	-تحوط قصير
-التخطيط لإصدار سندات	-احتمال ارتفاع سعر الفائدة	-تحوط قصير

المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات ، مصر، 2005، ص: 326.

من الجدول نستنتج أنّ العقود المستقبلية التي يكون هدفها التغطية ضد مخاطر ارتفاع أسعار الأصل أو انخفاض أسعار الفائدة تمثل مراكز طويلة الأجل، والعقود التي يكون هدفها الحماية والتحوط من مخاطر انخفاض أسعار الأصل أو ارتفاع أسعار الفائدة تمثل مراكز تغطية قصيرة الأجل.

3-الاعتبارات الأساسية للتغطية:

هناك ثلاثة عناصر أساسية يجب أخذها بعين الاعتبار في إدارة المخاطر وهي حجم التغطية، فاعلية التغطية و تكلفة التغطية، ويمكن تلخيصها فيما يأتي³:

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر : الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية، الجزء 2، المشتقات، العقود الآجلة والعقود المستقبلية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015، ص: 236.

² المرجع نفسه، ص: 242.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر : الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني العقود الآجلة والعقود المستقبلية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 74-75.

3-1-حجم التغطية: أو ما يطلق عليه بنسبة التغطية، والمقصود بها عدد الوحدات من عقود التغطية (عدد عقود المشتقات) اللازمة لتغطية مركز أخذه المستثمر في السوق الحاضر، على وحدة واحدة من الأصل محل التغطية.

3-2-فاعلية التغطية: حيث تزداد فاعلية التغطية كلما كان الارتباط قوياً بين سعر الأصل محل التغطية في السوق الحاضر، وسعره في عقد المشتقات المستخدم في التغطية، وتقاس قوة الارتباط بمعامل الارتباط.

3-3-تكلفة التغطية: وتتمثل في ما سوف يتحمله المستثمر في عقود المشتقات، حتى ولو كانت التكلفة ضئيلة ولكنها غير مجانية.

المبحث الرابع: المشتقات المالية كأداة للتحوط والتغطية من المخاطر المالية.

ظهرت المشتقات المالية استجابةً لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية لابتكار أدوات مالية جديدة، تفي باحتياجات السيطرة على المخاطر، فهي أدوات استثمارية جديدة تسهل عملية نقل وتوزيع وإدارة المخاطر، والتحوط منها والمراجعة بين الأسواق والمضاربة.

المطلب الأول: المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عقود تهدف لمبادلة المخاطر بين أطراف مختلفة لأصول معينة، قد تكون حقيقية أو مالية، مع ضرورة توفر شروط معينة بين البائع والمشتري.

الفرع الأول: ماهية المشتقات المالية

تمثل المشتقات المالية ملجأً للمستثمرين والمتعاملين في أسواق المال، بهدف التحوط من المخاطر المختلفة الممكن التعرض إليها من جراء الاستثمار في الأوراق المالية.

1- تعريف المشتقات المالية:

تعرف المشتقات على أنها " أداة مالية تشتق من أدوات مالية معينة، أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية"¹.

كما تعرف بأنها " ورقة مالية هدفها في المقام الأول، نقل المخاطر، أو التحوط منها، أو إدارتها"². وتعرف كذلك على أنها أدوات تستخدم لنقل المخاطر وتبادلها من طرف لآخر³.

فالمشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر، تتغير أسعار المشتقات المالية تبعاً لتغيرات أسعار الأصول المقيمة على أساسها، والتي قد تكون سلعة أو سندات أو أسهم أو مؤشرات أو أي أصول أخرى.

المشتقات بطبيعتها هي مبادلة صفرية، إذ إن ما يربحه شخص، هو ما يخسره الطرف الآخر، وبهذا تسمى في كثير من الأحيان باللعبة الصفرية¹.

¹ ملياني حكيم، شوقي طارق، المشتقات المالية من أدوات للتغطية والتحوط ضد المخاطر إلى مسيبي للأزمة المالية، الملتقى الدولي: منتجات تطبيق الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، 5-6 ماي 2014، ص: 04.

² Sara Cecchetti, Analysis of credit risk financial indicators, doctoral thesis, Luiss Guido Carli University, roma, 2012, p:09.

³ يونس صوالحي، آدم وضاح، أدوات التحوط(المشتقات) بين الإبتكار والمحاكاة، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 اوت 1955، سكيكدة، 17-18 نوفمبر 2015، ص: 03.

2- تطور المشتقات المالية:

قبل سنة 1973 كانت عقود المستقبلات والعقود الآجلة مقصورة على السلع الزراعية والموارد الطبيعية كالذهب والفضة، لكن بعد انهيار نظام بروتن وودز سنة 1973 حيث بدأ نظام تعويم العملات، وأصبحت أسعارها تتحرك حسب تغيرات العرض والطلب، الأمر الذي استحال معه تحديد اتجاه تغير أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، وهذا ما دفع بالمؤسسات والحكومات إلى البحث عن أدوات استثمارية يكون هدفها التقليل من آثار هذه التغيرات، فانتشرت المشتقات المالية خلال السبعينات والثمانينات من القرن العشرين بسبب تطور أساليب وصيغ التعامل، ونوعية الأدوات التي يجري التعامل بها في هذه الأسواق². فأصبحت المشتقات المالية أكثر الأدوات المالية استخدامًا للتحوط من المخاطر، وذلك لأنها تغطي العديد من المخاطر من بينها: مخاطر السوق، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر أسعار الأسهم، ومخاطر أسعار السلع، وتقوم بنقل الخطر من الطرف الأقل قدرة على تحمل الخطر، إلى الطرف الأقدر على تحملها.

الفرع الثاني: أسواق المشتقات المالية

إنّ عملية تداول المشتقات المالية تكون في الأسواق المنظمة، التي تتميز بشروطها النمطية المحددة من حيث الأجل، الحجم، وشروط التسليم، كما يتم تداولها في الأسواق الموازية، والتي تكون شروطها محددة طبقاً لاحتياجات المستثمرين، بهدف تمكّنها من تغطية مخاطرها في السوق المالية، أو استخدامها كأداة لتحقيق إيرادات من جراء تداولها.

1- السوق المنظمة: ويطلق عليها أيضاً بالسوق الآجل للبورصة، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، كتلك المتعلقة بالتسليم، والتسوية، والحد الأقصى، لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن يحوزها العميل الواحد من أصل مالي معين³.

¹ ماهر علي الشام، استخدام محاسبة الحماية (التحوط) في إدارة المخاطر المالية في منشآت الأعمال، تنمية الرافدين، مجلد 34، العدد 107، 2012، ص: 56.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني العقود الآجلة والعقود المستقبلية، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

³ سحنون محمود، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، ملتقى دولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 04.

2-السوق غير المنظمة:

وهي سوق غير نمطية تتداول فيها المشتقات المالية، حيث يتم تحديد شروط العقد حسب رغبة المتعاقدين، سواءً تعلق الأمر بالأصل محل التعاقد، السعر، النوعية، تاريخ الاستحقاق وغيرها. ويمكن توضيح أهم الفروقات بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة في الجدول أدناه:

جدول رقم 5: الفروقات بين التعامل بالمشتقات في الأسواق المنظمة وغير المنظمة

الأسواق غير المنظمة للمشتقات	الأسواق المنظمة للمشتقات
-الأدوات المالية التي يتم تداولها عبر شركات الوساطة المالية والمصارف التجارية، وأهمها العقود الآجلة وعقود العملة، وعقود أسعار الفائدة، والخيارات والمبادلات.	-الأدوات التي يتم تداولها في الأسواق المنظمة تشمل: العملات الأجنبية وأسعار الفائدة، مستقبلات السلع والخيارات، وخيارات المستقبلات والعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم وغيرها.
-حجم العقد غير محدد بأي قيمة كما أنّ أجل العقد يمكن أن يمتد لفترات مختلفة بما يتلاءم وحاجات طرفي العقد وعليه فإنّ الأسعار أيضاً يتم تحديدها من خلال تفاوض الطرفين.	-يتم التداول فقط بالعقود المنظمة أو المعيارية، حيث تكون تواريخ الاستحقاق وحجم العقود وغيرها من الصفات المحددة مسبقاً، أمّا الأسعار فتتغير حسب تقلبات السوق.
-تعتبر البنوك التجارية اللاعب الرئيسي في عقد هذه الصفقات كوسيط أو غالباً ما تكون أحد طرفي العقد.	-لا توجد مخاطر ناشئة عن احتمالية تراجع أحد أطراف التعاقد لأنها مضمونة من قبل دار التسوية.
-عند شراء الأسهم فإنّ بعض المشتقات مثل الخيارات يقوم المشتري (صاحب المركز الطويل) بدفع علاوة في بداية التعاقد.	-لا يدفع طرفاً التعاقد أي تكاليف أو علاوة ولكن عندما تتقلب أسعار السلع السوقية فتتغير متطلبات الهامش، حيث يتم تأشير العقود حسب تغيرات السوق اليومية.
-لا يتمتع هذا السوق بالسيولة، ذلك لأنه بغرض إغلاق أحد المراكز (العقود) فإنّه يتطلب البحث عن طرف آخر لشراء العقد وبنفس المواصفات التي تم التفاوض عليها سابقاً، فضلاً عن ارتفاع تكاليف التداول.	-أهم ميزة للسوق المنظم هي السيولة، بمعنى إمكانية إغلاق المراكز من خلال الدخول بصفقات معاكسة فضلاً عن انخفاض مخاطرة عدم التزام طرفاً العقد بشروط العقود.

المصدر: أسعد حميد العلي، إدارة المصارف التجارية: مدخل إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، الذاكرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 417.

الفرع الثالث: مستعملو المشتقات المالية

تستخدم المشتقات المالية لثلاثة أغراض: التحوط، المضاربة، المراجحة.

1- المتحوطون: الهدف الأساسي لهذه الفئة هو التحوط من المخاطر الممكن التعرض لها، وتحويلها إلى فئات أخرى لها قدرة على تحمل المخاطر، حيث تقوم هذه الفئة (أشخاص أو شركات) بشراء وبيع عقود مستقبلية في الوقت نفسه.

2- المضاربون: وهم الذين يقومون بالاستثمار في الأدوات المالية، بهدف تحقيق الأرباح والمكاسب الناتجة عن التغيرات في الأسعار، مقابل تحمل قدر كبير من المخاطرة.

3- المراجحون: هم الذين يقومون بمحاولة الاستفادة من تقلبات أسعار السلع والعملات والأوراق المالية المتداولة في الأسواق المختلفة¹، بهدف تحقيق أرباح من خلال الخلل الموجود في السوق، كما يعمل المراجحون على إعادة التوازن عن طريق تغييرات العرض والطلب على السلعة أو الأصل أو العملة الأساسية²، وعادة تقوم هذه الفئة بعمليات بيع وشراء للسلع والأوراق المالية في أكثر من سوق بهدف الاستفادة من تغيرات الأسعار، حيث تشتري من السوق المنخفض السعر، ويكون البيع في السوق المرتفع السعر، دون تحمل مخاطرة.

يلعب التحكيم دورًا أساسيًا في تحليل أسواق المال، لأنه يضمن أن تتقارب الأسعار مع القيم الحقيقية، الأمر الذي يدفع إلى الحفاظ على كفاءة سوق المال³.

المطلب الثاني: أنواع المشتقات المالية

تنقسم المشتقات المالية إلى العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المبادلات.

الفرع الأول: العقود الآجلة

1- تعريف العقود الآجلة:

تعرف العقود الآجلة على أنها التزامًا بشراء أو بيع كمية معينة من أصل معين، في تاريخ لاحق بسعر محدد سابقًا عند إبرام العقد¹، وبالتالي فالعقد الآجل يلتزم بمقتضاه طرفا العقد على شراء وبيع (تسليم

¹ Marc Levinson, Guide to financial markets, 6th editin, profile books ltd, London, 2014, p: 03.

² Imad A.Moosa, International financial operations, Palgrave Macmillan, new York, 2003, p:01.

³ Andria Vander Merwe, Market liquidity risk, First edition, Palgave Macmillan, new York, 2015, p:11.

واستلام) الأصل محل التعاقد، في تاريخ محدد في المستقبل، وبسعر يتفق عليه مسبقاً، قد تكون الأصول محل التعاقد سلعية كالبن والنفط والذهب والماشية، أو مالية كالسندات والودائع والعملات الأجنبية والفوائد.² حيث إنَّ الطرف الذي يوافق على شراء الأصل في المستقبل هو المشتري الذي يتخذ مركزاً طويلاً، أمّا الطرف الذي يوافق على بيع الأصل (محرر العقد) فيتخذ مركزاً قصيراً، فإذا ارتفع سعر الأصل ترتفع قيمة المركز الطويل وتقل قيمة المركز القصير، أمّا إذا انخفض سعر الأصل فيحدث العكس³.

وبالتالي فالعقود الآجلة هي عقود مغلقة يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة، بمقتضاها يتفق الطرفان على تسليم واستلام الأصل محل التعاقد، بكميات معينة، وفي تاريخ معين، وبسعر شراء أو بيع متفق عليه مسبقاً، ومنه يتضح لنا أنّ العقود الآجلة هي عقود شخصية يتم فيها التفاوض حول الكمية، السعر، تاريخ التنفيذ... فالمشري يلتزم بدفع السعر المتفق عليه عند التعاقد (سعر التنفيذ) في تاريخ التسوية، والبائع يلتزم بتسليم السلعة إلى المشتري، ويتحدد ربح أو خسارة الطرفين في العقود الآجلة بالفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقي في تاريخ التسوية.

2- أركان العقود الآجلة:

وهي الشروط الواجب توافرها في العقود الآجلة، وهي:

2-1- مشتري العقد: كما ذكرنا آنفاً أن طرفي العقد الآجل يتفاوضان حول شروط العقد من حيث الكمية والسعر وتاريخ التنفيذ حسب رغبات الطرفين المتعاقدين، فالطرف المشتري هو الطرف الذي يلتزم بدفع قيمة الأصل في تاريخ التسوية حسب السعر المتفق عليه في العقد.

2-2- بائع العقد: وهو المسؤول عن تسليم الأصل محل التعاقد في تاريخ التسوية مقابل الحصول على قيمته من المشتري.

2-3- سعر التنفيذ: وهو السعر المتفق عليه في العقد بين البائع والمشتري لتسوية الصفقة.

2-4- الأصل محل التعاقد: من الشروط الأساسية في العقد الآجل هو توفر الأصل محل التعاقد سواءً كانت سلعة، أو ورقة مالية أو غيرها.

¹ بوشنين ليلي، دور منتجات الهندسة المالية في استقرار الأسواق المالية، المؤتمر الدولي الأول، منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية_ 05-06 ماي 2014، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2014، ص:07.

² جليل كاظم مدلول العارضي، توظيف العقود الآجلة لأغراض التحوط، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العدد3، 2010، ص:34.

³ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص: 587.

الفصل الأول : المخاطر و إدارتها

2-5- تاريخ التسوية: وهو تاريخ التنفيذ المتفق عليه بين الطرفين، والذي يتم فيه تسوية الصفقة ومعرفة ربح وخسارة كلا الطرفين.

2-6- السعر الآجل: وهو سعر الأصل موضوع العقد في السوق، وهو قابل للتغيير حسب العرض والطلب، وليس شرطاً أن يتساوى مع سعر التنفيذ في تاريخ التنفيذ، لكنهما يتساويان عند التعاقد.

3- استخدام العقود الآجلة لأغراض التحوط:

تستخدم العقود الآجلة كغيرها من العقود المشتقة في التحوط والتقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر في سوق الأوراق المالية، فالعقود الآجلة على أسعار الفائدة تعتبر من أهم العقود المشتقة المستخدمة في التحوط من مخاطر تغيرات أسعار الفائدة في السوق، فإذا كان المستثمر يقبل على الاستثمار في السندات ويتوقع ارتفاع أسعار الفائدة مستقبلاً، يقوم في هذه الحالة بإبرام عقد آجل لسعر الفائدة، فيحدد فيه سعر فائدة ثابت عند التعاقد، ويلتزم الطرف الثاني بالتنفيذ في تاريخ تسوية العقد، وبهذه الطريقة يكون المستثمر قد قام بحماية نفسه من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

كما تستخدم العقود الآجلة في المضاربة، حيث إنّ المضارب هدفه الأساسي تحقيق أرباح من التغيرات في الأسعار، فيقوم بشراء الأصول التي يتوقع ارتفاع أسعارها وبيع الأصول التي يتوقع انخفاض في أسعارها، وفي حالة عدم تأكد المضارب من تغيرات الأسعار مستقبلاً يقوم باتخاذ مركزاً معاكساً في السوق الآجل.

4- مزايا وعيوب العقود الآجلة:

يمكن توضيح مزايا وعيوب العقود الآجلة في الجدول الآتي:

جدول رقم 6: مزايا وعيوب العقود الآجلة

المزايا	العيوب
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية. - حجم العقد مرن. - موعد التنفيذ مرن. - وقت التعامل غير محدد بوقت معين. - لا يتطلب وجود هامش.	- لا تخضع لنظام السوق المنظمة. - العقد قد يصعب إلغاؤه. - قد تتضمن شروط جزائية. - مخاطر إئتمانية كبيرة.

المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص: 588.

الفرع الثاني: العقود المستقبلية

تعتبر العقود المستقبلية من العقود الحديثة التي يتم تداولها على نطاق واسع في أسواق المال العالمية، حيث يبلغ حجم التداول في هذه العقود أرقامًا خيالية.

1- ماهية العقود المستقبلية:

العقود المستقبلية ليست أصولاً حقيقية، ولا أصولاً مالية كالأسهم والسندات، بل هي أدوات مالية تشتق قيمتها من أسعار الأصول المالية محل التعاقد سواءً سلعاً، أو أوراق مالية، أو مؤشرات السوق.

1-1- تعريف العقود المستقبلية:

تعرف العقود المستقبلية أنها عقد بين طرفين يتعهد فيها الطرف الأول (المشتري) بدفع قيمة الأصل في نهاية المدة، كما يتعهد البائع بتسليم الأصل في نهاية المدة المتفق عليها¹. فيحدد في العقد المستقبلي: نوع الأصل، الكمية، تاريخ التسليم، السعر، وإذا كانت عملية التسليم والاستلام المستقبلية تتضمن أوراق مالية فيطلق عليها المستقبليات المالية، فالذي يقوم بشراء العقد المستقبلي يتخذ مركزاً طويلاً والذي يبيع أو يحرر العقد المستقبلي يتخذ مركزاً قصيراً².

1-2- نشأة العقود المستقبلية:

تعتبر العقود المستقبلية من أقدم العقود حيث كان التعامل بها في بداية الأمر يتركز على المحاصيل الزراعية، ثم تطورت بعد ذلك لتشمل الأوراق المالية، مؤشرات البورصة، أدوات الخزينة والسندات الحكومية...

وكان استعمالها في بادئ الأمر فورياً حيث يتم تسليم السلع والحصول على قيمتها فوراً، ثم تطورت بعد ذلك لتصبح عقوداً آجلة حيث يتم التسليم والاستلام في فترات لاحقة، وكانت عبارة عن عقود غير نمطية وغير موحدة من حيث شروط التسليم، تواريخ التسليم، الكمية... لكنّها تطورت بعد ذلك لتصبح العقود المستقبلية عبارة عن عقود نمطية موحدة من حيث تاريخ الاستحقاق، الكمية، إضافة إلى تداولها في أسواق منظمة.

¹ Frank J.Fabozzi, **Strategies, risks, and rewards**, john wiley& sons, Canada, 2004,p: 17.

² هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص: 70.

1-3- خصائص العقود المستقبلية:

يمكن تلخيص خصائص العقود المستقبلية فيما يأتي:¹

1- أن للعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري، والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري، وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.

2- يقوم متاجرو المستقبلات بوضع ما يعرف بالهامش الأولي والذي هو عبارة عن أموال يجب إيداعها في حساب خاص لدى غرفة التسوية بالسوق المالي كضمان لإستفاء الأطراف بالتزاماتهم (...).

3- إن أسعار عقود المستقبلات ترتبط مباشرة بأسعار الأصول الاستثمارية.

4- تتميز العقود المستقبلية بالشمولية، حيث يتم تحديد عدد الوحدات التي يغطيها كل عقد، مدة العقد.

5- تتمتع العقود المستقبلية بدرجة كبيرة من السيولة، حيث يتم تداولها في الأسواق المنظمة بالسعر السوقي السائد في السوق، والذي يتحدد حسب قوى العرض والطلب.

4- المتعامل في هذه العقود المستقبلية يودع تأميناً بقيمة (5% إلى 10%) من القيمة الكلية للعقد.

1-4- آليات التداول في سوق العقود المستقبلية:

يتم تداولها في الأسواق المنظمة لتؤكد الالتزام بالتسليم والاستلام وذلك لكمية ونوعية تم الإتفاق عليهما في وقت محدد مستقبلاً، على أن يقوم المشتري بدفع الثمن عند التسليم، ويتم اللجوء للعقود المستقبلية من قبل طرفي التعاقد بهدف التقليل من مخاطر تغيرات أسعار الأصل محل التعاقد، حيث يلزم العقد المستقبلي كل طرف من أطراف العقد على دفع هامش مبدئي - مبلغ مالي أو سندات حكومية - إلى السمسار والذي يحدده بيت التسوية، ويمثل نسبة ضئيلة من القيمة الاسمية للأصل محل التعاقد، وذلك لإثبات الجدية وحسن النية، ولحماية الطرفين من مخاطر عدم الوفاء.

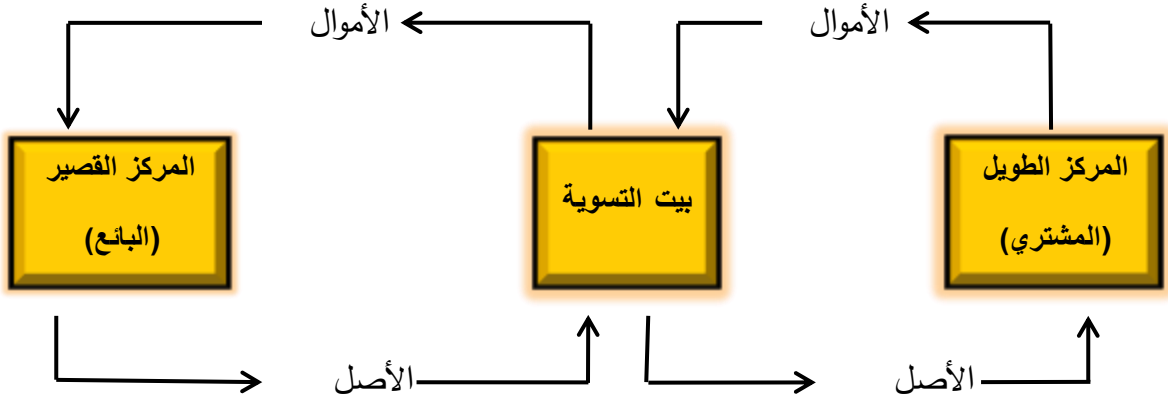
يوجد في العقود المستقبلية طرفان بائع العقد (صاحب المركز القصير)، ومشتري العقد المستقبلي (صاحب المركز الطويل)، حيث يحقق الطرف المشتري أرباحاً في حالة ارتفاع السعر عن السعر الذي تم التعاقد به، وفي هذه الحالة يحقق الطرف البائع خسائر مساوية لأرباح الطرف البائع صاحب المركز الطويل وذلك لأن:²

¹ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 227-228.

² محمد الحناوي آخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 240.

الربح للمركز الطويل(المشتري)=السعر الحاضر وقت التسليم - سعر العقد المستقبلي.
الربح للمركز القصير(البائع)=سعر العقد المستقبلي - السعر الحاضر وقت التسليم.

الشكل رقم 4: آلية التداول في سوق العقود المستقبلية



المصدر: محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص: 244.

يتضح من الشكل أعلاه أنّ مشتري العقد المستقبلي وبائعه لا يتصلان ببعضها البعض، حيث يقوم بيت التسوية بدور الوسيط بينهما، ويكون بمثابة البائع للعقد بالنسبة لصاحب المركز الطويل، ومشتري للعقد بالنسبة لصاحب المركز القصير، فبيت التسوية يلتزم بتسليم الأصل إلى صاحب المركز الطويل ويلتزم بالدفع إلى صاحب المركز القصير مقابل تسليمه الأصل.

2-التحوط بالعقود المستقبلية:

تستخدم العقود المستقبلية للتحوط من أنواع مخاطر مختلفة من المخاطر من بينها:

2-1-العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

يقصد باستخدام العقود المستقبلية في التحوط من مخاطر أسعار الفائدة، هو مراقبة تحركات الأسعار بهدف التقليل من الخسائر الناتجة عن التغيرات المستمرة في أسعار الفائدة، والتي تؤدي إلى التغير في قيمة السندات، وتقوم عملية تسعير العقود المستقبلية في هذه الحالة على المساواة بين السعر الحالي للأصل مع سعر هذا الأصل في العقد المستقبلي.

2-2-العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

لقد بدأ العمل بهذه العقود في سنة 1982 وحقق نجاحات كبيرة، إذ دعمت التجارة بأربعة أنواع من المؤشرات في بورصة الولايات المتحدة هي: مؤشرات ستاندر أندبور 500، ومؤشر السوق الرئيسية،

ومؤشر (value line)، ومؤشر بورصة أسهم نيويورك¹، فالعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم تمكن المستثمر من المشاركة في حركة أسعار الأسهم بدون شراء أو بيع فعلي لكميات كبيرة من الأسهم، ويتحدد حجم العقود على مؤشرات الأسهم بضرب قيمة المؤشر في رقم معين من الدولارات².

وتتم تسوية العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم على أساس نقدي، على عكس العقود المستقبلية على أساس السلع فتم تسويتها على أساس فعلي، حيث يتكون المؤشر من أسهم منشآت مدرجة في سوق الأوراق المالية أو غير مدرجة فيه أو الإثنين معاً، فتتغير أسعار الأصول المالية باستمرار طبقاً لتغيرات السوق ككل، لذلك تم استخدام العقود المستقبلية كأداة للتحوط من هذه المخاطر المكونة للمحفظة، بإبرام عقود مستقبلية على مؤشرات الأسهم التي تتطلب تسوية ومتابعة يومية، كما بإمكان طرف من أطراف التعاقد أن يتخذ مركزاً معاكساً للمركز الأول حيث يتمكن المستثمرون والمضاربون تكرار الشراء والبيع للأسهم بتكلفة أقل من البيع والشراء في السوق الحاضر، ففي نهاية مدة العقد إذا كان السعر السوقي للمؤشر أكبر من سعر العقد المستقبلي، فيقوم بائع العقد بدفع الفرق بين القيمتين للطرف المشتري، ويحدث العكس في حالة انخفاض السعر السوقي للمؤشر عن سعر العقد المستقبلي.

2-3- العقود المستقبلية على أسعار الصرف:

هي أحد أنواع عقود المستقبلات، التي يتم فيها التعاقد على بيع وشراء كمية معينة من العملة الأجنبية. وظهرت هذه العقود في عام 1972 وتركزت على عملات الين الياباني، الجنيه البريطاني، الفرنك السويسري، والمارك الألماني، والفرنك الفرنسي، وازداد التعامل بها في تسعينات القرن الماضي³، حيث إن المؤسسة التي تقوم بشراء عقد مستقبلي للعملة (أخذ مركز طويل)، يتيح لها استلام مبلغ معين لعملة محددة بسعر محدد وبتاريخ محدد، أما الشركة التي تبيع عقد مستقبلي للعملة (أخذ مركز قصير) فإنها سوف تبيع كمية محددة من عملة معينة وبسعر وتاريخ محدد.

الفرع الثالث: عقود الخيارات

إن فكرة الخيارات قديمة، حيث بدأ التعامل فيها في أسواق غير منظمة، وذلك من خلال مكاتب التجار وبيوت السمسرة، ثم تطورت لتصبح من بين أهم أنواع المشتقات المالية.

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، زيد متعب عباس العباسي، علي عبودي نعمة الجبوري، إدارة المشتقات المالية-مدخل نظري وتطبيقي متكامل- الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص:44.

² محمد الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 265-266.

³ جليل كاظم مدلول العارضي، زيد متعب عباس العباسي، علي عبودي نعمة الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص:45.

1- تعريف ونشأة عقود الخيارات:

1-1- تعريف عقود الخيارات.

عقود الخيارات هي عبارة عن اتفاق بين طرفين تعطي لحاملها الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد في نهاية المدة المتفق عليها، مقابل دفع مبلغ معين من المال إلى محرر الخيار يطلق عليه مصطلح العلاوة. تتحدد قيمة العقد في تاريخ التنفيذ بالفرق بين السعر السوقي وسعر التنفيذ، والمستثمر الذي يشتري حق الخيار لديه ثلاثة أنماط من التصرف وهي:¹

-تنفيذ الخيار في أو قبل تاريخ التنفيذ ليصبح بعدها مالكا للموجود الأساسي.

-بيع عقد الخيار بالسوق المنظمة للخيارات قبل تاريخ التنفيذ.

-ترك الخيار تنتهي صلاحيته وتصبح بدون قيمة.

1-2-نشأة عقود الخيارات:

يعود ظهور هذه العقود إلى الأربعينيات من القرن التاسع عشر، حيث تم تداولها في السوق الموازية في سنة 1973، حيث تم إنشاء أول سوق منظم للتعامل بالخيارات وتم تسميته بسوق شيكاغو لتداول الخيارات.

وفي الأول من شهر جانفي لعام 1973 نظمت بورصة فيلادلفيا التعامل بعقود الخيارات في أمريكا بأشكال موحدة ثم تبعت بقية أسواق المال الأمريكية الأخرى، فزاد عدد الأسواق التي تتعامل بهذه العقود أكثر من 40 سوقاً على مستوى العالم، حيث كانت الخيارات في بادئ الأمر تبرم على السلع ثم تطورت وأصبحت تشمل معظم السلع والأوراق المالية، ومنذ ذلك التاريخ وحتى منتصف 1977 تم التعامل بعقود خيار البيع، حيث كان التعامل قبل ذلك مقتصرًا على التعامل بعقود خيار الشراء.²

وفي بداية الثمانينات تم إدراج أنواع جديدة من الخيارات شملت الأسهم وسندات الخزينة، السلع، البضائع، المؤشرات والعملات.

2- خصائص عقود الخيارات:

-**سعر التنفيذ:** هو السعر الذي يتم على أساسه الاتفاق بين طرفي العقد (مشتري الحق وبائعه)، والذي يتم به تنفيذ العقد إذا قرر المشتري ممارسة هذا الحق.

-**العلاوة:** وهي التكلفة التي سيدفعها مشتري الحق.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص: 598.

² عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة دمشق، 2009-2010، ص: 14.

-تاريخ الاستحقاق: هو تاريخ نهاية الحق، والذي يستطيع من خلاله حامل الحق تنفيذ حق الشراء أو البيع.

-تاريخ التسوية: وهو التاريخ الذي يتم فيه التسليم والاستلام الفعلي للأصول والأوراق المالية المشتراة والمباعة، وعادة يكون بعد يومين عمل من تاريخ الاستحقاق.

-مشتري حق الخيار: وهو الطرف الذي يدفع قيمة العلاوة إلى بائع الحق، ويتمتع بحرية التنفيذ أو عدم التنفيذ في نهاية فترة العقد حسب السعر السوقي.

-بائع حق الخيار: وهو الطرف الثاني للعقد والذي يتسلم قيمة العمولة، وهو من يلتزم بتنفيذ أو عدم تنفيذ العقد طبقا لقرار مشتري الحق.

3-أنواع عقود الخيارات:

تقسم الخيارات حسب الجهة المنظور إليها، إلى عدة أنواع نوضحها فيما يأتي:

3-1-أنواع الخيارات باعتبار الحق الذي يمنحه الخيار:

أولاً- عقود شراء حق الخيار:

يعرف عقد حق خيار الشراء بأنه امتلاك اختيار، يعطيه الحق في شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه، وبسعر متفق عليه مسبقاً¹، فخيار الشراء هو الذي يتيح لحامله الحق وليس الالتزام في شراء أصل معين، بسعر متفق عليه (سعر التنفيذ) خلال فترة زمنية معينة، مقابل دفع علاوة للبائع، وله مطلق الحرية في تنفيذ الحق من عدمه حيث إن أقصى ما يخسره حامل الحق هو قيمة العلاوة، ويحقق حامل خيار الشراء ربحاً إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر التنفيذ بعد طرح قيمة العلاوة التي دفعها، الأمر الذي يمكنه من شراء الأصل بسعر التنفيذ وإعادة بيعه بالسعر السوقي.

فإذا قام أحد المتعاملين في السوق المالي بشراء حق خيار لورقة مالية بسعر معين وليكن $p1$ ، إضافة إلى دفعه قيمة العلاوة، فالمستثمر في هذه الحالة يتوقع ارتفاعاً في سعر الورقة يفوق سعر التنفيذ $p1$ وهنا يقع المستثمر في موقفين:

-الحالة الأولى: إذا ارتفع سعر الورقة في سوق المال بما يفوق سعر التنفيذ $p1$ +العلاوة، ففي هذه الحالة من مصلحة مشتري حق الخيار تنفيذه.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2011، ص: 64.

-**الحالة الثانية:** إذا لم يرتفع السعر إلى أكثر من سعر التنفيذ p_1 +العمولة، ففي هذه الحالة لا ينفذ الشراء وتتنصر خسارته في قيمة العلاوة.

ثانيا - عقود بيع حق الخيار:

هو عقد يتيح لحامله الحق في بيع الأصل إلى محرر عقد الخيار (البائع) بسعر متفق عليه مسبقاً في تاريخ مستقبلي محدد، وذلك مقابل علاوة تدفع للبائع، يستخدم عقد خيار البيع من قبل المستثمرين الذين يتوقعون انخفاضاً في أسعار الأصل محل التعاقد، فإذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق، ففي هذه الحالة يقوم حامل خيار البيع بشراء الأصل بالسعر السوقي المنخفض ويطلب تنفيذ خياره ببيع الأصل بسعر التنفيذ (المرتفع)، أما إذا كان السعر السوقي أعلى من سعر التنفيذ في تاريخ الاستحقاق، فيكون من مصلحة حامل الخيار عدم تنفيذ خياره وسيخسر العلاوة التي دفعها في بداية التعاقد.

ثالثاً: الخيار المركب:

هو عبارة عن خيار بيع أو شراء لعدد من الأوراق المالية المتفق عليها بسعر شراء أو بيع محدد مسبقاً وذلك عند تاريخ الاستحقاق¹، وهو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء، فيصبح لحامله الحق في أن يكون بائعاً أو مشترياً للأصل المالي محل الخيار بحسب ما تقتضيه مصلحته، وفي حين انخفاض الأسعار ينفذ حقه في البيع، وفي حالة ارتفاع الأسعار ينفذ حقه في الشراء.

3-2- أنواع الخيارات باعتبار صلاحية ممارسة العقد:

أولاً-الخيار الأوروبي: حسب هذا الأسلوب فإنّ مشتري حق الخيار لديه حق التنفيذ، فقط في تاريخ استحقاق العقد.

ثانياً-الخيار الأمريكي: وحسب هذا النوع من عقود الخيارات فإنّ مشتري الحق لديه الحرية في تنفيذ العقد في المدة الممتدة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ تنفيذه، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق.

ثالثاً - خيار برمودا: حسب هذا العقد يتم الاتفاق على فترات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، فهذا النوع من العقود يجمع بين عقد الخيار الأمريكي لأنه يمكن تنفيذها قبل تاريخ الاستحقاق، وعقد الخيار

¹ نيل حركاتي، عثمان بودحوش، الأثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، 5-6 ماي 2014، ص:10.

الأوروبي في أنه لا يمكن تنفيذها إلا في وقت محدد مسبقاً، وقد أخذت اسمها من جزيرة برمودا التي تقع بين أمريكا وأوروبا¹.

3-3- أنواع الخيارات باعتبار الأصل محل التعاقد:

حسب هذا المنظور تقسم الخيارات إلى خيارات على السلع، خيارات على الأوراق المالية، خيارات على العملات، وخيارات على مؤشرات الأسواق المالية.

3-4- أنواع الخيارات باعتبار ملكية الأصل محل الخيار.

هذا النوع من الخيارات يقوم على أساس ملكية الأصل محل التعاقد عند إبرام العقد، ويقسم إلى:

أولاً- الخيار المغطى:

وهو الذي يكون فيه محرر الخيار مالكاً للأصل محل التعاقد، وبالتالي فهذا النوع من الخيارات يتمتع بدرجة مخاطرة منخفضة، فإذا كان خيار شراء فالمحرر يتمتع بإمكانية تسليم الأصل محل التعاقد في تاريخ التسوية، وإذا كان خيار بيع فالمحرر يتمتع بسيولة لتغطية التزاماته في الحالة التي يقرر فيها صاحب الحق التنفيذ.

ثانياً- الخيار المكشوف (غير المغطى):

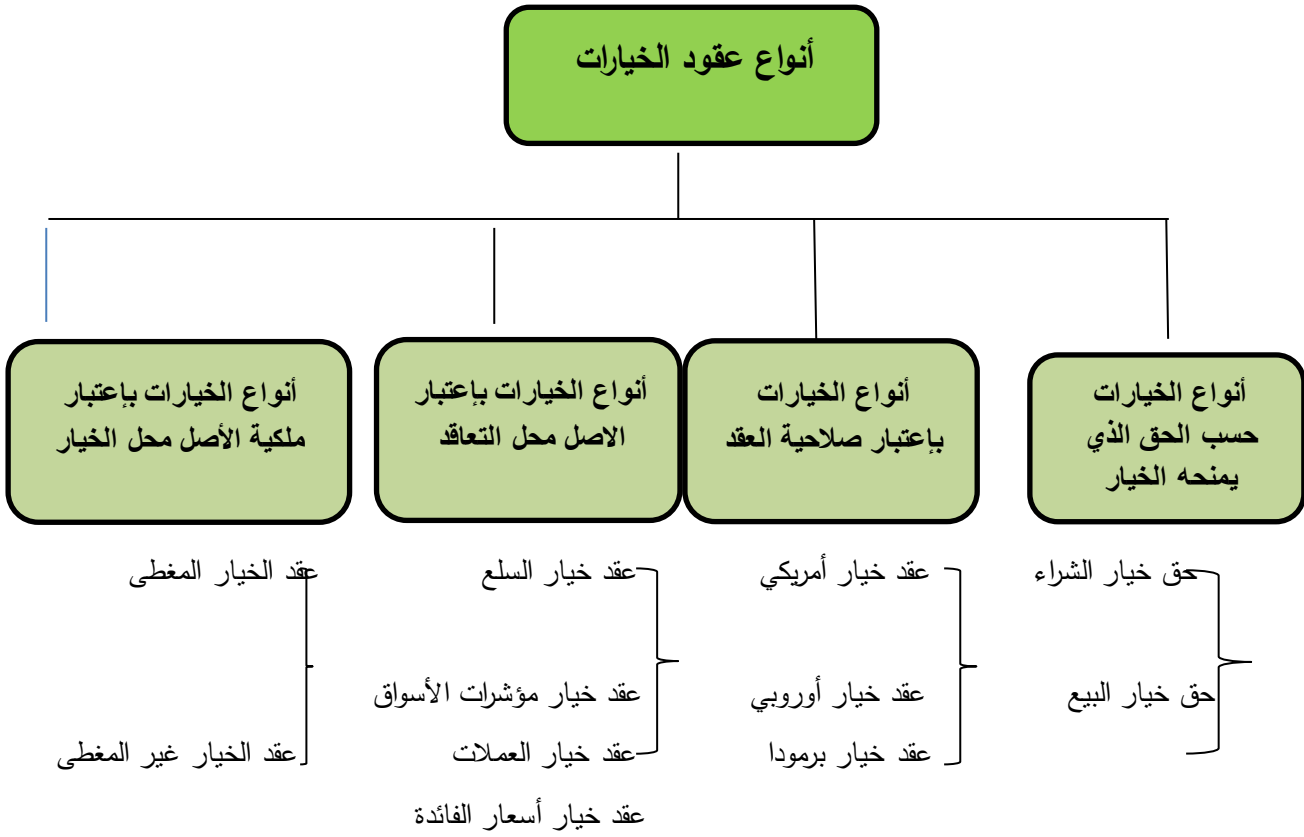
وهو الذي لا يكون فيه محرر الخيار مالكاً للأصل وهذا في الغالب يكون في عقود الخيارات القائمة على أساس مؤشرات أسواق المال².

ويمكن توضيح أنواع الخيارات في الشكل الموضح أدناه:

¹ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص: 243-244.

² عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

الشكل رقم 4: أنواع الخيارات



المصدر: من إعداد الطالبة استنادًا إلى ما سبق.

الفرع الرابع: عقود المبادلات

تعتبر المبادلات من أهم التطورات في مجال الاستثمارات المالية الحديثة وذلك لاعتبارها أداة لتقليل المخاطر.

1- تعريف عقود المبادلة:

عقود المبادلات عبارة عن اتفاق بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية بأخرى خلال فترة مستقبلية. فهي عقود غير نمطية، تقوم على أساس الاتفاق بين طرفي العقد (البائع والمشتري) حول مدة العقد، الكمية...بسعر يتفق عليه مسبقاً، ومن شروط عقد المبادلة وجود طرفين تتوفر لأحدهما الرغبة في التنازل عن سلعة ما مقابل الحصول على سلعة الطرف الآخر.

2- شروط عقد المبادلة:

تتمثل الشروط الواجب توفرها في عقد المبادلة فيما يأتي:¹

- طرفا العقد.

- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المبادلة.

- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة.

- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو التي تحصل بها المقبوضات.

- السعر الآجل لمبادلة الأصل المتفق عليه.

- مدة سريان العقد.

3- أنواع عقود المبادلة:

تقسم عقود المبادلة إلى أنواع مختلفة نوضحها فيما يأتي:

3-1- عقود مبادلة أسعار الفائدة:

هي عقود أو صفقات لتبادل أسعار الفائدة على القروض، حيث تهتم إدارة المنشآت والمؤسسات اهتمامًا متزايدًا بمشكلة مخاطر تغير أسعار الفائدة والتي قد تصل إلى حد الإفلاس.

وتنقسم مبادلة أسعار الفائدة إلى عدة أنواع نذكر منها، عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة والتي تعتبر من أكثر أنواع عقود المبادلة استخدامًا، فهي عقد بين طرفين يقوم فيه الطرف الأول بدفع فائدة ثابتة مقابل الحصول على سعر فائدة متغير، بهدف التحوط من ارتفاع أسعار الفائدة الثابتة، وفي المقابل يستلم الطرف الثاني الفائدة الثابتة، ويوافق على دفع سعر الفائدة المتغيرة خلال فترة زمنية معينة².

¹ عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص:162.

² Lau Chi Yuen, Joseph and Wong Chi Ho, **The functions of derivatives in financial risk management**, master's thesis of business administration, the Chinese university of Hong Kong, 1995, p:34.

جدول رقم 7: تأثير أسعار الفائدة على أطراف العقد

الأطراف كمشتري للعقد	ارتفاع أسعار الفائدة	انخفاض أسعار الفائدة
مشتري سعر الفائدة العائم	ربح	خسارة
مشتري سعر الفائدة الثابت	خسارة	ربح

المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص: 622.

فالمستثمر الذي يقبل دفع سعر الفائدة الثابت ويستلم سعر الفائدة العائم هو بحاجة إلى تثبيت سعر الفائدة الثابت، تحسباً من ارتفاع أسعار الفائدة مستقبلاً، أما الطرف الثاني فهو بحاجة إلى التحوط بحيث يثبت أسعار الفائدة العائمة (المتغيرة) التي تتغير بمرور الوقت تحسباً من انخفاض أسعار الفائدة مستقبلاً، ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة الثابتة عن أسعار الفائدة المتغيرة يحصل الطرف الأول على الفرق من محرر العقد (البائع)، وبالمقابل في حالة انخفاض أسعار الفائدة المتغيرة عن الثابتة، يحصل الطرف الثاني على الفرق من الطرف الأول (المشتري).

فالتطرف الأول يحقق ربحاً في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق ويحقق خسارة في حالة انخفاضها، أما الطرف الدافع لسعر الفائدة العائم فيحقق ربحاً إذا اتجهت أسعار الفائدة في السوق إلى الانخفاض، ويحقق خسارة في الحالة العكسية.

3-2- عقود مبادلات العملة:

هي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين، عند سعر الصرف السائد مقابل سعر الصرف الآجل¹.

كما تعرف على أنها اتفاق بين طرفين على شراء وبيع عملة على أساس التسليم الآني، وإعادة بيعها وشرائها في الوقت نفسه على أساس التسليم الآجل، بسعر تسليم آجل، يتم تحديده على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملتين².

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص: 171.

² نوردين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2014-2015، ص: 84.

والهدف منها تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة، بحيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية، فتنشأ مبادلة العملة عندما يقوم الطرف الأول بتقديم أصل معين بعملة معينة إلى الطرف الثاني الذي يملك كمية مساوية من عملة أخرى، حيث تقوم هذه العقود على فكرة أساسية مفادها أن يقوم الطرفان بشراء وبيع عملة ما في السوق الفوري، وفي الوقت نفسه يقوم الطرف المشتري ببيع العملة المشتراة في السوق الآجل، ويقوم الطرف البائع بالشراء في السوق الآجل لنفس العملة.

المطلب الثالث: التوريق كآلية للتحوط

التوريق عملية مالية جد متطورة وفي بعض الأحيان معقدة، ويعتبر أحياناً كمسبب للأزمات، إلا أننا سنتاولونه في هذا العنصر باعتباره أداة من أدوات التحوط والتقليل من المخاطر.

الفرع الأول: تعريف التوريق

يعرف التوريق على أنه عملية الحصول على الأموال بالاستناد على الديون المصرفية القائمة، وذلك عن طريق خلق أصول مالية جديدة¹.

كما يعرف على أنه: هو آلية يتم من خلالها إصدار أوراق مالية بهدف تحويل الديون من المقرض إلى طرف آخر، يقوم بشراء هذه الأوراق المالية التي تمثل قيمة الدين، وذلك عن طريق شركات خاصة تتولى عملية الاكتتاب في ذلك².

فهذه العملية يتم من خلالها خلق السيولة، حيث تقوم المصارف بتحويل قروض مضمونة السداد أو أصول أخرى إلى أصول مالية ذات سيولة مرتفعة مستندة إلى ضمانات، وقابلة للتداول في أسواق المال خلال مدة استحقاقها، أي تحويل التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة بما تمثله من رأس مال معطل إلى تدفقات نقدية حالية، من خلال تحرير رأس المال المرتبط بتلك الموجودات³، ويتم تحويل هذه الموجودات عن طريق وسيط يطلق عليه بالشركات ذات الغرض الخاص.

¹ بن رجم محمد خميسي، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث إدارية واقتصادية، العدد الثامن، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2010، ص:55.

² أمال لعشم، بور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2012، ص: 78.

³ علي جبران عبد علي الخفاجي، التوريق بآلية التحويل المباشر كبديل عن التمويل المركزي لقروض السكن في العراق، القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 9، العدد 4، 2007، ص:95.

الفرع الثاني:أسباب التوريق

يمكن حصر مسببات التوريق فيما يأتي:¹

- أزمة المديونية العالمية وزيادة خسائر المصارف، وارتفاع تكاليف تشغيلها، ولجوء المقترضين الكبار إلى الأسواق المالية مباشرة.
- انتعاش أسواق السندات داخل الدولة نتيجة لانخفاض سعر الفائدة على الودائع طويلة الأجل، والتوسع في إصدارها من قبل المصارف لامتناس فائض السيولة النقدية في السبعينات.
- ظهور وانتشار مفهوم البنوك الشاملة، التي تسعى دائماً وراء تنويع مصادر التمويل وتعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة القطاعات.

الفرع الثالث: آلية التوريق

إنّ التوريق هو تحويل القروض العقارية، غير القابلة للسيولة في الحين، إلى أوراق مالية ذات سيولة عالية تباع وتشتري في السوق المالية. وغالبًا ما تلجأ البنوك التي تمنح هذه القروض إلى تجميعها في محافظ عقارية ثم بيعها لمؤسسات متخصصة، تقوم هي الأخيرة بتصنيف هذه القروض، باللجوء إلى مؤسسات متخصصة تقوم بتصنيف القروض المعبأة في المحفظة العقارية حسب درجات الخطورة، ثم بيعها في أسواق المال.

فالمستثمرون في هذه القروض يقومون بتحليل التصنيفات المقترحة من مؤسسات التصنيف، ثم يشترون ما يرونه مناسباً، وبالمقابل يحصلون على فوائد دورية، بالإضافة إلى قيمة الأصل سواءً بصفة دورية أو عند الاستحقاق.

بالنسبة للبنك، فإنّ عملية التوريق تسمح له بتحويل مخاطر المحفظة العقارية إلى طرف ثالث وإخراج القروض المعنية من الموجودات المالية للبنك، مع البقاء على إدارة هذه القروض مقابل عمولة يتفق عليها مع المؤسسة المورقة أو التي تقوم بعملية التوريق، بهذه الطريقة يتمكن البنك من رفع قدرته المالية في منح قروض عقارية جديدة...

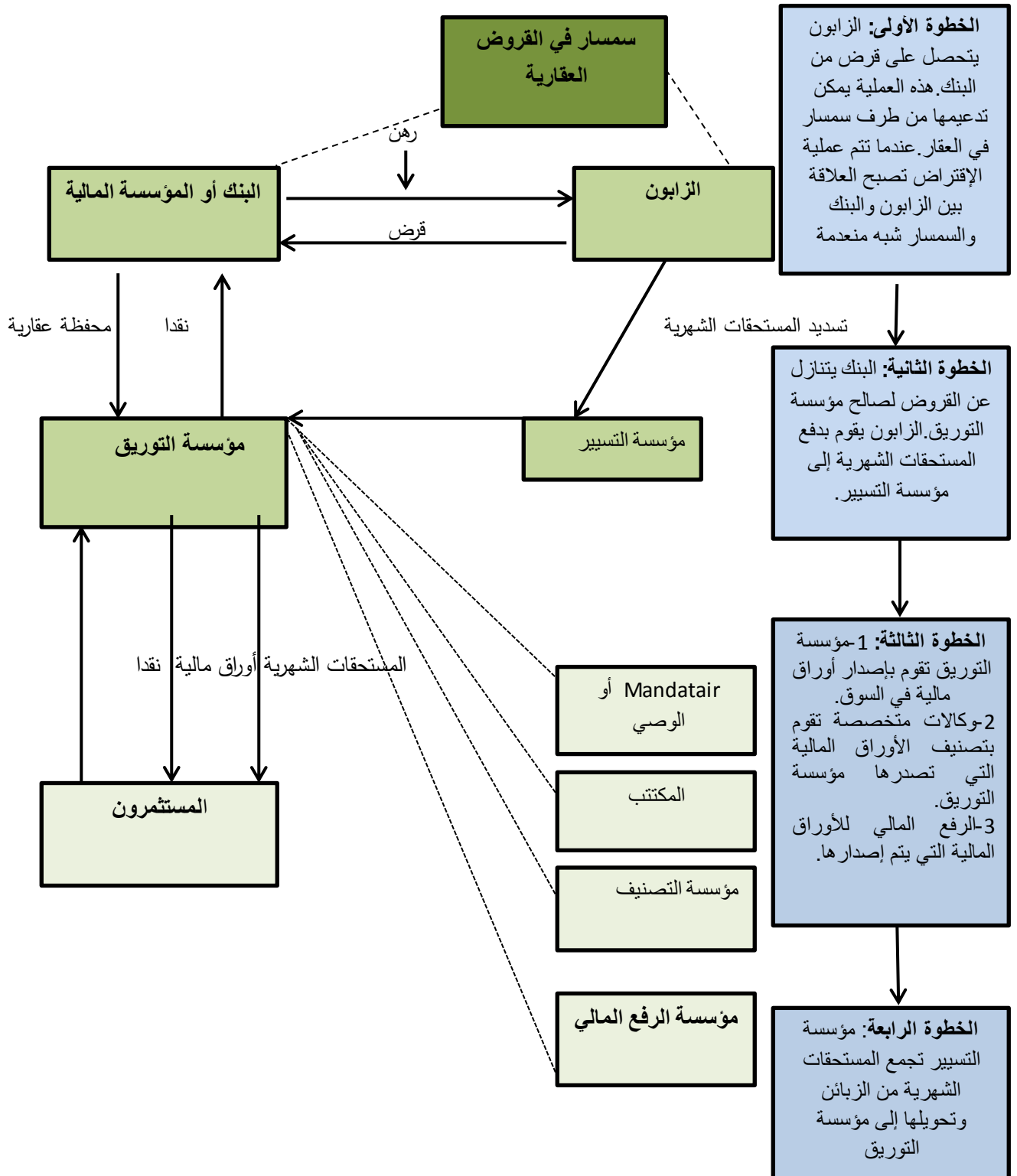
تتطوي عملية التوريق المالي على عدة خطوات تتمثل الأولى في منح القروض من طرف مؤسسة مالية معتمدة إلى المواطنين الذين تتوفر فيهم الشروط.

¹ شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

الفصل الأول : المخاطر و إدارتها

الخطوة الموالية تتمثل في تكوين محفظة عقارية من طرف المؤسسة المالية، والتنازل عنها لصالح مؤسسة مختصة تعرف بمؤسسة التوريق، الخطوة الثالثة تقوم مؤسسة التوريق بإصدار أوراق مالية في السوق لتمويل هذه المحفظة، بعدها تصبح الأوراق التي تم إصدارها قابلة للتداول في السوق، أما الخطوة الأخيرة تتمثل في إنشاء مؤسسة تقوم بتسيير المحفظة العقارية.

الشكل رقم 5: الخطوات العملية للتوريق



المصدر: عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية: أزمة sub-prime، دار النشر ريجاند، 2017، ص: 45.

الفرع الرابع : استخدام التوريق في عملية التحوط وإدارة المخاطر المالية

يستخدم التوريق كاستراتيجية أساسية للتحوط من المخاطر المالية، ويمكن إبراز ذلك من خلال:¹
-رفع كفاءة الدورة المالية والانتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون حاجة إلى زيادة حقوق الملكية.

-تسهيل تدفق التمويل لعمليات الإئتمان بضمان الرهون العقارية، وبشروط وأسعار أفضل، وفترات سداد أطول.

-تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات، وخلق علاقات ارتباطية تمويلية بين قطاعات أخرى كقطاع السكن، وسوق الأوراق المالية.

-رفع مقدرة البنوك على التمويل عن طريق رفع نسبة رأس المال بها، بدليل أنّ التوريق يسمح بتحويل الديون إلى سندات (تعتبر السندات جزءا من رأس المال)، بالإضافة إلى توفير المزيد من السيولة المتأتية من التوريق.

-أداة تمويلية جد تنافسية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث إنّ تكلفة التوريق بالنسبة لها تتراوح ما بين 3.3% و 5% وهي أقل بكثير من تكلفة الإقتراض المصرفي.

-تقليل مخاطر الإئتمان للأصول، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة.

-انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للمخاطر المالية، وإنعاش سوق الديون الراكدة.

-تخفيف وطأة المديونية، مما يساعد في تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال.

-تنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات وبطاقات الإئتمان، كما أنّ انخفاض سعر الفائدة يمكن أن يوفر مناخا مناسباً للقيام بنشاط التوريق.

¹ معتوق جمال، مرجع سبق ذكره، ص: 194-195.

الفصل الأول : المخاطر و إدارتها

-التوريق أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق لإنجاح التمويل.

خلاصة الفصل

إنّ الخطر هو عبارة عن تباين العوائد المحققة عن العوائد المخطط لها، ويمس الخطر كل من أسواق السلع، وأسواق رأس المال.

ففي ظل تزايد الاضطرابات والمشاكل التي تعاني منها المؤسسات المالية بشكل عام، وإن كانت بدرجات متفاوتة، بات من الضروري الاهتمام بإدارة المخاطر، فهدف المدير المالي هو التقليل من المخاطر إلى أدنى حد ممكن، مع تحقيق أقصى عائد ممكن، لذلك يجب اتباع استراتيجيات وآليات لتحقيق ذلك، بدءًا بتحديد الخطر، ثم تقييمه، لتأتي بعد ذلك مرحلة التحكم في المخاطر وإدارتها. إن زيادة المخاطر، دفع بالمستثمرين إلى البحث عن أدوات مالية تخفف من حدة المخاطر، فتم اعتماد المشتقات المالية كأداة فعالة لتحقيق ذلك الغرض، إضافة إلى استخدامها كأداة للمضاربة والمراجحة، إضافة إلى التوريق الذي يعتبر بمثابة دمج بين أسواق الإئتمان وأسواق رأس المال، لأنه يزيل الحدود بين القروض المصرفية والأوراق المالية.

الفصل الثاني:

واقع أسواق رأس

المال في الدول

العربية

تمهيد:

تستخدم سوق رأس المال كألية لخلق التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة، عبر قنوات متنوعة أشكالها وأنواعها وأنماطها.

لقد شهدت السنوات الأخيرة اهتمامًا متزايدًا بموضوع إنشاء أسواق رأس المال في الدول العربية، وقد جاء هذا الاهتمام انطلاقًا من قناعة راسخة لدى الدول العربية، بأن هذه الأسواق سوف تساعد على النمو الاقتصادي، وتقلل الاعتماد على التمويل الخارجي باعتبارها أحد القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية، إذ تشكل أسواق رأس المال آلية هامة من آليات تجميع المدخرات من بلدان الفائض المالي إلى بلدان العجز المالي في المنطقة العربية.

وتأسيسًا على ما تقدم في التمهيد، يتناول هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال.

المبحث الثاني: كفاءة سوق رأس المال.

المبحث الثالث: المؤشرات الرئيسية لسوق رأس المال وطرائق حسابها.

المبحث الرابع: أسواق رأس المال العربية، النشأة، التشريعات وآليات العمل.

المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال

تنامي الاتجاه نحو الاهتمام بأسواق المال خصوصاً سوق رأس المال، حيث أدى هذا السوق دوراً هاماً في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، كما تمثل هذه السوق أحد المصادر الهامة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة، فضلاً عن أهميتها الحيوية لتمويل القطاعات التي يوجد لديها عجز في السيولة.

المطلب الأول: تعريف ونشأة وأهمية سوق رأس المال

تؤدي سوق رأس المال دوراً هاماً في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية، وتنشيط كافة قطاعات الاقتصاد، بما ينعكس أثره في النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد، وهي بذلك تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الراج والكساد.

الفرع الأول: تعريف سوق رأس المال

هي سوق مستمرة ثابتة في المكان، تُقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماصرة للتعامل في الأوراق المالية، وفقاً لنظرة ثابتة ولوائح محددة.¹

كما يعرف على أنه السوق الذي تقوم فيه الحكومات والمصارف والمنظمات الدولية وشركات الأعمال بإقراض واستثمار كميات كبيرة من النقود ولفترات طويلة أو متوسطة²، ويكون إقراض الأموال واستثمارها لأجل طويل بهدف استغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل استثمارات رأسمالية.

فسوق رأس المال هو الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية طويلة الأجل، بمشترتها، وهو سوق لإصدار وتداول الأوراق المالية والاستثمارية والتجارية طويلة الأجل، سواءً كانت في شكل قروض

¹ صلاح الدين حسن السيسي، اليورصات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014، ص : 127.

² حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 11، ماي 2007، ص: 06.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

أوفي شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، فهو يقوم بنقل الأموال من الوحدات ذات الفائض والتي تمثل الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية إلى الوحدات ذات العجز والتي تمثل الأفراد والمؤسسات التي تقل دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، وفق آليات محددة، وعن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

الفرع الثاني: أهمية سوق رأس المال

فيما يأتي أهم المزايا التي تحققها سوق رأس المال في النظم المعاصرة:¹

-تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار المختلفة للاقتصاد القومي.

-إيجاد منافذ شرعية للمدخرين لنقل ممتلكاتهم للغير.

-تحقيق منفعة للبائع وللمشتري، للحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

-تكوين تراكم رأسمالي لآجال قصيرة أو طويلة.

-تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات في سهولة ويسر.

-تجنب الآثار التضخمية لحد بعيد، إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل، لأدى ذلك إلى

زيادة مفرطة في حجم الإئتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة وأن هذه القروض

تأخذ طابع القروض طويلة الأجل، مما يتطلب فترة طويلة لتحقيق النتائج.

فأهمية سوق رأس المال تتجلى في إضفاء صفة العمق والاتساع للورقة المالية، والمرونة النسبية في

تسييلها، لأن تنظيمها يزيد من سرعة تداول الورقة المالية، أي أنها توفر استمرارية وقيمة عادلة للورقة

المالية، وفرصة لتمويل مختلف القطاعات². وهي تساهم في النمو الاقتصادي لكل بلد، من خلال

جذب المدخرات واستثمارها في الأوراق المالية، وتحويلها إلى البنوك والمؤسسات الأخرى بهدف

استثمارها وتوسيع أعمالها، مما ينعكس بدوره على النمو الاقتصادي³.

¹ صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، الطبعة 1، 1998، ص: 20.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي إسلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص: 120.

³ Chhiv Sok Thet, financial investment, doctoral thesis in management, Pannasatra university, combodia, 20014, p:09.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

المطلب الثاني: أنواع سوق رأس المال

ينقسم سوق رأس المال إلى أنواع عديدة، حسب المعيار المنظور إليه، سنركز على أهم معيارين وهما: التقسيم حسب آجال العمليات، والتقسيم حسب توقيت الإصدار.

الفرع الأول: تقسيم أسواق رأس المال حسب آجال العمليات

تقسم أسواق رأس المال حسب آجال العمليات إلى أسواق حاضرة (عاجلة أو الفورية)، وأسواق آجلة.

1-الأسواق الحاضرة:

هي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، حيث يتم التسليم والاستلام فور إتمام الصفقة، وعادة ما يطلق عليه سوق الأوراق المالية.

2- الأسواق الآجلة:

تعرف الأسواق الآجلة على أنها الأسواق التي يتم فيها التعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل، حيث يتم التسليم والاستلام في وقت آجل، متفق عليه مسبقاً بين طرفي العقد، يتعامل هذا السوق بالعقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات، وعقود الخيارات.

الفرع الثاني: تقسيم أسواق رأس المال حسب توقيت الإصدار

تقسم سوق رأس المال حسب توقيت الإصدار إلى: السوق الأولي والسوق الثانوي، ويقسم هذا الأخير بدوره إلى السوق المنظم والسوق غير المنظم.

1-السوق الأولي (سوق الإصدار)

وهو سوق الإصدارات الجديدة الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية الجديدة لأول مرة، سواء كان الإصدار بهدف تأسيس شركات جديدة، أو بهدف زيادة رأس مال شركات قائمة، وفيه تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب بها، وعادة ما يتولى هذه العملية بنوك الاستثمار والبنوك التجارية التي تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها، إما لصالحها أو لصالح الجهة المصدرة، لقاء عمولة متفق عليها في عقد الإصدار، وبالتالي فهو يؤدي دور الوساطة بين المستثمرين والمقترضين¹.

وينقسم الإصدار في السوق الأولي إلى:

-الاكتتاب العام: ويوجه الإصدار في هذه الحالة إلى جمهور المكاتبين.

-الاكتتاب الخاص: وهو إصدار موجه إلى فئة معينة.

¹ Pierre Rammage, le marché financier, édition organisation, paris, 2002, p :26.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

ويتم التعامل في السوق الأولي وفق بعض أو كل الأساليب الآتية:¹

أولاً- أسلوب البيع المباشر:

ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها، مباشرة إلى المستثمرين في السوق دون تدخل وسطاء، مقابل الحصول على قيمتها.

ثانياً- أسلوب المزاد:

ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.

ثالثاً- أسلوب البيع غير المباشر:

يتمثل هذا الأسلوب في العمليات التي يكون فيها طرف ثالث، يتولى عملية التسويق والبيع نيابة عن الجهة المصدرة، مقابل عمولات يتقاضاها هذا الوسيط، والذي قد يكون بنكاً استثمارياً أو بنكاً تجارياً.

2- السوق الثانوي (سوق التداول):

وهو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الأولي، حيث يوفر عنصر السيولة نسبياً مقارنة بالسوق الأولي، فهذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقاً للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري.

تصنف السوق الثانوية طبقاً لصيغة تنظيمها، إلى السوق المنظمة والسوق غير المنظمة، والسوق الثالث والرابع، وفيما يأتي شرح لهذه الأسواق:

2-1- الأسواق المنظمة:

هو السوق الذي يلتقي فيه سماسرة البائعين وسماسرة المشترين نيابة عن عملائهم، وفقاً لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق. ويطلق عليها بالسوق المنظمة لأنها تتميز بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم.

يحقق الإدراج في السوق المنظمة المزايا الآتية:²

- يعتبر الإدراج وسيلة إعلان مجانية عن أسهم الشركة، وتزداد فعالية هذا الإعلان كلما نشط تداول أسهمها.

¹ فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، الطبعة 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص:56.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي إسلام، مرجع سبق ذكره، ص: 124.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

-الإدراج يعطي إنطباعاً إيجابياً عن المركز المالي والإئتماني للشركة، مما يسهل حصولها على احتياجاتها المالية بكلفة أرخص.

-يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بالشركة لأغراض تقييم الأسهم.
-يزيد الإدراج من ثقة المستثمر بحركة الأسعار، لكونها تبتعد عن الغش والخداع من قبل الوسطاء في الغالب الأعم.

2-2- الأسواق غير المنظمة:

أو ما يطلق عليها بالسوق الموازي ويشمل المعاملات التي تتم خارج البورصة، ولا يشتمل هذا السوق على مكان محدد لإجراء هذه المعاملات، ولا على هيكل مؤسسي وتنظيمي منظم، فيتم فيه التعامل بالأوراق المالية غير المقيدة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير. وينقسم السوق غير المنظم إلى:

أولاً-السوق الثالث:

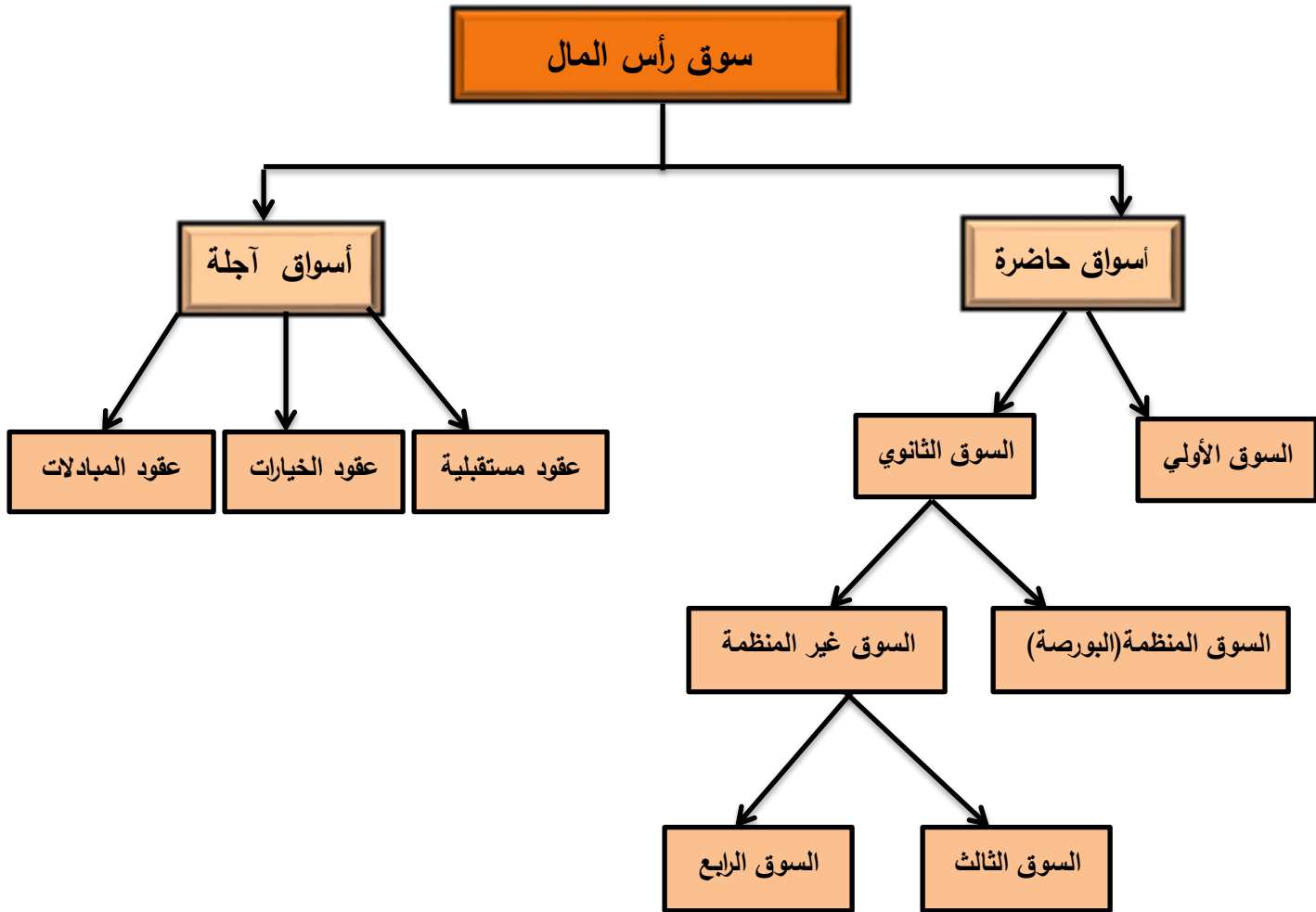
يتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، ولكن يحق لهم التعامل في الأوراق المالية المقيدة فيها، كما لهم القدرة على شراء أو بيع أي كمية من الأوراق المالية مهما كبرت أو صغرت قيمتها، وتتميز هذه السوق بانخفاض العمولة، وذلك لكون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق، عكس ما هو عليه في السوق المنظم، وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها.

ثانياً-السوق الرابع:

يقصد به المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة¹.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص:46.

الشكل رقم 6: تقسيمات سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على ما سبق.

المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

تقسم الأوراق المالية، من حيث الدخل إلى: الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات، والتي تتحدد عوائدها بمقدار الفائدة على قيمتها الاسمية وهي محددة مسبقاً، والأوراق المالية ذات الدخل المتغير مثل الأسهم، وتكون عوائدها غير معروفة لارتباطها بمقدار أرباح الشركات المصدرة.¹ ويتطلب الاستثمار في الأوراق المالية، سواءً أسهم أو سندات، ضرورة الالتزام بالخطوات الآتية:²

- اختيار السمسار المناسب، أي شركة تداول الأوراق المالية ذات السمعة الطيبة.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص: 104.

² فريد النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية: فنون الاستثمار في البورصة، دار الجامعة، الإسكندرية، 2009، ص: 68.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

-معرفة حقوقك والتزاماتك القانونية.

-معرفة دور هيئة سوق المال في تنظيم التداول بالبورصة.

-تحديد التكلفة النسبية للصفقات المختلفة التي سوف تتم في بورصة الأوراق المالية.

الفرع الأول: السندات

تعتبر السندات أوراق دين طويلة الأجل، تتشترك مع الأسهم في بعض الخصائص، كما تختلف عنها في خصائص أخرى.

1-تعريف السندات:

هي عبارة عن أوراق دين طويل الأجل، لها تاريخ استحقاق محدد، قابلة للتداول، ويحق لحاملتها الحصول على عائد ثابت قد يكون سنوياً أو نصف سنوي أو ربع سنوي، بغض النظر عن العوائد التي تحققها الشركة، كما يحصل حاملها على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق. ويعتبر صاحب السند دائماً لهذه الهيئة المصدرة، "وبالتالي فالسندات تمثل الحالة الوسط بين القروض قصيرة الأجل والأسهم".¹

2-أنواع السندات: يمكن التمييز بين أنواع السندات وفقاً لمعايير معينة أهمها: الشكل الذي تصدر به، القيمة التي تصدر بها السندات، وسعر الفائدة، ودرجة الضمان على السندات، والقابلية للاستدعاء.

2-1-تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار:

أولاً-سندات لحاملها:

يكون السند لحامله عندما يكون خالياً من اسم المستثمر، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، كما يحق له الحصول على القيمة الاسمية للسند من البنك عند تاريخ الاستحقاق.

ثانياً-سندات اسمية:

يكون السند اسمياً عندما يكون حاملاً لاسم مالكه، كما يكون مسجلاً في سجل خاص لدى الجهة المصدرة. والسندات الاسمية يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل في هذه الحالة كلا من الدين الأصلي وفائدته، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك،

¹ JOSEPH E.Stiglitz, Financial markets and development, oxford review of economic policy, vol.5, no.4, p:60.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً، ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحاملها، شكل كوبونات ترفق بالسند وتنتزع منه بمجرد استحقاقها لتحويلها من البنك مباشرة¹.

2-2- السندات على أساس القيمة:

تقسم السندات حسب هذا المعيار، على أساس السعر الذي تباع به إلى:

أولاً - سندات العلاوة:

وهي السندات التي تباع بقيمة أكبر من القيمة الاسمية، ويكون العائد في تاريخ استحقاق السند، أقل من معدل الفائدة.

ثانياً - سندات الخصم:

هي السندات التي تباع بقيمة أقل من القيمة الاسمية، ويكون عائد استحقاق السند أكبر من معدل الفائدة على السند.

ثالثاً - سندات القيمة:

وهي السندات التي تباع بقيمة مساوية للقيمة الاسمية، ولهذا يكون العائد على السند مساوياً لمعدل الفائدة.

2-3- السندات على أساس سعر الفائدة:

عادة تعرف السندات على أنها أدوات استثمارية طويلة الأجل، تتمتع بمعدل فائدة ثابت، بغض النظر عن تغيرات أسعار الفائدة السوقية، إلا أنّ هناك بعض الاستثناءات لا تتميز بهذه الخاصية ومثال ذلك السندات المصرفية، والسندات ذات معدلات الفائدة العائمة.

أولاً - السندات المصرفية:

وقد سميت كذلك لأنّ معدل فائدتها معدوم.

ثانياً - السندات ذات معدلات الفائدة العائمة:

ففي هذه السندات لا يحدد معدل فائدة اسمي ثابت، وإتّما سعر الفائدة يتغير بتحركات سعر الفائدة في السوق، حيث ترتبط معدلات الفائدة لها بمعدل الفائدة في السوق النقدي، مثل معدل الإقراض في البنوك التجارية.

¹ محمد مطر، فايز تيم، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة 1، دار وائل للنشر والتوزيع والطباعة، 2005، ص: 102.

2-4- السندات على أساس الضمان:

أولاً-السندات المضمونة:

وهي السندات التي تكون مغطاة بنوع معين من الملكية كضمان لقيمة الإصدار، في حالة عجز الشركة عن إطفاء قيمتها، فيحق لحملة السندات بيع حقوق الملكية¹، وعادة ما يأخذ الضمان صورة أصل حقيقي ثابت كالمعدات، العقارات، التجهيزات وغيرها، وذلك بهدف ضمان حق المقرض في الحصول على أصل القرض والفوائد، في حالة توقف المدين عن سداد التزاماته.

ثانياً-السندات غير المضمونة:

وتكون هذه السندات غير مغطاة برهن على أصول معينة، ويطلق عليها السندات العادية، فيعتمد الدائن في هذه الحالة فقط على تعهد المصدر بالدفع، وعادة تصدر هذه السندات من قبل المؤسسات ذات الملاءة المالية الجيدة، لأنّ هذا النوع من السندات يعتمد على قدرة المؤسسة على توليد أرباح².

ثالثاً-السندات غير المضمونة من الدرجة الثانية:

هذا النوع من السندات يقع بين السندات المضمونة والسندات غير المضمونة، ففي حالة تصفية الشركة تتم تسوية حقوق حملة السندات من الدرجة الثانية، بعد سداد حقوق السندات المضمونة.

2-5-السندات على أساس القابلية للاستدعاء:

ويعطي هذا الحق الشركة خيار إعادة شراء السندات من حاملها بسعر محدد قبل الاستحقاق، ويكون سعر الاستدعاء عادة أعلى من القيمة الاسمية للسند، ولكنه يتناقص عبر الزمن³. وهذا النوع من السندات يصدر بعلاوة بهدف تشجيع المستثمر على شرائها. والأصل في السندات أن تكون غير قابلة للاستدعاء، إلا إذا نص على قابلية استدعائها في عقد الإصدار صراحة.

2-6-السندات حسب قابليتها للتحويل:

أولاً-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار، يعطي لحامله الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد، ضمن مدة محددة في العقد.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

² المرجع نفسه، ص: 106.

³ مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار في المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 103.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

هذا النوع من السندات يحقق فائدة مزدوجة للمستثمر، حيث يسمح له بتحقيق أرباح رأسمالية في حالة ارتفاع سعر السوق للسهم عن سعر التحويل، ومن جهة أخرى فهي تحميه من تحقيق خسائر رأسمالية كبيرة في حالة انخفاض سعر السهم، وذلك بفضل المزايا التي يتمتع بها السند. " كما توفر للمصدر فرصة الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة نسبياً، لأنها تصدر بمعدلات فائدة أقل من السندات العادية"¹.

ثانياً-السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم:

وهي سندات تصدرها الشركات بأسعار فائدة منخفضة نسبياً، يحصل حاملها على صك يعطيه الحق في شراء أسهم في تاريخ لاحق بسعر يحدده عند شراء السند، وترتفع قيمة حق شراء الأسهم المصاحب لحيازة السندات، إذا ارتفعت أسعار أسهم الشركة المصدرة للسند، بشكل يحقق للمستثمر عائداً إضافياً بجانب عائد السند الدوري.²

ثالثاً-السندات القابلة للبيع:

تتيح هذه السندات للمستثمر فرصة إرجاع السندات للشركة المصدرة في مقابل الحصول على القيمة الاسمية نفسها، ونتيجة لتمتع هذه السندات بهذه الخاصية يكون معدل عائدها أقل من معدل العائد على السندات العادية.³

رابعاً-سندات الدخل:

تختلف سندات الدخل عن السندات العادية، في أنّ حاملها لا يحصل على فائدة السند في الموعد المحدد في الحالة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، ولا يحق له المطالبة بإشهار إفلاس الشركة كما هو الحال في السندات العادية، بل ينتظر حتى تحقق الشركة أرباحاً تسمح لها بدفع الفوائد.

2-7-سندات على أساس القابلية للتمديد:

أولاً-السندات القابلة للتمديد:

هي تلك السندات القابلة للتمديد في تاريخ الاستحقاق على أساس الشروط نفسها المتعلقة بالفائدة السنوية، بحيث يكون الخيار لحامل السند بتمديدها إلى آجال أخرى في تاريخ الاستحقاق.¹

¹ وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، الطبعة 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 113.

² عرفات إبراهيم فياض، مرجع سبق ذكره، ص: 232.

³ المرجع نفسه، ص: 232.

ثانياً_السندات القابلة للدفع مسبقاً:

هي السندات التي تعطي لحاملها الحق في إمكانية استرجاع قيمتها قبل تاريخ استحقاقها، كما يمكن له الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

2-8-السندات الدولية:

يطلق مصطلح السندات الدولية على السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته، ولصالح مقترض أجنبي. وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه.

وتتراوح آجال السندات الدولية بشكل عام بين 10 إلى 15 سنة، ولا يوجد بالغالb سندات دولية قابلة للتحويل، ولكن معظمها من السندات القابلة للاستدعاء. وقد تصدر هذه السندات الدولية بما يسمى بشرط خيار العملة، ويقصد به أن يحق لحامل السند اختيار نوع العملة التي يحصل بها على فوائد السند وقيمه الاسمية. وتمتاز السندات الدولية أيضاً بميزة الإعفاء الضريبي، وهذه ميزة تضاف إلى مزاياه السابقة التي جعلتها ركناً أساسياً في سوق المال على المستوى العالمي².

الفرع الثاني: الأسهم

هي عبارة عن صكوك للملكية، تمثل جزءاً من رأس مال شركة المساهمة، أو إحدى شركات الأعمال.

2-أنواع الأسهم: يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة بناءً على أسس معينة، من بينها:

2-1- تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار: تقسم الأسهم وفق هذا المعيار إلى ما يأتي:

أولاً-السهم لحامله:

يصدر هذا النوع من الأسهم بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، وحاملها هو المالك في نظر الشركة، لذلك فهو يتمتع بنوع كبير من المرونة في التعامل في سوق رأس المال، فهي تنتقل ملكيتها عن طريق المناولة باليد، وفي المقابل من مخاطرها التعرض للضياع والسرقة.

ب-السهم الاسمي:

يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه، والذي يكون مدوناً باسمه في سجلات الشركة.

¹ طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص:113.
² وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، الطبعة 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 114.

ثالثاً-السهم الإذني أو لأمر:

هو السهم الذي يصدر لأمر شخص معين ويتداول بطريقة التظهير.

2-2- تقسيم الأسهم حسب الحقوق الممنوحة لحاملها:

أولاً-الأسهم العادية:

يأتي مصطلح عادية من كونها لا تقدم أي ميزة خاصة لحاملها، ويكون حاملوها متساوين في الحقوق والالتزامات، كما لهم الحق في التصويت في الجمعية العمومية. ويحدد نصيب حملة الأسهم العادية كنسبة مئوية من رأس المال، تحدد سنوياً من قبل مجلس الإدارة، ويحصل حملة الأسهم العادية على حقوقهم بعد حملة السندات والأسهم الممتازة.

ثانياً-الأسهم الممتازة:

يجمع هذا النوع من الأسهم بين خصائص الأسهم العادية والسندات، حيث يتمتع هذا النوع من الأسهم بمزايا لا تتوفر لحاملي الأسهم العادية، فحاملها يحصل على ربح سنوي ثابت يحدد مسبقاً، إما كنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أو في صورة مبلغ محدد. وفي حالة وجود أرباح وبعد صدور قرار بالتوزيع من مجلس الإدارة، يحق لحملة الأسهم الممتازة الأسبقية في الحصول على حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات. كما يكون لهم الأولوية في الحصول على الحقوق في حالة التصفية وبيع الأصول.

وتنقسم الأسهم الممتازة إلى:

أ-الأسهم الممتازة المجمععة للأرباح:

يحق لحملة هذا النوع من الأسهم الممتازة الحصول على نصيبهم من الأرباح المحققة وغير الموزعة لسنوات سابقة، وذلك قبل حملة الأسهم العادية.

ب-الأسهم الممتازة المشاركة للأرباح:

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه أيضاً الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة بالكامل أو جزئياً، وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى¹.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، مرجع سبق ذكره، ص: 214.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

ج- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحامله الحق في التحويل إلى أسهم عادية، حيث يتمتع حاملها بحقوق حامل الأسهم الممتازة، وفي الوقت نفسه يتمتع بإمكانية التحويل إلى أسهم عادية في حالة ارتفاع سعر السهم السوقي، مما يمكنه من تحقيق مكاسب إضافية.

د- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

غالبًا ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترنًا بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، على اعتبار أنّ شرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية يكون في صالح المساهم، وأنّ القابلية للاستدعاء تكون في صالح المؤسسة، لأنّ شرط الاستدعاء يمنحها الحق في إلزام حاملها على ردها، بسعر محدد، وفي فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار.

2-3- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يقدمها المساهم:

أولاً- الأسهم النقدية: هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقدًا أو على أقساط.

ثانياً- الأسهم العينية: الأسهم العينية هي التي تكون مقابل عقارات أو أموال منقولة مثلاً.

ويمكن توضيح الخصائص المختلفة للأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال في الجدول الآتي:

جدول رقم 8: خصائص الأنواع المختلفة للأوراق المالية

الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات	الورقة المالية عامل المقارنة
-المرتبة الثالثة -المتبقي	-المرتبة الثانية -ثابت ومحدد	-الدرجة الأولى في السداد -ثابت ومحدد	أولاً: الحق في الحصول على دخل 1-من حيث الأسبقية 2-من حيث مبلغ الدخل أو العائد
-المرتبة الثالثة -المتبقي	-المرتبة الثانية محدد	-المرتبة الأولى محدد	ثانياً: الحق في الأصول عند التسوية 1-درجة الأسبقية 2-المبلغ

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

ثالثًا: الحق في استرداد القيمة	-إجباري	- (القيمة الاسمية) غير ملزم	-المتبقي غير ملزم
تاريخ الاستحقاق	محدد مسبقا وله تاريخ سداد	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص: 41.

الفرع الثالث: العلاقة بين سعر الفائدة و أسعار الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال

يعتبر سعر الفائدة من بين أهم العناصر المؤثرة في أسعار الأسهم والسندات، إلى درجة أن بعض المحللين والخبراء اعتبروا أن سعر الفائدة الخالي من المخاطر، أساسًا لتحديد العائد المتوقع من الأدوات الاستثمارية المختلفة.

فأسعار الفائدة ترتفع في فترات الانتعاش الاقتصادي، مما ينعكس سلبيًا على أسعار السندات بالانخفاض، وذلك راجع إلى العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات.

أما فيما يخص أسعار الأسهم فهي عموماً تتحرك في الاتجاه المعاكس لحركة تغير أسعار السندات، حيث ترتفع أسعار الأسهم في فترات الانتعاش، وتنخفض إلى أدنى مستوياتها في فترات الركود.

أما العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم هي علاقة عكسية في كل الأحوال، حيث إن زيادة سعر الفائدة على الودائع، يؤدي بالمستثمرين إلى بيع ما بحوزتهم من أسهم، والاتجاه نحو إيداع الأموال في البنوك كفرصة بديلة عن الاستثمار في الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة عرضها وبالتالي انخفاض قيمتها. وزيادة سعر الفائدة على القروض، يؤدي إلى انخفاض الطلب على القروض بسبب ارتفاع تكلفتها، مما يدفع إلى انخفاض حجم الأموال المخصصة لشراء الأسهم، وبالتالي انخفاض الطلب عليها، وانخفاض أسعارها.

المطلب الرابع: أوامر السوق والعوامل المساعدة على استقرار سوق رأس المال

تعتبر أوامر السوق بمثابة المحرك لأسواق رأس المال، وذلك لأنها تجسيد للأوامر المقدمة من المتعاملين في السوق، للسماسرة والوسطاء فيه.

الفرع الأول: أوامر السوق

يتضمن أمر السوق، أمرًا بالبيع أو الشراء، لتنفيذها يؤثر على عرض الأوراق المالية المتداولة، وبالتالي على أسعارها.

1-تعريف أوامر السوق:

يقصد بأمر السوق، التوكيل الذي يُعطى لأحد الوسطاء لعقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية (أسهم أو سندات أو الاثنين معًا)، "هذا التوكيل عادة يحزر بشكل مكتوب أو شفاهة بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة"¹، وأمر السوق يكون عادة مرتبطاً بعنصرين أساسيين، وهما سعر التنفيذ ووقت التنفيذ.

إنّ كفاءة تنفيذ الصفقة يتحد بمدى وضوح الأمر الصادر من الزبون، لذا عند تحرير الأمر يجب أن يتضمن الشروط الآتية:²

-تحديد نوع الورقة موضوع الصفقة.

-الجهة المصدرة للورقة المالية.

-سعر وكمية الأوراق المالية.

-في حالة السندات تاريخ الإصدار ومعدل الفائدة والأجل وفئة السند.

-في حالة الأسهم، تحديد فيما إذا كان ممتازاً أو عادياً.

2- أنواع أوامر السوق: يمكن تقسيم أكثر أنواع أوامر السوق شيوعاً إلى:

1-2-الأمر السوقي:

وفي هذه الحالة يتم تنفيذ الأمر حسب أفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق، فلو كان الأمر بالشراء بسعر السوق فهذا يعني الشراء بأقل سعر، بينما إذا كان الأمر بالبيع فهذا يعني البيع بأعلى سعر سائد في السوق. وفي هذا النوع من الأوامر يقتضي من الوسيط أن يظهر مهارته وكفاءته بالحصول على أفضل الأسعار سواءً في حالة الشراء أو البيع.

2-2-الأمر المحدد:

وفي هذا النوع من الأوامر يحدد المتعامل في السوق للسماز شروط التنفيذ، والتي قد تتعلق:

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي إسلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع

والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص: 172.

² المرجع نفسه، ص: 172.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

✓ بسعر التنفيذ، حيث في هذه الحالة يكون السمسار ملزمًا بالتنفيذ في حالة وصول السعر السوقي إلى السعر المحدد من قبل العميل أو إلى أقل منه في حالة الشراء، أو إلى أعلى منه في حالة أمر البيع.

✓ أو يحدد وقت التنفيذ، وفي هذه الحالة يكون السمسار ملزمًا بالتنفيذ في حالة انتهاء المهلة الزمنية المحددة، أو كليهما معاً.

2-3- الأمر الفوري:

وبموجب هذا النوع من الأوامر يجب أن ينفذ الأمر فورًا بمجرد الاستلام، وبأحسن الأسعار السائدة في السوق.

2-4- الأمر المفتوح:

وفي هذا النوع من الأوامر يبقى كل من سعر التنفيذ ووقت التنفيذ غير محددتين، يعني يبقى الأمر ساري المفعول إلى أن يتم إلغاؤه أو تنفيذه.

الفرع الثاني: العوامل المساعدة على استقرار أسواق رأس المال

يعتبر الاستقرار الاقتصادي بشكل عام والاستقرار المالي والنقدي بشكل خاص، بالإضافة إلى الاستقرار السياسي والأمني من أهم المتطلبات الأساسية التي تساعد على استقرار أسواق رأس المال، كما أنّ هناك عددًا من المتطلبات الممكنة الأخرى التي تساعد على استقرار الأسواق ومنها:¹

- وجود بيئة تشريعية قوية ومرنة، قادرة على أن تراقب أداء السوق وتضبط عمليات التلاعب والممارسات غير القانونية.

-توفر سياسة اقتصادية مرنة ومنفتحة.

-وجود اقتصاد متنوع ومتعدد مصادر الدخل وممثلاً بالبورصة.

-نمو الوعي الاستثماري لدى شريحة عريضة من المستثمرين بالسوق.

-التقيد بقواعد حوكمة الشركات بما فيها الشفافية والإفصاح.

-انخفاض حجم المضاربات في السوق وعدم تجاوزها الحدود المعقولة.

-وجود صانع للسوق فعال أو أكثر، يستطيع أن يحدث توازنًا في عمليات التداول للشركات المدرجة، ويساهم في استقرار السوق ونموه.

¹ سهيل مقابلة، كيف تستثمر في سوق الأسهم، الطبعة الأولى، دار الرابحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص:45.

المبحث الثاني: كفاءة سوق رأس المال

تتميز أسواق رأس المال بمستوى فاعلية وكفاءة تختلف من سوق لآخر، وذلك تبعاً لاختلاف الإمكانيات والتسهيلات المادية والبشرية المتاحة لكل منها، حيث يعتبر كل من انخفاض تكلفة التبادل في سوق رأس المال، وسرعة استجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة المتوفرة في السوق، مؤشرين على مدى كفاءة سوق رأس المال.

المطلب الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال وأنواعها

لطالما توصلت النظريات والدراسات التطبيقية للعلاقة القوية بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم، والمعلومات المتعلقة بها، وتعرف هذه العلاقة بمصطلح كفاءة سوق رأس المال، فهذا الأخير يتلخص في قدرة السوق على توفير المعلومات من جهة، وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية من جهة أخرى.

الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق رأس المال

تعرف كفاءة السوق بقدرة السوق المالي على تحديد أسعار الأوراق المالية، بحيث تكون أسعار هذه الأوراق قريبةً أو مساويةً للقيمة الحقيقية لهذه الأوراق، وذلك عن طريق تزويد المستثمر أو المضارب في السوق بالمعلومات عن الأوراق المالية بالسرعة وبدون كلفة إلى كافة المستثمرين¹، سواءً تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن أداء الحالة الاقتصادية العامة عن أداء المنشأة².

وفي ضوء ذلك، فإنّ سوق رأس المال الكفاء هو السوق الذي تنعدم فيه فرصة تحقيق أرباح استثنائية، ولو أنّ ذلك يبقى بعيداً عن الواقع العملي، لأنّ فرصة تمتع السوق بالكفاءة التامة هي ضئيلة، وذلك يعود على سبيل المثال للعوامل الكثيرة التي تؤثر على أسعار الأسهم، إضافة إلى أنّ تأثير المستثمرين بالمعلومات يكون بدرجات متفاوتة.

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة 1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص:143.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي إسلام، مرجع سبق ذكره، ص: 134.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

ويمكن أن نلخص بنود فرضية كفاءة السوق بالنقاط الآتية:¹

- تنص هذه الفرضية على أن جميع المستثمرين عقلانيون، يسعون إلى تعظيم منافعهم، كما أن لديهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المُسعرة.
- جميع المعلومات في السوق متاحة للجميع وبدون أي تكلفة.
- حرية الخروج والدخول من وإلى السوق المالي، دون أية قيود ضريبية أو جمركية أو أية قيود للتداول.

- يعكس سعر السهم القيمة الحقيقية للشركة، فهو عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة.
- أي معلومة تصل إلى السوق، تنعكس في أسعار الأسهم بدقة، وبالوقت نفسه الذي تصل فيه.
- سعر السهم يعكس جميع المعلومات الماضية، والحالية، وأية معلومات من داخل الشركة.
- يتمتع السوق بعدد كبير من المتداولين، بحيث لا يمكن لأحدهم أن يؤثر في الأسعار من خلال أوامر البيع والشراء، بل وحدها المعلومات المتعلقة بأداء الشركة هي التي تؤثر على سعر سهمها.
- ليس للتحليل المالي أي فائدة لتوقع سعر السهم.
- يعتبر عائد السهم تعويضاً عن خطورته الاستثمارية.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق رأس المال

يوجد نوعان من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

1-الكفاءة الكاملة:

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهذا ما يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف²، وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط الآتية:³

-شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.

¹ ديما وليد حنا الرضي، الأسواق المالية: تركيبها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2015، ص ص:84-85.

² حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، الاسكندرية، 2004، ص: 132.

³ مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص: 183

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

-حرية المعاملات من أية قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب. ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
-تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

-رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

2-الكفاءة الاقتصادية:

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أنّ القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت، ممّا يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم¹.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق رأس المال والشروط الأساسية لها

إنّ السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفءاً للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولتحقيق ذلك ينبغي تحقق سمتين أساسيتين، تعدان بمثابة متطلبين أساسيين لتحقيق كفاءة سوق رأس المال.

الفرع الأول: متطلبات كفاءة سوق رأس المال

تعتبر كل من كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل من المتطلبات الأساسية لكفاءة سوق رأس المال.

1-كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

تعرف كفاءة التسعير، بأنها قدرة سوق رأس المال على تحديد أسعار الأوراق المالية المعروضة بشكل قريب من قيمتها الحقيقية. وذلك بتوفير المعلومات الكافية لجميع المستثمرين، حتى لا يتسنى لهم تحقيق أرباح استثنائية(غير عادية)، وبعبارة أخرى فهي تعكس المدة الزمنية بين وصول المعلومات للمستثمرين، وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية، علماً أنّ المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيل الحصول عليها تكاليف باهضة.

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص: 183.

2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

كفاءة التشغيل مستمدة من قدرة إدارة السوق على التحكم في اللوائح والقوانين التي تنظم عمل السوق، كما أنها مرتبطة بقدرة السوق على خلق التوازن بين قوى العرض والطلب، وتخفيض تكلفة السمسرة إلى أدنى حد ممكن (صفرية كلفة المعاملات). ولكي تكون أسواق رأس المال كفاءةً تشغيلياً يقتضي:¹

- ✓ قيام الوسطاء الماليين بإبصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من الكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم، وبالتالي فإنّه يجب أن تكون الأوراق المالية جميعها قابلة للتسويق بشكل مباشر.
- ✓ لا بد من التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة، وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة والهوامش باتجاه الانخفاض المستمر، ممّا يزيد من الكفاءة التشغيلية لسوق رأس المال.

ومن هذا المنظور نلاحظ أنّ كل من كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير مكملان لبعضهما البعض، حيث إنّ كفاءة التسعير تعتمد بشكل كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية المعلومات بشكل كامل وسريع، فإنّه لا بد أن تكون كلفة تنفيذ الصفقة عند حدودها الدنيا.

الفرع الثاني: الشروط الأساسية للسوق الكفاءة

هناك مجموعة من الشروط يجب توافرها في سوق رأس المال من أجل أن تكون هذه السوق كفاءةً وأهمها:²

- أن تسود السوق المالية حالة المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين، تتوفر لهم حرية الدخول إلى السوق والخروج منه في العمليات السوقية، وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
- أن توفر السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها.

¹ عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 210.

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص ص: 165-166.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

-أن تتوفر لسوق المال وسائل وقنوات اتصال فعالة، توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التداول التي تتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب.

-توفر عنصر الشفافية، وبقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين، وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات.

-توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات.

-وجود هيئة مشرفة تعرف بهيئة الأوراق المالية، وأن تكون هذه الهيئة محايدة.

-أن تكون كلفة التداول منخفضة جداً، إلى درجة شبه معدومة.

المطلب الثالث: صيغ كفاءة سوق رأس المال

إنّ مستويات كفاءة سوق رأس المال تندرج في الواقع العملي، وفقاً لتدرج مستويات المعلومات الواردة إلى السوق.

الفرع الأول:المستوى الضعيف

ضمن هذا المستوى فإنّ الأسعار الجارية للأسهم، تعكس فقط المعلومات التاريخية المتوفرة للمستثمر عن الأسعار نفسها، مثل حركة الأسهم للأيام أو الأسابيع أو الأشهر أو السنوات الماضية.

الفرع الثاني: المستوى شبه القوي

ضمن هذا المستوى فإنّ الأسعار الحالية للأسهم تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية للأسهم، المعلومات ذات الصلة بالأسعار الحالية المتوفرة لجميع المستثمرين دون استثناء، والتي تمثل بيانات عن الظروف الاقتصادية المحلية أو الدولية أو التقارير المالية وغيرها.

الفرع الثالث: المستوى القوي

ضمن هذا المستوى فإنّ الأسعار الحالية للأسهم، تعكس إضافةً إلى المعلومات التاريخية، المعلومات العامة المتوفرة لجميع المستثمرين، والمعلومات الخاصة التي تتوفر لدى فئة معينة دون غيرها من المستثمرين.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

جدول رقم 9: خصائص مستويات كفاءة سوق رأس المال

مجموعة المعلومات المنعكسة في أسعار الأوراق المالية	شكل الكفاءة
جميع المعلومات الماضية للأوراق المالية (التاريخية)	الضعيف
جميع المعلومات المتوفرة بشكل علني (العامة)	شبه القوي
جميع المعلومات (العامة والخاصة)	القوي

المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 127.

المبحث الثالث: المؤشرات الرئيسية لأسواق رأس المال وطرائق بنائها

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظمة وغير المنظمة، وغالبًا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المراد قياس أدائه.

المطلب الأول: تعريف مؤشر سوق رأس المال واستخداماته

يعتبر مؤشر سوق رأس المال كمحدد لاتجاه السوق صعودًا أو نزولًا، فهو يقوم على عينة من أسهم الشركات المتداولة فيه، سواءً في السوق المنظمة أو غير المنظمة أو كليهما.

الفرع الأول: تعريف مؤشر سوق رأس المال

يعرف مؤشر سوق رأس المال على أنه أداة لقياس اتجاهات التقدم أو التراجع في سوق المال ككل¹. فهو يعتبر مستوى مرجعيًا للمستثمر في سوق المال، كما أنه يمثل مقياسًا لأداء مجموعة معينة من الأسهم، وبالتالي إمكانية اتخاذ قرار الاستثمار.

يعتبر مؤشر سوق رأس المال كمعبر على الحالة الاقتصادية للبلد المعني، فإذا كانت حركة المؤشر تتجه نحو الصعود، ففي هذه الحالة يطلق على سوق رأس المال بالسوق الصعودية، ويطلق عليها بالسوق النزولية في حالة اتجاه المؤشر نحو الهبوط.

ومن هذا المفهوم يتضح أن السوق الصعودية هي السوق التي يزيد معدل العائد الذي تحققه -وفقًا للمؤشر- على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والذي عادة ما يقصد به معدل العائد على السندات الحكومية لمدة سنة واحدة. أما السوق النزولية فهي التي يكون معدل العائد الذي تحققه السوق أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر²، ولكل سوق مالي مؤشر رئيسي خاص، يتحرك ارتفاعًا وانخفاضًا، هذا التحرك الذي قد يكون إيجابيًا للبعض وسلبيًا للبعض الآخر.

إلا أن هناك شروطًا وأسسًا يجب توافرها في المؤشرات ولعل أهمها³:

- يجب أن يحتوي المؤشر على أسهم تشمل جميع الأنشطة الاقتصادية.

¹ علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص: 288.

² عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص: 07.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 176.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

- يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة للمستثمر العادي.

- يجب أن يتضمن حجمًا كبيرًا من الأسهم.

- يجب أن يحدد وزن وأهمية نسبية لكل سهم، وأن يكون الوزن معروفًا.

الفرع الثاني: استخدامات المؤشرات المالية

عمومًا، تستخدم المؤشرات، بالدرجة الأولى، في قياس مدى تقدم السوق أو تراجعها خلال يوم عمل في

سوق رأس المال أو لفترة معينة، إلى جانب الاستخدامات الآتية للمؤشرات:¹

- إعطاء فكرة سريعة عن العائد المتوقع لمحفظه الأوراق المالية.

- يساعد في الحكم على مستوى أداء المديرين لمحافظ الأوراق المالية الاستثمارية.

- التنبؤ بما سيكون عليه وضع سوق رأس المال في المستقبل.

- يساعد في قياس المخاطر المنتظمة لمحفظه الأوراق المالية.

المطلب الثاني: كيفية بناء مؤشر سوق رأس المال

بالرغم من التفاوت والاختلاف بين المؤشرات من حيث كيفية بنائها وتصميمها، ولكن هناك أسسًا

عامة لبناء تلك المؤشرات والمتمثلة في:

الفرع الأول: ملائمة العينة

يقصد بالعينة مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون

ملائمة من ثلاثة جوانب هي:

- من حيث الحجم، كلما كان حجم الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر أكبر، كان المؤشر أكبر

تمثيلًا لحالة السوق.

- حالة الاتساع، ويقصد بها تغطية العينة المختارة مختلف القطاعات المشاركة في السوق.²

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص: 290.

² حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011، ص: 95.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

-من حيث المصدر، ويقصد به مصدر الحصول على المعلومات لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يعد الرجوع إلى المصدر الأصلي الذي يجري تداول الأسهم فيه، الأفضل في إدراج معلومات السهم داخل العينة¹.

الفرع الثاني: ترجيح أوزان لكل مفردة في العينة

يقصد بالأوزان القيمة النسبية للسهم داخل العينة²، إذن فترجيح أسهم العينة يمثل التحديد النسبي للورقة ضمن مجموعة محفظة المؤشر "العينة". أي أنّ الترجيح عبارة عن الوزن النسبي لكل سهم ضمن مجموعة أسهم المؤشر التي جرى اختيارها.

وأهم أساليب الترجيح: مدخل الوزن على أساس السعر، مدخل الوزن على أساس القيمة، مدخل الأوزان المتساوية، مدخل السعر التناسبي، الرسوم البيانية، وفيما يأتي شرح لكل مدخل من هذه المدخل:

1-مدخل الوزن على أساس السعر:

وهو عبارة عن نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة، إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى.

سعر السهم الواحد للمنشأة

قيمة المؤشر =

مجموع اسعار الأسهم

2-مدخل الوزن على أساس القيمة:

وفي هذا المدخل يتم ضرب أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر في عدد الأسهم المصدرة، وجمع النواتج للتوصل إلى القيمة السوقية الإجمالية لليوم، ثم يتم قسمة هذا الرقم الأخير على الرقم المقابل في اليوم الذي بدأ فيه استخدام المؤشر، ثم يتم ضرب ناتج القسمة بقيمة مبدئية للمؤشر تحدد بطريقة تقديرية بحتة³.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق-بورصات، الطبعة 1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص: 300.

² ثامر علوان المصلح، تقييم قرارات الاستثمار، الطبعة 1، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص: 134.

³ محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص: 103.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات الآتية:¹

- إيجاد القيمة السوقية (القيمة السوقية = عدد الأسهم المتداولة × سعر السهم).

- إيجاد الوزن لكل سهم (وزن السهم = القيمة السوقية للسهم / القيمة السوقية الكلية للأسهم)

أسعار الأسهم × أوزانها (في اليوم المعين)

احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة =

أسعار الأسهم × أوزانها (في يوم الأساس)

3- مدخل الأوزان المتساوية:

يبنى هذا المؤشر على افتراض بأن يكون الاستثمار بمبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وبذلك تعطي أوزاناً متساوية من المبالغ المستثمر لكل سهم مختار²، ويمكن اتباع الخطوات الآتية في حساب هذا المؤشر:³

- تحديد وزن نسبي يساوي واحد للسهم (أو الأسهم صاحبة أقل سعر).

- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه هذا المؤشر باستخدام العلاقة التالية:

قيمة السهم صاحب أقل سعر

الوزن النسبي =

سعر السهم

- حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقية.

4- مدخل السعر التناسبي:

ويتم حساب هذا المؤشر يومياً عن طريق ضرب قيمة المؤشر لليوم السابق في الوسط الهندسي للأسعار التناسبية اليومية للأسهم التي يحتوي عليها المؤشر. ويقصد بالسعر التناسبي سعر اليوم مقسوماً على سعر أمس⁴.

ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر على النحو الآتي:⁵

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 183.

² دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012، ص: 100.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 185.

⁴ محمد الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

⁵ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 188.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

سعر السهم في الفترة الأحدث

-حساب السعر النسبي لكل مؤشر =

سعر السهم في الفترة الأقدم

-حساب الوسط الهندسي للأسعار = (السعر النسبي للسهم الأول × السعر النسبي للسهم الثاني ×
السعر النسبي للسهم الثالث.....الخ)^{n/1}

حيث: n تعني عدد الأسهم

-حساب قيمة المؤشر =الوسط الهندسي × أساس المؤشر

5-الرسوم البيانية:

تستعمل الرسوم البيانية لتوضيح تحرك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وبالتالي الاتجاه العام للسوق، ف نماذج أسعار الأسهم المبينة في الرسوم البيانية من شأنها إعطاء المستثمر جميع المعلومات اللازمة لشراء الأسهم أو بيعها، وذلك في الوقت المناسب.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس فعالية سوق رأس المال

لقد اهتمت الدراسات الحديثة بوضع مؤشرات عديدة لتحديد مدى تطور وفعالية سوق رأس المال، حيث تستعمل هذه المؤشرات في تحليل البيانات لتجعل منها معلومات يمكن الاستفادة منها، ومن بين هذه المؤشرات ما يأتي:

-مؤشر حجم السوق.

-مؤشر سيولة السوق.

-مؤشر درجة التقلب والتركيز في السوق.

الفرع الأول: مؤشر حجم السوق

يعتبر مؤشر حجم السوق من بين أهم مؤشرات قياس تطور السوق، كما يقيس مدى انتشار ثقافة الاستثمار في أسواق رأس المال، كما يمكن من معرفة مدى جاذبية السوق بالنسبة للمستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء، وينقسم هذا المؤشر إلى مؤشرين فرعيين وهما:

1- مؤشر رسملة السوق:

يقصد برسملة السوق مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضاً إلى قيمة إجمالي الأوراق المدرجة في السوق، لذلك يطلق عليه أيضاً مؤشر القيمة السوقية، وهناك من يفسره بأنه يمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعاً لسعر السوق، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر¹. ويمكن التعبير عن هذا المؤشر بالصيغة الآتية:²

$$MCR=CM/GDP$$

حيث: MCR معدل رسملة السوق

CM: القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في سوق المال

GDP: الناتج المحلي الخام

وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطه، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع حجم السوق، سواءً من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار التي قد تكون انعكاساً لارتفاع النشاط الاقتصادي.

وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب أبرزها:³

- درجة تطور نشاط السوق نفسه ولاسيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة وهو ما يعرف بالمشتقات، الأمر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل، وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة التي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في آن واحد، الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة وبالتالي القيمة السوقية للأسهم.

-تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة عمليات التحرير المالي، وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار، وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهي أيضاً من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.

¹ عباس كاظم الدعي، مرجع سبق ذكره، ص: 177.

² محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل-التحليل المالي، الطبعة 1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 1999-2000، ص: 127.

³ عباس كاظم الدعي، مرجع سبق ذكره، ص: 178.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

-التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الالكترونية، ولاسيما بعد إدخال نظام الكمبيوتر .

2-مؤشر عدد الشركات:

يعتبر مؤشر عدد الشركات من بين مؤشرات قياس حجم السوق، فهو يعبر عن زيادة إقبال المستثمرين على السوق، ومن ثم تزايد حجم العمليات التي يجرونها من شراء وتداول الأوراق المالية لهذه الشركات. " إلا أنّ هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر رسملة السوق، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً، ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير"¹.

الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق

تعني سيولة السوق سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً، وتسمح سيولة السوق بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة لذلك، وهي بذلك تعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين والمدخرين على حد سواء للتعامل في البورصة،² وهناك مؤشران لقياس سيولة السوق وهما:

1-مؤشر حجم التداول :

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، وهو يعكس تداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية، عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي³، ومنه هذا المؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق، فإذا كان مؤشر رسملة السوق يعكس حجم السوق، فإنّ هذا المؤشر يعكس سيولة السوق، فقد تكون السوق كبيرة، إلا أنّ حجم التداول قد يكون صغيراً، وعليه يتعين استخدام المؤشرين معاً، وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.

¹عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص:178.

² محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص: 131.

³عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص:179.

2- مؤشر معدل الدوران:

يمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام، أو خلال أي مدة زمنية كالآتي:¹

إجمالي الأسهم المتداولة

معدل دوران السهم = _____

القيمة السوقية

فكلما ارتفع معدل الدوران دل ذلك على انخفاض تكلفة المعاملات، وهو يعتبر كمؤشر مكمل لمؤشر رسملة السوق، إذ إنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة من حيث الحجم ولكنها تتميز بالركود، وذلك في الحالة التي يكون فيها معدل الرسملة كبيراً، ولكن معدل الدوران منخفض.

الفرع الثالث: مؤشر درجة التقلب في سوق رأس المال

يمكن حساب هذا المؤشر بطريقتين:²

✓ الأولى بقسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية.

✓ أما الثانية فيمكن حسابها بقسمة معدل الدوران على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية.

فسوق رأس المال التي تتمتع بمعدلات مرتفعة من المؤشرين السابقين المتعلقين بحساب درجة التقلب، يكون حجم التداول بها مرتبطاً بتقلبات أسعار الأوراق المالية.

الفرع الرابع: مؤشر درجة التركيز

يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة، أو موزعاً على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول³. وبالتالي فإنّ ظهور هذا المؤشر بمعدلات عالية، يدل على تباين الشركات من حيث حجمها، وأسهمها المدرجة في السوق.

¹ عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص: 179.

² محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص: 132.

³ عباس كاظم الدعمي، مرجع سبق ذكره، ص: 180.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

الفرع الخامس: مؤشر صندوق النقد العربي

وهو مؤشر مركب يشمل أسواق المال العربية المدرجة في قاعدة البيانات، ويعتمد في حسابه على أسهم بعض الشركات المدرجة، والتي تمتاز بخصائص معينة كارتفاع معدل دوران الأسهم، وارتفاع القيمة السوقية للسهم، والأهمية الاقتصادية للشركة المدرجة، إذن هذا المؤشر يتضمن الأسهم نشطة التداول والممثلة بصورة أكثر للقطاعات الاقتصادية¹.

¹ حسن كريم حمزة، حسن شاكر الشمري، أسواق الأوراق المالية العربية بعد عام من الأزمة المالية ، الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 17، جامعة الكوفة، ص: 22 .

المبحث الرابع: أسواق رأس المال العربية، النشأة والتشريعات وآليات العمل

غالبًا ماكان التمويل في البلدان العربية على شكل قروض، ممّا زاد من مديونيتها، إلى جانب وجود قطاع عام عاجز، فحتى الدول التي كانت تحقق فائضًا على حاجياتها المحلية لم تتجّ من ذلك، ففي سبيل التماشي مع التطورات الاقتصادية العالمية، وأمام الاتجاه نحو عولمة أسواق المال، وتفاقم المديونية، وعزوف أسواق المال الدولية عن تقديم قروض جديدة، أصبح السبيل الوحيد أمام الدول العربية، هو تطوير أسواق رأس المال بها.

المطلب الأول: نشأة وتطور أسواق رأس المال العربية

يعتبر سوق مصر أول سوق عربي، يعود إنشاؤه إلى 1883، يليه بعد ذلك بورصة بيروت في 1920، ثم بعدها بورصة الدار البيضاء في 1929.

تشير البيانات إلّا أنّه حتى النصف الثاني من عقد الثمانينات من القرن العشرين، لم تكن هناك في المنطقة العربية سوى ست بورصات في كل من، مصر، والمغرب، وتونس، والكويت، والأردن، ولبنان، وكانت بورصة بيروت في تلك الفترة معطلة بسبب الحرب الأهلية اللبنانية، وقبل أن ينقضي عقد الثمانينات شهد قيام بورصة البحرين 1989، وسوق مسقط للأوراق المالية، وإنشاء سوق بغداد المالي، وشهدت المملكة العربية السعودية قيام سوق نشط للأسهم¹.

إلّا أنّ عقد التسعينات، شهد تطورات هامة باتجاه إنشاء أسواق رأس مال جديدة، حيث تم ذلك في كل من السودان وقطر وفلسطين والجزائر، ودولة الإمارات العربية المتحدة.

وعلى ضوء ما سبق فإنّ بداية نشأة أسواق رأس المال تختلف من دولة إلى أخرى، ويمكن تقسيمها تاريخيًا إلى ثلاث مراحل:²

الفرع الأول: المرحلة الأولى 1860-1983

لقد كانت مصر أول دولة عربية أسست فيها سوق لرأس المال، حيث تم إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية سنة 1883 وبورصة القاهرة في 1898، بحيث كانتا تفتقران إلى القواعد المنظمة للتعاملات، وبالتالي ركزت جهودها في البداية على تكوين السماسرة، وتأسيس لجان خاصة بتنظيم

¹ عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، الطبعة 1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2002، ص: 227.

² سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص ص: 71-72.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

عمليات التداول في السوق المصري لرأس المال، ليكون السوق بعد ذلك مؤهلاً لاحتضان ومزاولة النشاط الاستثماري، ثم تم إصدار أول لائحة لسوق المال المصري في سبتمبر 1910، وبعد السوق المصرية لرأس المال تأتي لبنان، كثاني سوق رأس مال عربي، الذي أسس في بيروت سنة 1920، ولم يكن في المنطقة العربية حتى النصف الأول من الستينات، سوى بلدان لديهما سوق مال منظمة للأوراق المالية، وهما: مصر ولبنان.

الفرع الثاني: المرحلة الثانية 1960-1990

قبل نهاية الستينات عملت كل من المغرب وتونس، على إقامة سوقاً للأوراق المالية، تطويراً لآلية تسعير القيم المنقولة في كل منهما، وذلك في سنتي 1967 م و1969 على التوالي. وشهد النصف الثاني من السبعينات، افتتاح بورصتي الأوراق المالية، في كل من الكويت والأردن سنة 1977، ثم تبعها إنشاء سوق عمان المالي سنة 1978، وقبل أن ينتهي عقد الثمانينات، قامت البحرين بإنشاء بورصتها عام 1988، وفي عام 1989 قامت سلطنة عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية.

الفرع الثالث: المرحلة الثالثة 1990-2000

وخلال التسعينات تم إنشاء سوق بغداد المالي عام 1993، ثم بدأت بورصة الخرطوم نشاطها مع مطلع العام 1995، الذي شهد أيضاً افتتاح بورصة بيروت بعد توقف دام نحو خمسة عشر عاماً، بسبب الحرب الأهلية في لبنان، وقد شهد عام 1996 افتتاح سوق فلسطين للأوراق المالية، وفي سنة 1999 أسست كل من بورصة الجزائر وقطر، وفي عام 2000 أسست كل من بورصتي دبي وأبوظبي في دولة الإمارات العربية.

المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لأسواق رأس المال العربية

شهدت أسواق رأس المال العربية تطورات تختلف من دولة لأخرى في الأطر التشريعية، والفنية المنظمة لها، وذلك باستحداث أدوات مالية واستثمارية جديدة، ومنح الحوافز الضريبية للمستثمرين في الأوراق المالية، بهدف تشجيعهم على ذلك، إضافة إلى السماح للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في الأوراق المالية.

الفرع الأول: أسواق رأس المال للدول العربية ذات درجة انفتاح مالي مرتفع

يتناول هذا الفرع إلى أسواق رأس المال العربية التي تتمتع بانفتاح كبير على العالم الخارجي، وهي: سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الأوراق المالية السعودية، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

الكويت للأوراق المالية، سوق الإمارات العربية المتحدة، سوق دبي المالي، سوق أبي ظبي للأوراق المالية، وسوق الدوحة للأوراق المالية.

1 - سوق البحرين للأوراق المالية:

صدر المرسوم بقانون سنة 1987، والخاص بإنشاء، وتنظيم سوق الأوراق المالية، وتم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989، وبموجبه أصبح سوق البحرين للأوراق المالية، يتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة.

حيث يدير السوق مجلس إدارة يكون برئاسة وزير التجارة والزراعة ويكون تشكيل أعضائه على النحو الآتي:¹

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائباً للرئيس.

- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد الوطني.

- عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين.

- ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة البحرين، من ذوي الخبرة والكفاءة.

- عضوان من البنوك ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس المجلس.

وكان عدد الشركات المدرجة في السوق 29 شركة مساهمة عامة بحرينية، تتبع نظام التداول اليدوي، إلى غاية 1999 حيث تم تطبيق نظام التداول الإلكتروني.

وقد خضع قانون سوق البحرين للأوراق المالية، إلى تعديلات شملت تطوير الأحكام المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية، وتحسين قواعد الإفصاح المالي، وعمليات المحاسبة، بما يتفق والمعايير الدولية، بهدف تحسين الكفاءة وزيادة الشفافية، وتعزيز الرقابة عليها وتأكيد استقلاليتها، فقد سمح القانون رقم 10 سنة 1999، للمستثمرين الأجانب غير الخليجين بتملك وتداول نسبة تصل إلى 100% من أسهم الشركات المساهمة العامة². الأمر الذي سهل حرية تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى الداخل، والمساواة بين المستثمرين المحليين والأجانب في الحقوق والالتزامات.

الجريدة الرسمية العدد 1736، مارس 1987، المادة 05، ص: 05. من الموقع:

¹ <http://www.legalaffairs.gov.bh/Media/LegalPDF/L0487.pdf> بتاريخ: 2019/03/21 ، 16:00.

² حسين علي بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

2- السوق السعودي للأوراق المالية:

بدأت شركات المساهمة السعودية نشاطاتها في أواسط الثلاثينات الميلادية عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات، كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام 1975 كان هناك نحو 14 شركة مساهمة¹.

وقد أدى النمو الاقتصادي السريع في السبعينات، إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات وبنوك المساهمة. لكن السوق المالية السعودية ظلت غير رسمية، حتى أوائل الثمانينات، حيث تم في سنة 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني، ووزارة التجارة، ومؤسسة النقد العربي السعودي، بهدف تنظيم وتطوير السوق. وبدأ السوق في عام 1990، بتطبيق نظام تداول الكتروني شامل.

وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم، ومراقبة السوق، حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 31/7/2003، بموجب المرسوم الملكي (م/30)، حيث تمثل الجهاز الحكومي المسؤول عن إدارة وتنظيم سوق المال السعودية، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والاداري، وتهدف إلى تنظيم وتطوير سوق المال في المملكة العربية السعودية².

في 19 مارس 2007، تم تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم " شركة السوق المالية السعودية تداول"، والتي كلفت بأعمال التسوية، والمقاصة للأوراق المالية، وإيداعها، وتسجيل ملكيتها. فازداد عدد الصفقات المبرمة، من بيع وشراء للقيم المنقولة، إلا أنّ السوق شهد في نهاية سنة 2008-نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية- تذبذبًا كبيرًا. إلا أنه عاود الاستقرار من جديد ابتداءً من سنة 2011. وعلى العموم فإنّ سوق الأسهم السعودية تتميز بالآتي:³

-يتميز سوق الأسهم السعودي، بحداثة النشأة، مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، مثل الولايات المتحدة، أو اليابان، أو دول الاتحاد الأوروبي.

-يتصف بقلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق، بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير.

¹ ديما وليد حنا الربضي، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

² تقرير اتحاد الشركات الاستثمارية، أهم البورصات العالمية، الطبعة الأولى نوفمبر 2008، ص: 15.

³ بان علي حسين المشهداني، دور القطاع المالي للمملكة العربية السعودية في تحقيق النمو الاقتصادي على ضوء انضمامها لمنظمة التجارة العالمية، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد 31، جامعة البصرة، مارس 2017، ص: 40.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

يعد حجم المعاملات في السوق محدودًا نسبيًا، بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق، وهو ما يعبر بضيق السوق الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.

3- سوق مسقط للأوراق المالية:

أنشئ سوق مسقط للأوراق المالية بموجب المرسوم السلطاني رقم 88/53 الصادر في عام 1988، وبعد أقل من عام شهدت قاعة السوق أول عملية تداول في 20ماي 1989، ثم صدر المرسوم رقم 98/80 الذي أقر بإنشاء ثلاث أجهزة إدارية وهي: الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية و شركة مسقط للمقاصة والإيداع. وبموجب هذا المرسوم أصبحت سوق مسقط للأوراق المالية كيانًا قانونيًا تتمتع بالشخصية الاعتبارية. بحيث يتشكل مجلس إدارة السوق من مدير السوق، وممثل عن الهيئة، والبنك المركزي العماني، وأربعة أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة للسوق¹، كما اعتمد سوق مسقط للأوراق المالية على تطبيق نظام التداول الالكتروني ابتداءً من 1998.

4- سوق الكويت للأوراق المالية:

صدر في شهر أوت عام 1971، قرار وزير التجارة والصناعة رقم 10 بشأن تداول الأوراق المالية، وفي فيفري من عام 1972، تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية بمدينة الكويت، وفي نوفمبر 1976، صدر قرار وزير التجارة والصناعة لسنة 1976، والخاص بإعادة تنظيم وتداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية².

لقد عرف سوق الكويت ركودًا سنة 1982، وذلك لأسباب داخلية متعلقة بنشاط السوق، حيث ظهر سوق مواز لسوق الكويت الرسمي وعرف بسوق المناخ، وكان ذلك نتيجة منع الحكومة تأسيس شركات مساهمة جديدة، وعدم السماح لزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة، وقد ظهرت بوادر الأزمة عندما انحرف التعامل بالسوق الموازي إلى التعامل الآجل، والتي أخذت في الاتساع بشكل مبالغ فيه وما

¹ بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص: 148.

² محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديفات، الطبعة 1، الاستثمار في البورصة: أسهم -سندات-أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص: 204.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

صاحب ذلك من مضاربات شديدة، وبالتالي برز ما أصطلح عليه تسمية أزمة سوق المناخ، وتعتبر هذه الأزمة من أكبر الأزمات التي شهدتها أسواق المال العربية¹.

إلا أنّ سوق الكويت استرجع نشاطه بعد ذلك، فكانت الكويت على الدوام رائدة بين الدول العربية، على صعيد أنشطة الأوراق المالية ففي نوفمبر 1995، طبقت البورصة لأول مرة نظام التداول الإلكتروني، بتاريخ 03 أكتوبر 1998 أدخل سوق الكويت التعامل بالمستقبليات.

5- سوق الإمارات العربية للأوراق المالية:

أنشئ سوق الإمارات للأوراق المالية عام 1986، حيث أصدر البنك المركزي قراره بشأن نظام وسطاء بيع وشراء الأسهم بالدولة. وفي 01 فيفري 2000 تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع بموجب القانون الاتحادي رقم 2000/04، والتي تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها، وذلك للإشراف على نشاط السوقين، ممّا يشجع على الاستثمار فيهما²، والهدف الأساسي من إنشائها هو حماية المستثمر، وتوفير المناخ الاستثماري المناسب للتعامل في الأوراق المالية.

يتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله قرار من السلطة المحلية المختصة، على ألا يكون من بين أعضائه عضوًا في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة مدرجة أو وسيط مالي³.

6- سوق دبي المالي:

تأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، تعمل كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة، وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 26 مارس 2000⁴.

¹ محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2008، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص: 135-136.

² بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013، ص: 150.

³ تقرير اتحاد الشركات الاستثمارية، أهم البورصات العالمية، الطبعة الأولى نوفمبر 2008، ص: 21.

⁴ المرجع نفسه، ص: 22.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة، برأس مال قدره ثمانية مليارات درهم، وتم طرح نسبة عشرين في المئة من رأس مال السوق، أي أنّ ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام¹.

7- سوق أبي ظبي للأوراق المالية:

تم تأسيس سوق أبي ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم 3 سنة 2000، وبموجب هذا القانون فإنّ السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وبالصلاحيات الرقابية، والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، 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 سنة 2000، ويعتمد السوق نظام التداول الإلكتروني².

8- سوق الدوحة للأوراق المالية:

بقي التعامل بأسهم الشركات في قطر، يتم من خلال مكاتب وشركات الوساطة غير المتخصصة، في غياب السوق المنظمة للأوراق المالية، حتى صدور القانون رقم 14 لسنة 1995، والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، وباشرت سوق الدوحة للأوراق المالية العمل ابتداءً من 1997/9/26³، وكان مقرها مدينة الدوحة وتخضع لإشراف وزير الاقتصاد والتجارة، فتطورت السوق بعدها، حيث قام سوق الدوحة للأوراق المالية في 03 أبريل 2005 بفتح باب الاستثمار في الأسهم المدرجة في السوق أمام المستثمرين غير القطريين وذلك تنفيذاً للقانون رقم 2 لسنة 2005، حيث أجاز القانون للمستثمرين غير القطريين تملك نسبة لا تزيد عن 25 % من أسهم شركات المساهمة القطرية المطروحة للتداول، وفي أبريل 2007 تم تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى شركة مساهمة تمتلكها الحكومة مع احتمال بأن تطرح للاكتتاب العام في مرحلة لاحقة⁴.

¹ ديما وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

² المرجع نفسه، ص ص: 108-109.

³ محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص ص: 205-206.

⁴ تقرير اتحاد الشركات الاستثمارية، أهم البورصات العالمية، الطبعة الأولى نوفمبر 2008، ص: 60.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

الفرع الثاني: أسواق رأس المال لدول عربية ذات درجة انفتاح مالي منخفض ومتوسط وهي أسواق رأس المال لدول عربية ذات درجة انفتاح مالي أقل من المجموعة الأولى، (منخفض ومتوسط)، ومن بينها: سوق عمان المالي، السوق المالية المصرية، بورصة الدار البيضاء، بورصة الأوراق المالية بتونس، بورصة الجزائر، بورصة بيروت.

1- سوق عمان المالي:

إنّ ظهور سوق غير منظمة في الأردن، لتداول الأوراق المالية، وعن طريق مكاتب غير متخصصة، قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة "عمان". فقام البنك المركزي خلال العامين 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) International Finance Corporation التابعة للبنك الدولي، بتقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 للعام 1976. والذي بموجبه أنشئت سوق عمان المالية، والتي باشرت بنشاطاتها في 1/1/1978¹.

تمثلت المؤسسة الأولى في هيئة الأوراق المالية، وكلفت بضمان الشفافية في نشر المعلومات، ونشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في السوق.

أما المؤسسة الثانية في سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)، وهي مؤسسة خاصة، تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية ولا تهدف إلى الربح ولا تخضع لقانون الشركات وتضم الوسطاء الماليين كأعضاء في الهيئة العامة ويديرها مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء: ثلاثة منهم يمثلون شركات الخدمات المالية-كوسطاء ماليين- وعضوان يمثلان البنوك التي تمارس شركات الخدمات المالية والوساطة المملوكة من قبل البنوك أو التابعة لها. وأخيرًا عضوان تعينهما هيئة الأوراق المالية من ذوي الخبرة القانونية والمالية².

وأخيرًا المؤسسة الثالثة وهي مركز إيداع الأوراق المالية، وهي مؤسسة تدار من قبل القطاع الخاص، حيث تقوم بالدور التوثيقي، مثل تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق، والاشراف عمليًا على التسوية التقاص.

¹ محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص: 200.

² المرجع نفسه، ص: 201.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

- أما عن شروط إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، فيمكن توضيح الشروط التي يتوجب على الشركات التي يسمح بتداول أسهمها في السوق كالاتي:¹
- أن يمضي عام على إدراج الشركة في السوق الثاني.
 - أن تبدأ الشركة بممارسة نشاطها الطبيعي.
 - أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة، عن 100% من رأس المال المدفوع.
 - أن لا يقل عدد أيام التداول عن 20% من عدد أيام التداول الكلي، خلال آخر 12 شهر، وأن يكون خلال الفترة نفسها قد تم تداول 10% على الأقل من الأسهم الحرة للشركة.
 - أن تقدم الشركة الميزانية، وحساب الأرباح والخسائر، وعرضها على الجمهور.
 - أن تكون الشركة قد حققت أرباحًا صافية قبل الضريبة، في سنتين ماليتين على الأقل خلال السنوات الثلاثة الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج.
 - أن لا نقل الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها، بتاريخ إنتهاء سنتها المالية عن:
 - ✓ 5% إذا كان رأسمالها 50 مليون دينار فأكثر.
 - ✓ 10% إذا كان رأس مالها أقل من 50 مليون دينار.

2- السوق المالية المصرية:

يشمل سوق الأوراق المالية بمصر كل من بورصتي القاهرة والإسكندرية، حيث انشئت بورصة الإسكندرية عام 1888، وبورصة القاهرة عام 1903.

لقد كان هذان السوقان بين نشاط وركود، وكانا نشطين لبضع سنوات من نشوءهما، إلى غاية الفترة 1916-1933، وذلك بسبب ظروف وأثر الحرب العالمية الأولى وما تبعها من مشكلات سياسية، ثم الفترة 1961-1992، وكانت الاضطرابات في هذه الفترة بسبب سياسات التخطيط المركزي، والتحولت الاشتراكية، وعدم تكامل تشريعات النظام الاقتصادي. إلى أن اعتمدت الحكومة المصرية إصلاحات هيكلية أساسية، وإصدار عدة قوانين وقرارات حول أنظمة، وإجراءات، وتنظيمات التعامل في السوق المالية، في فترة التسعينات أهمها أنظمة: 1909 و 1933 و 1953 و 1957 و 1977

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة 3، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013، ص: 222.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

و 1992 و 1997¹، أدى ذلك إلى زيادة الانفتاح على الاقتصاد العالمي، وتعاضم دور القطاع الخاص، وصدر عدة تشريعات لتشجيع الاستثمار.

فكان الإصلاح الأول في عام 1992، وهدف هذا الإصلاح إعداد قانون لسوق رأس المال لضمان الإفصاح والشفافية، كما هدف إلى تشجيع المستثمرين على الاستثمار في سوق رأس المال، وذلك من خلال بعض الإعفاءات الضريبية، ومن أهم القوانين التي تضمنها الإصلاح ما يأتي²:
-تقديم بيانات تفصيلية عند الاكتتاب، وذلك حول أهداف الشركة، واسماء المساهمين المكتتبين عند 150 شخصا.

-حصر عملية تداول الأوراق المالية بالبورصة، من خلال الشركات المرخصة التي تتعهد بسلامة هذه العملية.

-إمكانية إيقاف التعامل في حالات التلاعب، خاصة عند دفع المضاربة لحدوث تقلبات شديدة في الأسعار.

-قيام الهيئة العامة للسوق بتعزيز عمليات التنظيم والإشراف والرقابة معًا.

وفي سنة 1996، بدأت شركة مصر للمقاصة في مزولة عملها، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين ومن ثم أصبح لهما مجلس إدارة واحد.

وفي عام 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين، تلاها في عام 2000 صندوق ضمان التسويات لتوفير الضمان لتسوية العمليات.

وفي سنة 2006 تم إدخال نظام التداول عبر الأنترنت، أمّا في سنة 2008 فتم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية لتصبح البورصة المصرية. حيث مثلت تلك الفترة، فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية، وكانت في أوج نشاطها وسط صعود قوي للمؤشرات، تأثرًا بالنمو الاقتصادي المحلي والعالمي في تلك المرحلة، ولكن نشوء الأزمة العالمية وقيام ثورة 2011 في مصر أثر، بشكل كبير على أداء البورصة المصرية³.

ورغم ذلك فإنّ البورصة المصرية لم تتوقف عن عمليات وخطط التطوير، فقامت في سنة 2013 بانتهاج سياسة تهدف إلى تحقيق الانفتاح للبورصة المصرية على الأسواق العالمية.

¹ محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص: 197.

² المرجع نفسه، ص: 199.

³ ديما وليد حنا الرضي، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

3- بورصة الدار البيضاء(المغرب):

يرجع تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى عام 1921 وبمبادرة من القطاع البنكي الذي كان ينظم جلسات تبادل دورية، يتم فيها تداول أسهم شركات خاصة لصالح مستثمرين أجانب، إلى أن صدر مرسومًا في 14 نوفمبر 1967 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ينص على الجانب التنظيمي لهذه المؤسسة¹.

واعتبارًا من عام 1973، بدأت الحكومة المغربية من تطبيق برنامج متكامل لإصلاح السوق المالي في المغرب تمثل بنوده بالآتي²:

-فصل عمل الوساطة المالية في البورصة عن النشاط المصرفي وإنشاء إطار لإيجاد شركات البورصة المتخصصة تقوم بالوظائف الآتية:

✓ إبرام المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة.

✓ المساهمة في توظيف قيمة السندات الصادرة عن المؤسسات المختلفة.

✓ إدارة محافظ الأوراق المالية.

✓ تقديم النصح والمشورة إلى العملاء، والقيام بمساعدتهم بقصد بيع أو شراء الأوراق المالية.

-إنشاء مجلس القيم المنقولة، وهو هيئة مكونة من سبع أعضاء تمثل إدارة البورصة، والبنك المركزي، وهيئة القضاء، والمتخصصين الماليين.

واعتبارًا من عام 1993 أصبحت بورصة الدار البيضاء سوقًا منظمًا وعموميًا، يتم فيه تداول القيم المنقولة، حيث تضاعفت مؤشرات التعامل في بورصة الدار البيضاء، إذ لجأت بعض المؤسسات المصدرة للأسهم إلى تحديد حد أقصى للاكتتاب بالأسهم، بهدف توسيع قاعدة الإدخار للمدخرين الصغار في رأسمالها. كذلك قامت إدارة البورصة بحملات إعلامية، بهدف توسيع قاعدة التنقيف المالي للجمهور، وإشهار المبيعات، كما قامت الحكومة المغربية بتغيير عادات الادخار من قصيرة الأجل إلى متوسطة الأجل، عن طريق إصدار سندات خزانة متوسطة الأجل³.

¹ محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص: 204.

² حسين علي بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص: 89.

³ المرجع نفسه، ص: 89.

4- بورصة الأوراق المالية بتونس:

صدر قانون إنشاء بورصة القيم المنقولة في تونس في العام 1969، ثم أنشئت في عام 1989 بورصة الأوراق المالية، وفي العام 1994 فصل القانون بين دور البورصة وجهاز المراقبة، وتشكلت هيئة السوق المالي للرقابة، وتشكلت شركة متخصصة لتسيير أعمال السوق يتم تكوينها من قبل الوسطاء، كما تأسست في عام 1993 الشركة المهنية للمقاصة والإيداع والتسوية¹.

وفي الرابع عشر من شهر نوفمبر 1994، صدر القانون رقم 117 لسنة 1994، والذي يهدف إلى إعادة تنظيم سوق تونس المالي، وذلك كالآتي²:

-إدخال المزيد من الطمأنينة للمؤسسات المالية، وتشجيعها على دخول البورصة بدون تخوف، وذلك بإزالة كل العقبات أمام المساهمين.

-إدخال أكبر قدر ممكن من الشفافية على عمليات السوق، وتصعيد العقوبات على المخالفين.

-التخصص في الوساطة المالية، بحيث تكون وظائف الوسيط هي الوساطة فقط دون سواها.

-إنشاء صندوق للضمان لصالح المتعاملين في سوق الأوراق المالية، بقصد تغطية المخاطر غير التجارية.

وصندوق الضمان المذكور عبارة عن مؤسسة هدفها تعويض الضرر الحاصل للمتعاملين بالبورصة في ميدان المسؤولية المدنية، مثل ضياع السندات أو سرقتها.

أما الهيئات المنظمة للسوق المالي التونسي فهي³:

-مجلس سوق الأوراق المالية، وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي، والإداري، ويتكون المجلس من تسعة أعضاء ورئيس المجلس.

-الشركة التونسية للإيداع وتسجيل الأوراق المالية، هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي تتم في البورصة.

5- بورصة الجزائر:

مرت مرحلة إنشاء سوق المال في الجزائر بمراحل عدة نوجزها فيما يأتي:

¹ محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص ص: 203-204.

² حسين علي بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

³ ديما وليد حنا الربضي، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

المرحلة الأولى من 1990 - 1992: حيث تم فيها تأسيس شركة القيم المنقولة بموجب المادة رقم 01 من القانون 88/03 الصادر في 02 جانفي 1988، برأس مال قدر ب 3200000 دج.

المرحلة الثانية من 1992-1993: وفيها تم تغيير اسم شركة القيم المنقولة "ببورصة القيم المنقولة" في فيفري 1992 برأس مال قدره 9320000 دج.

المرحلة الثالثة 1993-1996: وفي هذه المرحلة تم وضع الإطار القانوني والتشريعي والتنظيمي للبورصة، وذلك بصدور المرسومين التشريعيين: 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة، والمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة. وبموجب هذين المرسومين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر¹.
المرحلة الرابعة 1996-1998: وفي هذه المرحلة تم الافتتاح الرسمي لبورصة الجزائر في 17 ديسمبر 1997.

المرحلة الخامسة من 1998 وما بعدها: شكلت هذه المرحلة البداية الفعلية في قبول المؤسسات الاقتصادية وإدراجها في البورصة، وكذا الشروع في تداول القيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر.
6- بورصة بيروت:

بعد بورصة مصر للأوراق المالية، لم تظهر في العالم العربي أية بورصة، إلا في عام 1920 حيث ظهرت بورصة بيروت، تحت سلطة الانتداب الفرنسي، لتتقدم بإطراد طيلة العقود التي تلت عام 1920، في ظل المركز المالي والمصرفي الهام الذي تبوأه لبنان، من خلال نظامه الاقتصادي الحر، وهو وضع ظل لبنان يتمتع به حتى نشوب الحرب الأهلية في منتصف السبعينات²، الأمر الذي دفع إلى إغلاق السوق لفترة ثلاثة عشر سنة ابتداءً من سنة 1983، إلى أن أعيد افتتاحها بموجب المرسوم رقم 7667 بتاريخ 21 ديسمبر 1995.

وفي عام 1997، شهدت بورصة بيروت فترة نشاط ممتازة رفعت المعدل اليومي لتداول الأسهم إلى 242 ألف سهم، لكن سرعان ما ركز النشاط في مقصورة البورصة في عام 1997، بعد نهاية فترة

¹ مداني أحمد، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية-حالة الأسواق الناشئة- أطروحة

دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسينية بن بوعلي سطيف، 2013-2014، ص: 285.

² حسين علي بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

الإففاق العام على مشاريع البنى الارتكازية، وإعادة الإعمار. فتراجع المعدل اليومي لتداول الأسهم إلى 174 ألف سهم، وخلال عامي 1999، 2000 استمر التطور السلبي في نمو بورصة بيروت¹. وشهد العام 2000 تعديل النظام الداخلي، ممّا سمح بإدراج وتداول صكوك مالية جديدة في بورصة بيروت. وفي نهاية عام 2006 اطلقت بورصة بيروت نظام تداول جديد عن بعد، يسمح للوسطاء بتداول الصكوك المدرجة على بورصة بيروت عن بعد من مكاتبهم الخاصة.

المطلب الثالث: أسباب انتشار أسواق رأس المال في الدول العربية والسمات المشتركة بينها

تشهد أسواق رأس المال العربية تطورات إيجابية في مجالات الإفصاح وتقنية المعلومات والخصخصة والأطر التنظيمية، بما يعزز دور هذه الأسواق في استقطاب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية معاً، إذ تؤدي هذه الأسواق دوراً مهماً في الحياة الاقتصادية ودفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلدان العربية، من خلال المهام التي تؤديها والأهداف التي تحققها، والتمثلة في تعبئة المدخرات وتخصيصها للاستثمار، وترشيد استخدام الموارد وخلق السيولة للأدوات المالية، بالإضافة إلى إمكانية توفير وسائل تحويل الاستثمارات الطويلة الأجل، إلى أصول سائلة.

الفرع الأول: أسباب انتشار أسواق رأس المال في الدول العربية

إنّ الدول العربية لم تركز في الغالب على الاستثمارات في الأوراق المالية بشكل منظم، حتى بداية السبعينات من القرن الماضي. لتعرف بعدها انتشاراً واسعاً في كافة الدول العربية.

إنّ هذا الانتشار وفي مجال زمني ضيق نسبياً قد جاء لأسباب مختلفة منها:²

- تعاضم السيولة وخاصة في الدول المصدرة للبترول الخام.
- ارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية، وحركة رؤوس الأموال، والموارد البشرية، وأسعار الصرف)، وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي.
- توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته، عن طريق قرار الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق، وبإنشاء الشركات المساهمة.

¹ حسين علي بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص:86.

² هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص: 299.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

-ارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريباً، وما تطلب ذلك الاعتماد على السندات الحكومية وأذونات الخزينة.

الفرع الثاني: السمات المشتركة لأسواق رأس المال في الدول العربية

تعتبر أسواق رأس المال في الدول العربية حديثة النشأة، مقارنة بنظيرتها في الدول المتقدمة، فرغم اختلاف أطرها التشريعية والتنظيمية، إلا أنها تشترك جميعها في خصائص وسمات مشتركة، كما أنها تمتلك عوامل ضعف تجعلها عرضة للتقلبات المفاجئة في أسواقها.

1- ضيق السوق:

تتميز أسواق رأس المال العربية بضيق حجم السوق من حيث النقص الشديد في كل من العرض الذي يقاس عادة بعدد الشركات المدرجة، والطلب الذي يعبر عنه بعدد وحجم أوامر الشراء. إلا أنّ أحد أهم العوامل التي تحد من تطور سوق رأس المال، وزيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية، هو ضآلة حجم الدخل، ونمط توزيعه، ومستوى الوعي العام للمدخرين، ومفاهيمهم الاجتماعية إزاء الاستثمار في الأوراق المالية، وخاصة السندات منها. ويمكن إيجاز العوامل التي أثرت في تدني الطلب على الأدوات الاستثمارية في أسواق رأس المال العربية لعدة عوامل أهمها:¹

-تفضيل السيولة في الاستثمار قصير الأجل، حيث يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية في سوق رأس المال، توافر مستوى عال من الوعي الادخاري والتوظيف لدى المدخرين، خاصة وأنّ الاستثمار في الأوراق المالية هو استثمار طويل الأجل بطبيعته. أما بالنسبة للسندات فإنّ ارتفاع أسعار الفائدة في البنوك عن مثيلتها على السندات أدى إلى انخفاض القيمة الرأسمالية للسندات ممّا يعني تحقيق خسارة لحاملي هذه السندات، هذا أدى إلى اتجاه الأفراد سواءً إلى إيداع أموالهم بالبنوك لأجل قصير، أو استثمارها في شراء العقارات، ذهب...

-انخفاض العائد الصافي على الاستثمار في الأوراق المالية مقارنة بأشكال الاستثمار الأخرى، يعتبر عائناً دون زيادة الطلب على هذه الأموال، ويحد بالتالي من نمو سوق رأس المال، إذ يلاحظ أنه في بعض الدول العربية خاصة التي تتميز بمستويات مرتفعة من التضخم، فإنّ معدلات الفائدة على

¹ خليل الهندي، انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص ص:254-255.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

الودائع بالجهاز المصرفي، تفوق العوائد التي توزعها شركات المساهمة، بل أنّ بعض الدول العربية غالبًا ما تعطي الودائع المصرفية دون عائدات الأسهم أفضلية من حيث المعاملة الضريبية. -انخفاض معدلات الادخار في بعض الدول العربية خاصة المستوردة لرأس المال، وذلك بسبب تدني الدخل، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأدوات الاستثمارية في أسواق رأس المال.

2- ارتفاع درجة تركيز التداول:

تعاني أسواق رأس المال العربية ارتفاع درجة تركيز التداول، والذي يعكس صغر حجم الأسهم ذات الجاذبية.

وهناك سببان رئيسيان يرجع إليهما ارتفاع درجة تركيز التداول، ويتلخص السبب الأول في احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة، والسبب الثاني، هو انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لاسيما أسهم شركات قطاع الأعمال العام¹.

3- ضعف الفرصة للتنوع:

تعاني أسواق رأس المال العربية شأنها في ذلك شأن أسواق رأس المال الصغيرة، بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة الأوراق المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيودًا على استراتيجيات الاستثمار سواءً للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي.

4- ضعف درجة السيولة في البورصات العربية:

تعاني أسواق رأس المال في الدول العربية من ضعف السيولة، والتي تعتبر في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، وذلك بسبب انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميًا، وعدد أيام التداول في السنة.

5- التقلبات الشديدة في الأسعار:

وهي من الخصائص الرئيسية التي تميز أسواق رأس المال العربية، ويعزى ذلك إلى اعتمادها الكبير على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم. علمًا بأنّ التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية في الأسواق العربية يثير المخاوف لدى المستثمرين الأجانب

¹ عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص:

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

عند دخولهم السوق أو خروجهم منها، وفي كل الأحوال كلما كان التقلب السعري في حدود ضيقة كان ذلك مؤشراً على تطور كبير في السوق.¹

6- القصور التشريعي والمؤسسي لأسواق رأس المال العربية:

تعاني أسواق رأس المال من قصور تشريعي، فقوانينها لا تزال تحتاج إلى المزيد من الإصلاح والتحديث، كما يلاحظ أيضاً أنّ بعض هذه الأسواق خاصة الثانوية لازالت غير منظمة والبعض الآخر منظم تنظيمًا جزئيًا غير متكامل. كما تعاني من قصور مؤسسي، يتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة، وصانعي السوق، ودور الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق وهيكلها التنظيمي، وقد انعكس هذا القصور على كفاءة أسواق رأس المال وأدائها.

7 - عدم ملاءمة المناخ الاستثماري في بعض الدول العربية:

يواجه الاستثمار في كثير من الدول العربية العديد من العقبات منها ما يتعلق بنواحٍ سياسية أو اقتصادية أو مالية أو تشريعية، بالإضافة إلى المعوقات الإدارية والتنظيمية، وتلك التي تتعلق بمشروعات البنية الأساسية، وتنعكس هذه العقبات في انخفاض الاستثمارات العربية داخل الوطن العربي بالمقارنة بمثيلتها في الخارج.²

8 - قصور أنظمة الإفصاح المالي:

أنظمة الإفصاح المالي في الدول العربية غير مدققة وتبقى في بعض الأحيان في إطار العموميات، وتظل التقارير المالية للشركات بعيدة عن الجودة المنشودة، وأنّ مصداقيتها متفاوتة من سوق لآخر، وتقتصر في كثير من الأحيان على توفير الحد الأدنى المطلوب للإفصاح المالي، كنشر الموازنة الختامية، والتأخر أحياناً في نشر مثل هذه البيانات والإكتفاء بعمليات نشر سنوية، بما لا يوفر المعلومات الكافية للمستثمرين كقاعدة أساسية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.³

¹ عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة، مرجع سبق ذكره، ص: 233.

² خليل الهندي، انطوان الناشف، مرجع سبق ذكره، ص: 253.

³ حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، فيفري 2004، ص: 14.

9- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج:

تعاني الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى 70 % يتم تغطيتها من خلال التمويل الافتراضي والإعانات، مما ترتب عليه زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة، وارتفاع الأسعار، ضعف الإنتاج، وأن ما يقارب 800 - 2400 مليار هي حجم الأموال العربية المستثمرة في المحافظ الاستثمارية الأجنبية خاصة الأمريكية منها، وتعود أسبابها إلى العوامل الآتية:¹

-تدني فرص الاستثمار في البلدان العربية لقلة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة.
-تمكن المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال من استرجاع ودائعهم وتحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق.

-عدم قدرة الدول العربية على استغلال الموارد المتوفرة لديها استغلالاً كاملاً في تحقيق مستوى من التنمية، مثل عجز البنوك والشركات والمؤسسات المالية العربية على استثمار ما لديها من فوائض مالية رغم توفر الكثير من الفرص الاستثمارية ذات الجدوى في مجالات متعددة مما يؤدي إلى تدني مستوى العوائد المحققة.

-انتشار الفساد الإداري والمالي، وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الاستثمارات العربية.
-هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي الاستثماري والمالي.
-غياب قوانين الاستثمار العربية على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار للدستور والقوانين، وعدم التصريح قانونياً بالحماية التشريعية للمستثمر.

10- قلة عدد الشركات المدرجة ونسب الأسهم المطروحة:

ويعود ذلك إلى هيمنة الاقتصاد الفردي والعائلي، وغياب أو قلة مؤسسات الاستثمار بمختلف أنواعها.²

الفرع الثالث: عوامل ضعف أسواق رأس المال العربية

إنّ مظاهر وأسباب ضعف أسواق رأس المال العربية تتعدد تبعاً لاختلاف الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية في كل منها، ويمكن إجمالها بشكل عام فيما يأتي:¹

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص: 192.

² مايح شبيب هدهود، القطاع المالي والمصرفي بين إشكاليات الواقع وآفاق الإصلاح-دراسة في أقطار عربية مختارة-، الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، ص: 49.

الفصل الثاني : واقع أسواق رأس المال في الدول العربية

- الصغر النسبي لحجم المشروعات في المنطقة العربية، وبالتالي سهولة تمويلها من عدد قليل من الأفراد وأصحاب الدخل والثروات الكبيرة.
- الاعتماد إلى حد كبير على التمويل الذاتي، وإعادة استثمار الأرباح غير الموزعة.
- خفض نسبة الأرباح الموزعة، وتكوين احتياطات وإعادة استثمارها في المشروع نفسه في المستقبل، أو زيادة رأس المال.
- تخوف المدخرين من المضاربة الشديدة التي تضر بسوق المال في المدى الطويل، وخاصة الفرد العادي الذي يخشى من توظيف مدخراته في الأوراق المالية.
- توظيف بعض المصارف وشركات التأمين والاستثمار لجانب كبير من أموالها في الخارج، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض مقدار الأموال السائلة التي توجه إلى سوق المال المحلية.

¹ صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية ، الطبعة 1، 1998، ص ص: 30.

خلاصة الفصل:

لمّا كانت أسواق رأس المال العربية أسواقاً حديثة العهد، فإنّها لم تشهد الكثير من التعقيد، بل ظلت أنشطتها في غاية السهولة والبساطة، وعلى الرغم من اليسر في التعامل، إلا أنّ هذا اليسر مازال يشكل حدوداً ثابتة للإمكانيات الهائلة التي يحققها التطور، فدورها المالي لم يظهر في النشاط الاقتصادي، إلاّ مع بداية الربع الأخير من القرن العشرين الماضي، حيث خُطت خطوات واسعة في سبيل جعلها تساير التطورات الحاصلة في أسواق المال الإقليمية والدولية. فقد شهدت تطورات على المستوى التنظيمي والتشريعي، وذلك بهدف زيادة كفاءتها وشفافيتها واستقلاليتها، إضافة إلى سن قوانين لتشجيع الاستثمار الأجنبي في الدول العربية.

وبالرغم من ذلك مازال على الدول العربية أن تواصل الجهود وتسلّك السبل التي تمكنها من تحقيق فعالية أكبر لأسواق رأس المال القائمة فيها، سواءً على المستوى المحلي أو على المستوى الإقليمي، الذي يعبر عن المصالح العربية المشتركة، لأنّها لم ترق بعد، إلى مستوى أسواق المال العالمية المعروفة.

الفصل الثالث:

دور العولمة

المالية في تدويل

الخطر المالي

تمهيد:

أدت التطورات العلمية والتكنولوجية التي شهدها العالم في العقدين الأخيرين من القرن العشرين، إلى انقلاب موازين القوى بين الدول. وفي ظل ذلك تغيرت المفاهيم الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، وتغيرت أساليب الإنتاج، ليعجز المجتمع على التعايش في عزلة عن العالم الخارجي. لقد ظهرت بوادر العولمة الاقتصادية في المبادلات التجارية على نطاق ضيق منذ القدم، حيث ظهرت بين المجتمعات البشرية في شكل مقايضة بين المنتجات والمحاصيل الزراعية، التي يتم مبادلتها بين المناطق المختلفة، وبمرور الزمن، توسع نطاق دائرة التبادل ليشمل المجالات الاقتصادية والتجارية والفكرية والمعلوماتية. لتبرز بعدها العولمة الاقتصادية كتعميق لمبدأ الاعتماد المتبادل في الاقتصاد العالمي، وازدياد المشاركة في ذلك التبادل تدريجياً.

ظهرت بعد ذلك العولمة المالية والتي تعتبر جزءاً من العولمة الاقتصادية - نتيجة لتحرير أسواق المال، حيث قامت العديد من الدول بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، الأمر الذي جعلها أكثر ارتباطاً، ومنحها فرصة لزيادة نموها من جهة، كما طرح أمامها مجموعة من المخاطر من جهة أخرى، من بينها ما يعرف بتدويل المخاطر المالية وانتقالها من دولة لأخرى.

ولقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث:

المبحث الأول: العولمة الاقتصادية.

المبحث الثاني: عولمة أسواق رأس المال.

المبحث الثالث: تدويل الخطر المالي.

المبحث الرابع: الأزمات المالية وطابعها الدولي.

المبحث الأول: العولمة الاقتصادية

إنّ العولمة الاقتصادية ظاهرة قديمة أخذت أبعاداً متعددة واكتسبت مضامين حديثة، للتخطى بعد ذلك حدود الدولة الواحدة لتشمل ارتباطات مع العالم بأسره. إذ يعتبر تطور التجارة الدولية، وزيادة الاستثمار الأجنبي المباشر، والتزايد المستمر لانتشار التكتلات الاقتصادية، والتطور الكبير في المجال التكنولوجي والمعلوماتي، من أهم العوامل التي ساعدت على انتشار ظاهرة العولمة.

المطلب الأول: ماهية العولمة الاقتصادية

تمس العولمة الاقتصادية جوانب اقتصادية واجتماعية وسياسية وثقافية، فهي تقوم على فكرة مفادها اندماج الاقتصادات العالمية في إطار الاقتصاد الواحد.

الفرع الأول: تعريف العولمة الاقتصادية

تعرف العولمة الاقتصادية على أنّها " تسهيل انتقال القوى العاملة والمعلومات والسلع والأموال بين مختلف دول العالم وتخطي الحدود الإقليمية، واندماج الأسواق في حقول التجارة والاستثمارات المباشرة"¹.

كما تعرف على أنّها الترابط المتزايد بين اقتصاديات مختلف الدول، نتيجة النمو المتزايد لتجارة السلع والخدمات عبر الحدود، وزيادة تدفق رؤوس الأموال بين الدول، والانتشار الواسع والسريع للتكنولوجيا².

فالعولمة الاقتصادية هي التحولات العالمية التي حدثت بفضل الثورة التكنولوجية، وانخفاض تكاليف النقل وتحرير التجارة الخارجية والخصوصة. فهي تقوم على مبدأ حرية تبادل السلع والخدمات والأفكار والمعلومات دون قيود أو حواجز بين الدول في إطار تدويل النظام الرأسمالي، مما يؤدي إلى تحرير الأسواق الوطنية والعالمية، أي اندماج الاقتصاديات العالمية ضمن نطاق النظام الاقتصادي الواحد،

¹ أحمد عبد العزيز، جاسم زكريا، فراس عبد الجليل الطحان، العولمة الاقتصادية وتأثيراتها على الدول العربية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد السادس والثمانون، العراق، 2011، ص: 66.

² Gao Shangquan, **economic globalization : trends, risks and risk prevention**, available from: http://www.un.org/en/development/desa/policy/cdp/cdp_background_papers/bp2000_1.pdf, 21-03-2019, at 14:15.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

وانفتاح كل دول العالم على بعضها البعض. لذلك يمكن القول: إنَّ هناك مكونين رئيسيين للعولمة الاقتصادية وهما: عولمة الإنتاج والعولمة المالية¹.

الفرع الثاني: أسباب العولمة الاقتصادية

إنَّ من بين أسباب بزوغ ظاهرة العولمة، هو انهيار نظام بروتن وودز (1971-1973) بإعلان الرئيس الأمريكي نيكسون في 1971 وقف تحويل الدولار إلى الذهب، والدخول في عصر تعويم أسعار صرف العملات، مما دفع بالبلدان الصناعية إلى الدخول في مرحلة الركود التضخمي*، وهذه الفترة هي التي نشأت فيها، على الصعيد المالي، أكبر مشكلة فائض مالي في تاريخ النظام الرأسمالي²، وعجز الأسواق المحلية عن استيعاب ذلك الفائض، الأمر الذي دفع إلى البحث عن قنوات لتصريفه، وهو ما أدى إلى ظهور بواذر العولمة، فضلاً عن ظهور مؤشرات جديدة تشهد ب بروز وتنامي هذه الظاهرة منها: "ارتفاع نسبة الصادرات إلى الناتج القومي الإجمالي في العديد من الدول الصناعية، وتجاوز نسبة نمو التجارة العالمية لنمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، من خلال نشاط الشركات متعددة الجنسيات"³.

فالمبدأ الأساسي للعولمة هو تهيئة الأجواء العالمية لمرحلة اقتصادية جديدة تتميز بعدة أنماط حديثة مثل: انفتاح كل ما هو محلي على العالم الخارجي، إلغاء التركز الصناعي والمالي، إحداث تغييرات نمطية سريعة في الإنتاج والاستهلاك وحتى الاستثمار، إلغاء أدوار الحكومات في الداخل والخارج ولو بنسب متفاوتة، ربط الاقتصادات الوطنية بمصالح الشركات الكبرى، واستخدام فائق للاتصالات الحديثة لإتمام الصفقات الاقتصادية⁴.

¹ عبد الرزاق حمد حسين، علي خضير عباس، العولمة وأثارها الاقتصادية على الجهاز المصرفي في البلدان النامية، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 8، العدد 24، 2012، ص:154.

² شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 17.

³ المرجع نفسه، ص:18.

⁴ محمود خالد المسافر، العولمة الاقتصادية: هيمنة الشمال والتداعيات على الجنوب، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002، ص:88.

* الركود التضخمي هو نوع من أنواع التضخم ترتفع فيه معدلات البطالة مع معدلات التضخم في آن واحد.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

فالبذور الأساسية للعولمة الاقتصادية بدأت مع ظهور مؤسسات " بروتن وودز " المتمثلة في: صندوق النقد الدولي المسؤول عن إدارة النظام النقدي الدولي، والبنك الدولي المسؤول عن إدارة النظام المالي العالمي، ومنظمة التجارة العالمية المسؤولة عن إدارة النظام التجاري العالمي. بدءًا بعولمة أسعار الصرف وأسعار المواد الأولية، مرورًا إلى عولمة الإنتاج المادي وذلك بظهور الشركات متعددة الجنسيات، وأخيرًا عولمة أسواق المال.

وكخلاصة لما سبق يمكن إجمال العوامل المؤدية إلى العولمة الاقتصادية في نطاقين:

1-النطاق الأول العولمة الإنتاجية وبغذيتها اتجاهان:

✓ عولمة التجارة الدولية واتفاقيات تحرير التجارة الدولية.

✓ الاستثمار الأجنبي المباشر.

2-النطاق الثاني: العولمة المالية، والتي تتضح من خلال النمو السريع للتعاملات المالية الدولية بفعل عمليات التحرير المالي.

الفرع الثالث: مراحل العولمة الاقتصادية

قسم الاقتصاديون مراحل العولمة إلى خمس مراحل أساسية: المرحلة الأولى وهي المرحلة الجينية ويقصد بها مرحلة التكوين، واستمرت في أوروبا من بدايات القرن الخامس عشر إلى منتصف القرن الثامن عشر، وشهدت تأسيس المجتمعات القومية ونموها، أما المرحلة الثانية فهي مرحلة النشوء وسادت هذه المرحلة في أوروبا من منتصف القرن الثامن عشر إلى سبعينات القرن التاسع عشر، وتميزت بظهور المؤسسات الخاصة، وبتنظيم العلاقات والاتصالات بين الدول، وفيما يخص المرحلة الثالثة فهي مرحلة الانطلاق، واستمرت من سبعينات القرن التاسع عشر إلى منتصف عشرينات القرن العشرين، وظهرت فيها أفكار نبعت من نتائج الحرب العالمية الأولى مثل المجتمع القومي، أما المرحلة الرابعة فهي مرحلة الصراع من أجل الهيمنة، إذ استمرت من عشرينات القرن العشرين إلى أواخر الستينات، وفيها برز دور الأمم المتحدة، وأخيرًا المرحلة الخامسة وهي مرحلة عدم اليقين، حيث بدأت هذه المرحلة في أواخر الستينات وقد تم فيها إدماج العالم النامي في المجتمع العالمي¹.

المطلب الثاني: أهداف العولمة الاقتصادية

يتمثل الهدف الأساسي للعولمة الاقتصادية في الانفتاح على الاقتصادات العالمية، وإلغاء القيود التي تحول دون ذلك. ويمكن تقسيم أهداف العولمة الاقتصادية إلى أهداف معلنة وأهداف خفية.

¹ عاطف السيد، العولمة في ميزان الفكر، مطبعة الانتصار، الإسكندرية، 2001، ص: 12

الفرع الأول: الأهداف المعلنة للعولمة الاقتصادية

يمكن توضيح الأهداف المعلنة للعولمة الاقتصادية فيما يأتي:¹

-عالمية الاتجاه نحو تحرير أسواق التجارة ورأس المال.

-زيادة الإنتاج والنمو الاقتصادي.

-زيادة حجم التجارة العالمية.

-زيادة رأس المال في العالم، بالاستعمال الأفضل للعمال ذوي الإنتاج المرتفع.

-حل المشكلات الإنسانية المشتركة التي لا يمكن أن تحلها الدولة بمفردها.

الفرع الثاني: الأهداف الخفية

أما الأهداف الخفية للعولمة الاقتصادية فيمكن تلخيصها في العناصر الآتية:²

-هيمنة الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي على الاقتصاد العالمي.

-التحكم في مركز القرار السياسي في دول العالم.

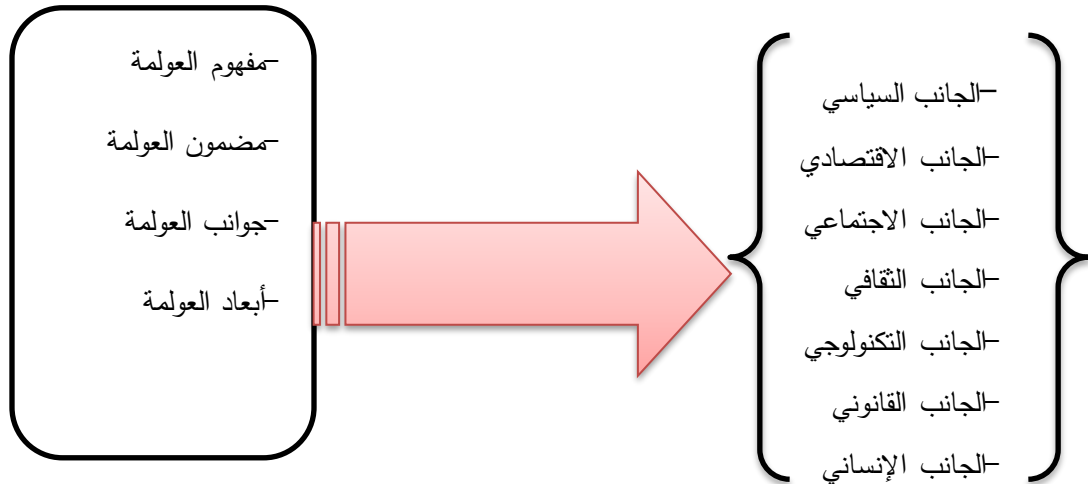
-تعميق الخلاف بين الدول والحضارات.

-فرض السيطرة العسكرية والثقافية الغربية على الشعوب النامية.

-القضاء على المشاعر الوطنية والهوية الثقافية وربط الإنسان بالعالم لا بالدولة.

ويمكن تلخيص مفهوم ومضمون وأهداف العولمة في الشكل الموضح أدناه:

الشكل رقم 7: جوانب وأبعاد ظاهرة العولمة



¹ فهد خليل زايد، محمد صلاح رمان، العولمة الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الإحصاء العلمي، عمان، الأردن، 2015، ص: 16.

² المرجع نفسه، ص: 16.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

المصدر: محسن أحمد الخضيرى، العولمة الاجتياحية، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2001، ص: 34.

يتضح من الشكل أعلاه أنّ العولمة مفهوم اقتصادي، يشمل تغيرات جذرية في الاقتصاد والسياسة والثقافة والاجتماع والتكنولوجيا، فهو تيار يدعو إلى تبني أفكار الانفتاح. ورغم الجوانب المختلفة للعولمة، إلا أنّ الجانب الاقتصادي يبقى هو جوهرها ومحورها الأساسي، وذلك من خلال تحرير التجارة والاعتماد على الشركات متعددة الجنسيات¹.

المطلب الثالث: مظاهر العولمة الاقتصادية

للعولمة مظاهر عديدة نذكر بعضها فيما يأتي:²

1- تحرير التجارة الدولية:

يعتبر البند الأول في العولمة الاقتصادية هو تحرير التجارة، حيث تتميز هذه الأخيرة بميزتين أساسيتين وهما:

-التغير الكبير في مكوناتها، الأمر الذي يعود إلى نتائج الثورة العلمية والتكنولوجية، التي أتاحت إمكانية تحقيق أنماط جديدة من الاستهلاك ذات أبعاد عالمية، وبالتالي زيادة الاستيراد والتصدير.
-تتمثل الميزة الثانية، في الإجراءات الكبيرة في مجال تحرير التجارة سواءً تلك التخفيضات في التعريفات الجمركية، عملاً بسياسة الانفتاح على الخارج، أو عن طريق تلك الإجراءات الناتجة عن اتفاقات التجارة المتعددة الأطراف.

2- الثورة العلمية والتكنولوجية:

تعتبر الثورة العلمية والتكنولوجية ميزة بارزة في عصر العولمة الاقتصادية، ومن بين أهم العوامل التي ساعدت على انتشارها، التي أتاحت استخدام الكمبيوتر في شبكة الاتصالات العالمية (الأنترنيت)، مما سهل التجارة في السلع، وتزايدت تجارة الخدمات، وتسارعت حركة انتقال رؤوس الأموال.

¹ Eddy Fougier, Parlons mondialisation en 30 questions, édition la documentation française, paris, 2012, p: 24.

² عمر مصطفى محمد، التكتلات الاقتصادية الإقليمية والتكامل الاقتصادي في الدول النامية، الطبعة الأولى، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2014، ص ص: 119-125.

3- ظهور الشركات متعددة الجنسيات:

هي شركات عالمية، أغلبها من الدول الكبرى ولها فروع عديدة، فهي تتصف بأنها عابرة للحدود الجغرافية(الشركات العابرة للقارات)، لها قدرة كبيرة على تحريك أو نقل المواد وعناصر الانتاج، وما يصاحب ذلك من استثمارات مباشرة، ومن نقل للتكنولوجيا والخبرات.

4-حرية انتقال رؤوس الأموال بين الدول:

إنّ المقصود بحرية انتقال رؤوس الأموال الدولية، هو سهولة تدفق الاستثمارات الأجنبية بين الدول، ولا يقتصر مصطلح رأس المال على رأس المال الإنتاجي فحسب، بل يشمل الأصول المختلفة كالسندات والأسهم علاوة على الأصول العينية، وتصنف التدفقات الدولية لرؤوس الأموال إلى:¹

4-1-تدفق رأس المال النقدي ورأس المال العيني:

رأس المال النقدي هو مرحلة التدفق الحالي(المؤقت)، المتمثل في المعاملات التي من شأنها تحقيق تراكمات رأسمالية تستخدم في توسيع الطاقة الإنتاجية، أمّا رأس المال العيني فهي مرحلة التدفق النهائي المتمثلة في تحويل النقود إلى سلع وخدمات بشكل نهائي.

4-2-تدفق رأس المال الإنتاجي:

يقصد به التدفقات الرأسمالية التي تبحث عن فرص استثمارية مواتية، كالاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

4-3-رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير الأجل:

تتمثل رؤوس الأموال طويلة الأجل في التدفقات رؤوس الأموال بين الدول لمدة تفوق السنة، كالاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمار بالسندات...

أمّا رؤوس الأموال قصيرة الأجل فهي تدفقات رؤوس الأموال لفترة أقل من السنة، كالودائع والكمبيالات التجارية والأسهم والعملات....الخ والتي تتميز بسيولتها المرتفعة مقارنة بالتدفقات طويلة الأجل لذا يطلق عليها بالنقود الساخنة.

¹ عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، مجدلاوي، عمان، 1999، ص ص: 268-269.

4-4- رأس المال الحكومي ورأس المال الخاص:

يتمثل رأس المال الحكومي في رأس المال الذي تتولى السلطات العامة تحويله، أمّا رأس المال الخاص فيتمثل في رأس المال الذي تتولى المؤسسات الخاصة كالبنوك والشركات تحويله إلى الخارج، مثل قيامها باستثمارات خارجية.

المبحث الثاني: عولمة أسواق رأس المال

تعتبر العولمة المالية أبرز تجليات العولمة الاقتصادية، حيث زادت بموجبها رؤوس الأموال الدولية بمعدلات تفوق بكثير معدلات نمو التجارة والدخل العالميين، وبالتالي فهي تعكس زيادة حركية رؤوس الأموال بين الدول، والتي قد تنتج عنها أزمات. كما يعد التحرير المالي أحد ملامح التطورات الاقتصادية البارزة، فهو يشمل كل ما يتعلق بتحرير أسعار صرف العملات، قطاع التأمين والمصارف، وتحرير حركة رؤوس الأموال، وتحرير أسواق رؤوس الأموال.

المطلب الأول: أساسيات العولمة المالية

مثلت فترة الستينات والسبعينات من القرن الماضي، البداية الأولى للعولمة المالية، ثم تطورت بعدها بسرعة فائقة في فترة الثمانينات، ليوصف العالم بعدها في فترة التسعينات بالقرية الواحدة.

الفرع الأول: تعريف العولمة المالية وتطورها

تعتبر العولمة المالية أحد فروع العولمة الاقتصادية، والمبنية أساساً على تحرير حركة رؤوس الأموال.

1- تعريف العولمة المالية:

تعرف العولمة المالية على أنها الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى الانفتاح المالي، مما أدى إلى تكامل وارتباط أسواق المال المحلية بالعالم الخارجي، من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية بحيث أصبحت أسواق رأس المال أكثر إرتباطاً وتكاملاً¹.

كما عرفت العولمة المالية على أنها عملية الربط بين الأسواق المحلية والأسواق الدولية². وعرفت أيضاً على أنها دمج النظام المالي المحلي لاقتصاد ما في الأسواق والمؤسسات المالية العالمية، وهي تعني كذلك زيادة الروابط العالمية من خلال زيادة التدفقات المالية عبر الحدود، أي تحرير المعاملات الدولية في مجال الأوراق المالية، بهدف تحقيق التكامل بين الاقتصادات³.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية: منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص: 49.

² Henri Bourguinat, Finance international, édition press universitaires de France, 1992, p :43.

³ Dilip k .Das, financial globalization ; growth, integration, innovation and crisis, 1^{er} edition, Palgrave macmillan, 2010, p:05.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

كما يقصد بعولمة أسواق رأس المال تحقيق التكامل بينها على مستوى العالم، لكي تصبح سوقاً عالمية واحدة¹.

مما سبق نستطيع القول: إنَّ العولمة المالية هي انفتاح أسواق المال المحلية على الأسواق العالمية، وذلك بإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال بين الدول، وبالتالي زيادة تدفقات رؤوس الأموال فيما بينها.

ويمكن الإشارة إلى أنَّ العولمة المالية والاندماج المالي مختلفان من حيث المبدأ، فالأول هو مفهوم شامل يشير إلى ارتفاع الروابط العالمية من خلال التدفقات المالية عبر الحدود، بينما يشير المفهوم الثاني إلى رابطة بلد بعينه مع أسواق المال الدولية².

2- تطور العولمة المالية:

العولمة المالية ليست بالظاهرة الجديدة، فقد انطلقت في السبعينات مع تعويم أسعار العملات، فاكشف عالم المال عندها أنَّ لا رقابة للدول على الحسابات المصرفية المودعة بعملةتها في الخارج. خاصة بعدما أعلن الرئيس الأمريكي نكسون عام 1971 عن عدم التزام الولايات المتحدة الأمريكية بقبول تحويل الدولار إلى ذهب، فكان معه تحرير النقد من سيطرة الدولة قد بدأ مع إلغاء أسعار الصرف الثابتة لعملات الدول الصناعية الكبرى سنة 1973.

ثم تفجرت العولمة والتحرر من القيود بفضل الثورة التقنية للاتصالات، فأصبحت رؤوس الأموال وسيلة للمضاربة من أجل مضاعفة الأرباح في أوقات قياسية، أي أصبحت الأسهم تتداول في معظم الأسواق العالمية بدون قيود، وبالتالي أصبح المدخر يواجه إمكانيات عالمية لتوظيف مدخراته، كما أنَّ الاستثمارات المحلية لم تعد محدودة بما يتوافر في السوق المحلي من مدخرات، فأصبحت الأصول المالية تنتقل من مكان إلى آخر، ومن عملة إلى عملة أخرى في لحظات دون قيود تعوقها، الأمر الذي جعل من الأسواق المالية أكثر ترابطاً، وأقدر على إيجاد الفرص الاستثمارية المتنوعة والجذابة أمام الراغبين في الاستثمار في أرجاء المعمورة.

¹ عاطف وليد أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص:53.

² عادل زقير، أثر تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص: 84-85.

الفرع الثاني:العوامل المساعدة على تطور العولمة المالية

تطافرت عوامل عديدة في توفير المناخ اللازم لبروز وتنامي ظاهرة العولمة المالية واندماج الأسواق، وكان أهمها:

1-إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال:

تم إزالة القيود على المدفوعات بالنسبة للحساب الجاري للدول الأوروبية سنة 1958، وبالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، قامت باتخاذ الخطوات المتعلقة بإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال سنة 1959، ثم تبعت الدول الأخرى هذا النظام، مما أدى إلى اندماج أسواق المال¹. فكانت إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال دخولاً وخروجاً، من بين الأسباب الرئيسية لبزوغ ظاهرة العولمة المالية.

2-التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق المالي:

حيث شهدت بعض الدول النامية نمواً كبيراً، مما شجع على زيادة الصادرات وزيادة الاستثمارات الأجنبية، وهذا مادفع إلى اندماجها في الاقتصاد العالمي.

3-تطور أسواق عملات الأورو الدولية:

إنّ مصطلح سوق عملات الأورو يشير إلى سوق العملات المقومة بعملات دول معينة، ولكنها تودع خارج حدودها الوطنية، وتتمتع سوق الأورو دولار بالحرية وعدم خضوعها للقيود التي تفرضها السلطات النقدية الوطنية²، مما أدى إلى تطورها بشكل كبير خاصة بعد إيداع الدول النفطية فوائضها المالية -الناجمة عن ارتفاع أسعار النفط بشكل كبير سنة 1973 -في الأسواق الخارجية³، هذا ما سهل من حرية تدفقات رؤوس الأموال دخولاً وخروجاً، وهو ما ساهم في انتشار ظاهرة العولمة.

4-تطور أسواق السندات الدولية:

ترجع أهمية تطور سوق السندات إلى اعتبارها أداة استثمارية طويلة الأجل، توفر عائداً مضموناً، وبالتالي تتميز بانخفاض درجة المخاطرة، كما أنّها تعمل على إعادة توزيع المدخرات المتوافرة عالمياً، على جميع المقترضين من كافة أرجاء العالم،" وتتميز بأنها ذات سيولة مرتفعة رغم طول آجال

¹ صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 2، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2002، ص: 207.

² المرجع نفسه، ص: 207.

³ François Combe, Thibaut Lepinat, Problèmes monétaire et financiers internationaux, édition Gualino, paris,2004, p :189.

استحقاقها، وأصبحت هذه السوق جزءًا لا يتجزأ من عمليات التمويل الدولي، مما ساعد على نشأة سوق رأس المال طويل الأجل¹.

5-تطور أدوات التحوط من المخاطر:

ظهرت إلى جانب الأدوات التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية والمتمثلة في الأسهم والسندات، أدوات مالية جديدة، هدفها حماية المستثمرين من التقلبات المستقبلية في أسعار الأصول المالية، ومثال ذلك المشتقات بأنواعها*: العقود المستقبلية والخيارات والمبادلات، حيث هدفها الأساسي التحوط من المخاطر، والتي عرفت انتشارًا واسعًا في سنوات السبعينات والثمانينات. وزاد من سرعة انتشارها تزايد حجم المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون.

لقد ظهرت هذه الأدوات الجديدة تحت تأثير عاملين²:

5-1-الاضطرابات التي سادت أسواق الصرف الأجنبي:

بعد الاتجاه نحو تعويم أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة، إذ كانت الضرورة ملحة إلى ظهور تلك الابتكارات لتأمين الحماية للمستثمرين، ومواجهة التقلبات التي تحدث في أسعار الصرف الأجنبي.

5-2-المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية:

استخدمت المؤسسات خاصة التي دخلت حديثًا إلى السوق، هذه الأدوات الجديدة لتجزئة المخاطر وتوفير السيولة، وذلك بما توفره للمستثمرين من إمكانية تغيير مراكزهم المالية بسرعة في حالة حدوث تطورات أو توقعات جديدة.

6-التطور التكنولوجي:

لقد ساهم التطور التكنولوجي بشكل كبير في انتشار وتوسع ظاهرة العولمة المالية، بفضل الثورة التكنولوجية، الأمر الذي سهل اندماج أسواق المال الدولية بسبب انخفاض تكاليف النقل والمواصلات، وزيادة سرعة حركة الأموال من سوق لآخر.

7-تنامي الرأسمالية المالية:

أدى رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورًا كبيرًا في دفع عجلة العولمة المالية، حيث أصبحت الأرباح المحققة من الاستثمار المالي تفوق الأرباح المحققة من الاستثمار الإنتاجي، إضافة

¹ صالح مفتاح، مرجع سبق ذكره، ص:205.

² شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص:22.

*لقد تم التطرق إلى المشتقات المالية بالتفصيل في الفصل الأول.

إلى ظهور الاقتصاد الرمزي، وهو اقتصاد تحركه مؤشرات أسواق المال، التي تتأثر بتغيرات أسعار الفائدة وأسعار الصرف.

8- عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية:

لقد عجزت الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية، مما أدى إلى تدفقها إلى الخارج، بحثاً عن معدل عائد أعلى، على الرغم من أنّ ظاهرة الاستثمار خارج الحدود الوطنية هي ظاهرة قديمة قدم النظام الرأسمالي نفسه، وأنّ الاستثمار المالي في الأسواق الخارجية قد بدأ منذ المراحل الأولى لتقدم النظام الرأسمالي، فإنّ الجديد هو تعاضم حجم هذه الاستثمارات بمعدلات خيالية وتنوع الأدوات المالية المتجسدة فيها، وارتباط أسواق المال في مختلف دول العالم، والاستقلالية النسبية التي تتحرك بها الأموال بعيداً عن حركة التجارة الدولية¹.

الفرع الثالث: مراحل وقواعد العولمة المالية

تعبر قواعد العولمة المالية على الأسس التي تقوم عليها وهي: تراجع الوساطة المالية، إلغاء الحواجز الفاصلة بين الحدود، وتراجع القيود التنظيمية.

1-مراحل العولمة المالية:

مرت العولمة المالية بثلاث مراحل يمكن تحديدها فيما يأتي:²

1-1-مرحلة تدويل التمويل غير المباشر:

استمرت هذه المرحلة من 1960 حتى سنة 1979 وتميزت ب:

-ظهور وتوسع أسواق "الأورو دولار" بدءاً من لندن ثم بقية الدول الأوروبية.

-سيطرة البنوك على تمويل الاقتصادات الوطنية.

-انهايار نظام الصرف الثابت مع نهاية عشرية الستينات بسبب عودة المضاربة على العملات القومية(أنداك الجنيه الاسترليني والدولار) والعملات الأخرى بالذهب، مما مهد لتطبيق نظام أسعار الصرف المرنة.

-اندماج البترو دولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول، وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من التمويل.

¹ شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

² غالم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان،

الأردن، 2014، ص ص: 80-83.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

-انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم، والتي منحت العديد من القروض الدولية.
-بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.

-ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة والاختيارات على العملات وأسعار الفائدة.
-ارتفاع العجز في موازين المدفوعات والميزانيات العمومية للدول المتقدمة، لاسيما الولايات المتحدة.

1-2- مرحلة التحرير المالي:

وتميزت هذه المرحلة بمايأتي:

-المرور إلى اقتصاد سوق المال، وقد صاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض، وتحرير القطاع المالي.

-رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال من وإلى الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة.
-التوسع الكبير في أسواق السندات، وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، وسميت هذه المرحلة بمرحلة تغطية الدين العام بالأوراق المالية.

-توسيع وتعميق الإبداعات المالية بصفة عامة، والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي، وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات، والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة.

-توسيع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار.

1-3- مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة:

وتميزت بالخصائص الآتية:

-تحرير أسواق الأسهم.

-ضم العديد من الأسواق الناشئة إبتداءً من أوائل التسعينات، وربطها بأسواق المال العالمية مما شكل الحدث الهام والأخير في مشوار العولمة.

-الانهيارات الضخمة التي شهدتها أسواق المال العالمية.

-زيادة الارتباط بين أسواق المال العالمية، بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها تشبه السوق الواحدة.

-زيادة حجم التعامل في أسواق الصرف.

-تحرير أسواق المواد الأولية، وزيادة حجم التعامل في الأدوات المشتقة.

-توسيع التمويل المباشر باللجوء إلى أسواق المال.

2-قواعد العولمة:

هناك ثلاث قواعد أساسية للعولمة وهي:

2-1-تراجع الوساطة المالية:

يقصد بها تقليل الاعتماد على الوساطة المالية، وذلك بلجوء المتعاملين الاقتصاديين إلى أسواق المال مباشرة بغرض التمويل.

2-2-إلغاء الحواجز الفاصلة بين الحدود:

ويقصد بها إلغاء الحواجز بين السوق النقدي وسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وإلغاء الحواجز الفاصلة بين دولة وأخرى، بهدف تسهيل تدفقات رؤوس الأموال.

2-3-تراجع القيود التنظيمية:

يقصد به تعديل وتكييف أو إلغاء بعض النظم واللوائح المعمول بها، للاستجابة لمتطلبات تطور الاقتصاد الرأسمالي، كالسقوف المفروضة على معدلات الفائدة، والرقابة على الصرف¹.

الفرع الرابع: مزايا ومخاطر العولمة المالية

1-مزايا العولمة المالية:

تمنح العولمة المالية للدول النامية عدة مزايا نوجزها فيما يأتي:²

-تستطيع الدول النامية من خلال الانفتاح المالي، الوصول إلى أسواق المال الدولية، بهدف الحصول على ما تحتاجه من أموال لسد العجز في الموارد المحلية، أي قصور المدخرات على تمويل الاستثمارات المحلية، الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي وبالتالي معدل النمو الاقتصادي، كما يفسح المجال لتخفيض تكلفة الأموال بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين.

-تحرير وتحديث النظم المصرفية والمالية، وخلق بيئة مشجعة لنشاط القطاع الخاص، وكذلك للحد من ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج، كما تساهم الاستثمارات الأجنبية في تحويل التكنولوجيا إلى الدول المستثمر فيها.

-تخفيض تكلفة التمويل بسبب المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين.

¹صديقي مليكة، بركروح بهية، العولمة المالية والاستقرار المالي، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية،

العدد 07، 2016، ص: 37.

²محمد صفوت قابل، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية، القاهرة، 2003-2004، ص: 147.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، واستثمارات الحافظة المالية، بالابتعاد عن القروض المصرفية التجارية، وبالتالي الحد من حجم الديون الخارجية.

2-مخاطر العولمة المالية:

إنّ للعولمة المالية منافع عدة، إلا أنّ هناك مخاطر ضمنية تنشأ عن عولمة أسواق المال والتمثلة في:

2-1-المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية في رأس المال:

إنّ الهدف الأساسي من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة بالاستثمار المالي، هو الربح السريع وفي أقل فترة ممكنة، مما جعل رؤوس الأموال تتدفق بسرعة كبيرة وفي فترة زمنية قصيرة، مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر الذي يركز على الأرباح في الفترة الطويلة، حيث إنّ الحركة السريعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي تتسبب في العديد من الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الوطني وتتضح فيما يأتي:¹ أولاً- في حالة التدفقات الاستثمارية قصيرة الأجل للداخل، بشكل مفاجئ وبكميات كبيرة، هذا ما يؤدي إلى عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ويتجلى في:

✓ ارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية، مما يضر بالصادرات والمستوردات، وبالتالي يزداد عجز الميزان التجاري.

✓ ارتفاع شديد في أسعار الأصول خاصة الأراضي والعقارات والأصول المالية.

✓ نمو في معدلات التضخم.

✓ زيادة في الطلب الاستهلاكي المحلي.

ثانياً- في حالة تدفقات استثمارية تخرج من الدولة، بشكل مفاجئ وبأحجام كبيرة فإنّها تؤدي إلى:

✓ انخفاض سعر صرف العملة الوطنية.

✓ انخفاض وتدهور أسعار الأصول العقارية والمالية.

✓ هبوط الأسعار وتدهور معدلات الربح.

✓ تزايد العجز في ميزان المدفوعات.

✓ فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي.

¹ أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية، المؤتمر العلمي الرابع: الريادة والابداع استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادفيا، الأردن، 15-16 مارس 2005، ص ص: 25-

✓ استنزاف الاحتياطيات الدولية من الدولة، خاصةً إذا حاول البنك المركزي التدخل لحماية سعر صرف العملة الوطنية.

2-2- مخاطر التعرض لمضاريات مدمرة:

إنّ عمليات التحرير المالي سواءً المحلي أو الدولي، يقوم على تحرير التعامل بالأوراق المالية وإلغاء مختلف القيود التي تعيق ذلك، مما شجع على زيادة عمليات المضاربة، التي تؤدي إلى آثار وخيمة على الاقتصادات الوطنية، كانهخفاض قيمة العملة الوطنية، وارتفاع المستوى العام للأسعار والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع معدل التضخم، واستنزاف الاحتياطيات الدولية، وخروج رؤوس الأموال للاستثمار في الخارج.

2-3- مخاطر هروب رؤوس الأموال الوطنية:

تتمثل مخاطر العولمة المالية في تحويل المدخرات نحو الخارج، فيصبح جزء كبير من مدخرات الدول النامية يستثمر خارج الحدود الوطنية، كما أثرت إجراءات التحرير المالي على مشروعية هروب رؤوس الأموال، وما لذلك من آثار على ميزان المدفوعات، وعلى التدفق الصافي لرؤوس الأموال الأجنبية.

2-4- مخاطر غسل الأموال:

مع تزايد العولمة المالية المقرونة بالتحرير المالي، ازدادت عملية غسل الأموال، حتى وصل غسل الأموال في العالم سنويًا حوالي 500 مليار دولار وهو ما يعادل 2% من الناتج المحلي الإجمالي، ومصدر هذه الأموال القدرة يأتي من الأنشطة غير المشروعة التي تمارس من خلال ما يسمى بالاقتصاد الخفي¹.

المطلب الثاني: التحرير المالي وعوامل اندماج أسواق رأس المال

لقد شهد العقدان الأخيران من القرن العشرين، عملية اندماج دولي لأسواق السلع والخدمات ورؤوس الأموال لم يسبق لها مثيل. حيث قام هذا الاندماج على عملية التحرير المالي والتي تقوم على عدة مبادئ أساسية أهمها، إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال دخولاً وخروجاً.

الفرع الأول: ماهية التحرير المالي

لقد أصبح التحرير المالي سمة أساسية من سمات البيئة العالمية، سواءً فيما يخص تجارة السلع أو الخدمات.

¹ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل-التحليل المالي، الطبعة 1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 1999-2000، ص:54.

1- تعريف التحرير المالي:

"التحرير المالي هو مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة، لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي، بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً"¹. كما يعرف التحرير المالي على أنه تحرير أسواق المال من خلال إزالة القيود والعراقيل المفروضة على حيازة وامتلاك المستثمر الأجنبي، للأوراق المالية ومختلف الأصول المالية، الصادرة عن المنشآت والمؤسسات الاقتصادية المحلية في بورصة القيم المنقولة². فالتحرير المالي هو إزالة العراقيل المفروضة على حركة رؤوس الأموال بين الدول، دخولاً وخروجاً، وذلك من خلال تحرير حساب رأس المال الذي يعتبر من أهم مكونات ميزان المدفوعات.

2-مراحل التحرير المالي

إنّ تطبيق سياسة التحرير المالي يجب أن يبدأ من المستوى المحلي بقطاعيه، الحقيقي والمالي، ثم تنتقل إلى المستوى الخارجي(الدولي) بقطاعيه الحقيقي والمالي.

2-1- التحرير المالي المحلي:

يقتضي التحرير المالي الداخلي، تحرير أسعار الفائدة وتركها تتحدد حسب قوى العرض والطلب، إضافة إلى إلغاء القيود على تخصيص الإئتمان نحو قطاع معين³، والحد من وضع سقف إئتمانية على القروض الممنوحة لبعض القطاعات، وإلغاء الاحتياطات الإلزامية المغالى فيها على البنوك، مع تحرير المنافسة البنكية بإلغاء القيود والعراقيل التي تعيق إنشاء البنوك المحلية والأجنبية⁴، وتزايد الاعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية للتأثير على العرض النقدي⁵.

¹ عبد الغني حريري، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 02.

² بلقاسم بن علال، دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 2، جامعة أم البوق، ديسمبر 2014، ص: 279.

³ عبد الغني حريري، مرجع سبق ذكره، ص: 02.

⁴ بربري محمد أمين، طرشي محمد، التحرير المالي والمصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 11-12 مارس، 2008، ص: 03.

⁵ احمد عبد الكريم بوغزالة، التطور المالي في بلدان المغرب العربي في ظل الانفتاح والتحرير المالي من خلال الفترة 1990-2013، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 8، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015، ص: 127.

2-2-التحرير المالي الدولي:

إنّ جوهر عملية التحرير المالي الدولي، هو عولمة أسواق المال من خلال تحرير حساب رأس المال، وذلك عن طريق منح حرية تدفق رؤوس الأموال من وإلى أسواق المال، وعدم فرض قيود على المستثمرين المحليين، ومنحهم الحرية التامة في امتلاك الأصول الأجنبية، وكذلك الأمر بالنسبة لغير المقيمين وذلك "بإزالة القيود المفروضة على امتلاك المستثمر الأجنبي للأوراق المالية للمنشآت والمؤسسات المحلية، المسعرة في البورصة، والحد من إجبارية توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد"¹، مع ضرورة الاعتماد على سعر صرف مرن يتحدد وفق آليات العرض والطلب. إضافةً إلى حرية التعامل بمختلف أشكال رؤوس الأموال، كالاستثمارات الأجنبية المباشرة، واستثمارات المحافظ المالية كالأسهم والسندات، والمعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية والمعاملات المتعلقة بالديون، كالقروض البنكية والالتزامات والتسهيلات الائتمانية، المقدمة من الدول المتقدمة إلى الدول النامية، والديون المستحقة على الديون الجديدة والتعامل بالنقد الأجنبي²، فضلاً عن فتح أسواق المال وتخفيض القيود التشريعية والتنظيمية المتعلقة بها، وبالتالي فإنّ للتحرير المالي المحلي والدولي دورًا كبيرًا في زيادة التدفقات الرأسمالية عبر الحدود، مع ضرور التنسيق بينهما لتجنب حدوث اختلالات لحركات رؤوس الأموال.

¹ عبد الحميد بوخاري، علي بن ساحة، التحرير المالي وكفاءة الأداء المصرفي الجزائري، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات: نمو المؤسسات الاقتصادية بين تحقيق الأداء المالي وتحديات الأداء البيئي، جامعة ورقلة، 22-23 نوفمبر 2011، ص: 144.

² صالح عبد القادر، سياسات التحرير المالي وأثرها على تطوير آليات العمل المصرفي في البنوك الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، العدد 16، 2016، ص: 110.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

جدول رقم 10: تاريخ بدء عمليات التحرير المالي في بعض الدول

الدولة	بداية التحرير	الدولة	بداية التحرير
و م أ	1982	-تايوان	1979
-كندا	1980	-المكسيك	1989
-اليابان	1979	-بيرو	1991
-المملكة المتحدة	1981	-المغرب	1991
-المانيا	1984	-جنوب افريقيا	1980
-هونغ كونغ	1978	-بنغلاداش	1988
-أندونيسيا	1981	-الهند	1989
-كوريا الجنوبية	1978	-فرنسا	1984
-ماليزيا	1978	-تايلاندا	منتصف الثمانينات
-الفيليبين	1981	-البرازيل	1989
-سنغافورة	1978	-شيلي	1974

المصدر: شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مجدلوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 24. نقلاً عن J.williamson and M.mahar :a review of financial liberalization, south asia region,internal discussion paper, no 171,world bank,jan,1988,p.43. من خلال الجدول نلاحظ أنّ عمليات التحرير المالي في غالبية الدول النامية بدأت في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات من القرن الماضي. "حيث ازدادت تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية بمقدار ستة أضعاف من 1990 إلى 1996"¹.

الفرع الثاني: اتجاهات التحرير المالي وشروط نجاحه

هناك عدة عوامل ساعدت على انتشار عمليات التحرير المالي في مختلف الدول، كما أنّ هناك شروطاً يجب توفرها لنجاح عملية التحرير المالي، وتحقيقه للهدف المنشود.

¹ Pierre-Richard Agénor and al, Financial crisis, causes, contagion and consequences, combridge university press, new York, 1999, p:09.

1- اتجاهات التحرير المالي:

يمكن تحديد اتجاهات التحرير المالي في الأشكال الآتية:¹

1-1- الخصوصية: لقد بدأ هذا الاتجاه يتبلور منذ بداية الثمانينات، حيث بدأت دعوات صندوق النقد

الدولي ومناداته بالتحول نحو القطاع الخاص، بهدف تحقيق الكفاءة وتفعيل آليات السوق.

1-2- زيادة تدفقات الاستثمارات الأجنبية: تعد أهم مظاهر التحرير المالي، ذلك أنّ الاستثمار

الأجنبي يأخذ شكل تدفق من وإلى الدولة المعنية، وبعبارة بسيطة الاتجاه نحو تدويل رأس المال عبر

هياكل ومنظومات متعددة القوميات.

1-3- إدارة هيكل السوق وإعادة تنظيمه: وتعد عمليات إدارة السوق من أهم اتجاهات التحرير

المالي، ويقصد به إعادة تركيب هيئات الإشراف، والإدارة، والمتابعة اليومية والشهرية، وفق القواعد

والضوابط التي تحقق الانفتاح الكامل.

1-4- الإفصاح المعلوماتي: لقد اتخذ التحرير المالي اتجاهات تدعو إلى الإفصاح المعلوماتي،

وبشكل واسع ومفصل، حيث إنّ الإفصاح يسهم في تحقيق الكفاءة وتشغيل سوق المال.

1-5- التكاملات وانفتاح الأسواق مع بعضها: إنّ هذا الانفتاح يسهم في تدعيم القدرة التنافسية

للمستثمرين والممولين، وخلق درجة عالية من الثقة، ضمن التعاملات المالية على المستوى الدولي.

1-6- تخفيف الإجراءات والروتين الحكومي: حيث يعتبر إلغاء القيود وإجراءات تخفيفها من أهم

أركان التحرير المالي، وبالتالي فهو يسهم في تسهيل تدفقات الاستثمارات الأجنبية، وإدارة النقد على

المستوى الدولي بعيداً عن التدخلات الحكومية وغيرها.

2- شروط نجاح سياسة التحرير المالي:

يمكن إيجاز الشروط الأساسية لنجاح سياسة التحرير المالي في:²

1-2- استقرار الاقتصاد الكلي: والذي يعتبر شرطاً مهماً لقيام نظام مالي ومصرفي قوي، حيث إنّ

بيئة سليمة للاقتصاد الكلي تمثل مصدر قوة للقطاع المالي، وتساهم في تطويره، وتزيد من كفاءته في

تعبئة الادخار وتقديم التمويل.

¹ عرفات إبراهيم فياض، إدارة الأعمال الدولية، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013،

ص ص: 31-32.

² بن امر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

2-2- وجود إطار قانوني ملائم: وذلك من شأنه أن يدعم ويوفر إدارة داخلية قوية للمؤسسات المالية، وانضباطاً خارجياً لقوى السوق، وإشرافاً جيداً.

2-3- التدرج في تطبيق التحرير المالي: والذي يتمثل في تتابع المراحل الأساسية لكل من التحرير المالي الداخلي والخارجي، في إطار الانتقال من قطاع مالي يخضع للقواعد التنظيمية إلى قطاع مالي أكثر توجهاً للسوق.

الفرع الثالث: نماذج قياس الانفتاح المالي

لا بد في البداية من الاعتراف بصعوبة قياس درجة التحرير المالي، إذ لا يوجد معيار واحد يلقي إجماعاً في قياس الانفتاح المالي، وإن وجد فقد لا يمكن تطبيقه على جميع أسواق رأس المال، وسنحاول إبراز أهم الدراسات التي قامت بقياس درجة الانفتاح المالي، والمتمثلة في:¹

1- نموذج حجم التدفقات الرأسمالية:

حسب هذا النموذج تكون الدول أكثر انفتاحاً إذا كان حجم التدفقات الرأسمالية فيما بينها كبيراً، وبالتالي كلما ازدادت درجة حرية التدفقات الرأسمالية الدولية، كبر حجم التدفقات بين الدول، ولقد أجريت عدة دراسات تطبيقية لهذا المنهج على الدول النامية، لقياس درجة انفتاحها، ومنها دراسة " Calvo, Leiderman and Reinhart"، ودراسة " Montiel" وقد توصلنا إلى أنّ الدول النامية غير المثقلة بالديون والتمتعة بدرجات متباينة من الانفتاح، قد يتجه إليها قدر كبير من التدفقات الدولية.

2- نموذج تعادل أسعار الفائدة:

ويقضي النموذج أنه نتيجة لاختلافات أسعار الفائدة بين الدول، تتجه رؤوس الأموال إلى الانتقال بفعل عمليات المراجعة الدولية، للاستفادة من فروق أسعار الفائدة، وتظل عمليات التدفق سارية إلى أن تتساوى معدلات الفائدة المحلية مع معدلات الفائدة العالمية. وطبقاً لهذا التعامل تقاس درجة الانفتاح المالي، بالحد الذي تتساوى عنده معدلات العائد على الأصول المالية المحلية والأجنبية المتطابقة بفعل عمليات المراجعة الدولية. بالتالي تقاس درجة التحرر المالي من خلال مقارنة معدلات العائد على الأصول المالية المحلية والأجنبية، فكلما قل الفرق بينهما، ارتفعت درجة تحرر التدفقات

¹ طيبة عبد العزيز، أثر الانفتاح المالي في النمو الاقتصادي؛ دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2009،

مجلة بحوث اقتصادية عربية، مجلة تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 55-56، 2011، ص ص : 119-121.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

الرأسمالية الدولية، وفي حالة الحرية التامة للتدفقات الرأسمالية، تتساوى معدلات العائد المحلية والأجنبية.

ورغم منطقية هذا المعيار لقياس درجة الانفتاح المالي، فإنّه يبقى محدودًا بسبب اختلاف الأوراق المالية من حيث عملة الاصدار، والمدة الزمنية، والمخاطر وتباين العائدات، ناهيك عن اختلاف تطور الأسعار بين السوقين المحلية والأجنبية.

3- نموذج الادخار-الاستثمار:

حسب هذا النموذج فإنّ مدى الارتباط بين المدخرات والاستثمارات المحلية يقيس لنا درجة الانفتاح المالي للدولة على العالم الخارجي، فعلى سبيل المثال إذا كان الارتباط شديدًا بين المتغيرين (يصل إلى 1)، فإنّ هذا الاقتصاد يشهد انغلاقًا تامًا. أمّا إذا كان حجم الاستثمار المحلي لا يتوقف على حجم الادخار المحلي، فقد يصل في هذه الحالة معدل الارتباط إلى الصفر.

ومن بين الدراسات التي قاست العلاقة بين الاستثمار والادخار المحليين هي دراسة " Fedstein and horioka"، التي استخدمت لقياس درجة حرية التدفقات الرأسمالية لمجموعة دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة 1960-1970، وتشير النتائج إلى وجود علاقة متينة بين حصة الادخار والاستثمار الوطنيين.

لكن هذه النتائج تتعارض مع الواقع، إذ إنّ الفروق بين معدلات الفائدة تكاد تكون متلاشية بين هذه البلدان، وأنّ أسعار الصرف الأجلة أصبحت تضمن تعادل معدلات الفائدة لهذه الدول، وهو ما يعني وجود حرية تامة لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وتكامل كبير تعرفه أسواق المال للدول الصناعية.

إنّ نموذج الادخار-الاستثمار لا يعني بالضرورة أن تكون الأسواق متكاملة أو غير متكاملة، لأنّ ثمة معطيات اقتصادية (كالحجم الاقتصادي للبلد، النمو السكاني، الانفاق العام... الخ) تشوه مثل هذه الدراسات، فلا يمكن دائمًا اعتبار هذا النموذج مقياسًا لدرجة تحرير انتقالات رؤوس الأموال.

الفرع الرابع: مزايا التحرير المالي

ويمكن توضيح مزايا التحرير المالي فيما يأتي:¹

¹ يابسي لباس، الأثار المحتملة لتحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للاتفاقية العامة

للتجارة في الخدمات GATS، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013، ص ص:

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

- إعطاء فرصة للبنوك لتحسين أدائها وتسييرها، خاصة في ظل المنافسة الشديدة حيث تصبح قادرة على مواجهة طلبات المستثمرين، والعمل على جلب أكبر عدد من المدخرين.
- إمكانية جلب تكنولوجيا متطورة في مجال الإدارة، بالاعتماد على الكفاءات المالية والمصرفية الأجنبية والمحلية.
- رفع مستوى التعامل مع الزبائن وجلبهم بتقديم أحسن الخدمات المصرفية لهم.
- زيادة حجم المعاملات يخفض مخاطر السوق والقروض، عن طريق رفع قيمة العائد للأموال المستثمرة، عندما تكون هناك حرية وسرعة في عملية اتخاذ القرارات.
- زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.
- تعزيز العمق المالي وتطوير أسواق المال على المدى البعيد.
- تعزيز العلاقة بين أسواق المال والنمو الاقتصادي للدولة.
- إجراء التحرير المالي المصحوب ببرنامج واسع للخصوصية، وخلق بيئة مناسبة لنشاط القطاع الخاص، يسمح باجتذاب تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال التي يحتفظ بها المقيمون في الخارج، أي الحد من ظاهرة تهريب رأس المال إلى الخارج.
- إمكانية وصول البلدان النامية إلى أسواق المال الدولية، من خلال ما توفره العولمة المالية من قابلية التحويل للحساب الجاري وحساب رأس المال.
- التحرير المالي والمصرفي، يسهل على الدول الحصول على القروض سواءً بطريقة مباشرة (بفعل عملية التحرير)، أو بطريقة غير مباشرة (بانخفاض تكاليف القروض).

المطلب الثالث: تدفقات رأس المال

تدخل تدفقات رأس المال في إطار ما يعرف بالتمويل الدولي، فهي تعبر عن انتقال للموارد المالية فيما بين الدول المختلفة، مما يترتب عليه انتقال للحقوق والالتزامات فيما بينها.

الفرع الأول: أنواع تدفقات رأس المال

تنقسم تدفقات رأس المال وفقاً للتقسيم الدولي إلى ثلاثة أنواع رئيسية:

1- الاستثمار الأجنبي المباشر:

وهو أن تقوم شركة أو شخص غير مقيم بتملك ما لا يقل عن 10% من رأس مال شركة محلية في دولة ما¹. حيث يشمل الاستثمار الأجنبي المباشر الاستثمارات التي تتجاوز حدود الدولة صاحبة الأموال، بهدف تحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية، والمالية، والسياسية، والاجتماعية.

وينقسم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى شكلين رئيسيين وهما:

- الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي.

- الاستثمار المشترك.

2- استثمارات المحفظة المالية:

يعرف الاستثمار الأجنبي في المحافظ المالية على أنه "تلك المشاركة في توظيفات استثمارية خارجية، من دون أن يكون للمستثمر الحق في إدارة موجودات الشركة، ومن دون أن يكون له الحق في الرقابة والسيطرة على إدارة أعمال ذلك المشروع"².

كما يعرف بأنه "تملك الأجانب للأسهم والسندات الخاصة، أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة، والاستفادة من فروق الأسعار، للحصول على أرباح تدرها السندات ذات الفائدة الثابتة، أو الأسهم، بشرط أن لا يملك المستثمر الأجنبي من الأسهم ما يخوله حق إدارة المشروع"³.

فالاستثمار المحفظي هو تعبير عن التدفقات المختلفة بين الدول، المخصصة للاستثمار في أسواق المال العالمية. ويكون الدافع الأساسي من ورائه تحقيق الأرباح من جهة، وتقليل المخاطر من جهة أخرى وذلك بالتنوع، بشرط أن لا يحق للمستثمر التدخل في إدارة المشروع.

وفي ضوء ما سبق نستنتج الخصائص المميزة للاستثمار المحفظي فيما يأتي:⁴

- سهولة الخروج والدخول من وإلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، وما لذلك من انعكاسات على استقرار أسواق رأس المال في هذه الدول.

¹ شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

² مفتاح صالح، بوعبد الله علي، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013، ص: 67.

³ حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة 1، عمان، 2011، ص: 111-112.

⁴ بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، ص: 132-133.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

-يعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق رأس المال، حيث يكون في الغالب على شكل استثمارات مؤسسية تتصف قراراتها الاستثمارية بطول الأمد، وتكون مبنية على أسس علمية رشيدة، إضافةً إلى سرعة اتخاذ القرار وتنفيذه.

-ينحصر الاستثمار المحفظي في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية، أو الأوراق المسجلة في أسواق مال أجنبية بالنسبة للمستثمر.

-الهدف الرئيسي هو تحقيق أرباح وعوائد أكثر من العوائد في السوق المحلي، مع تخفيض المخاطرة من خلال التنويع.

-يعتبر مصدر تمويل هام للدولة، ومختلف الشركات التي تطرح أوراقاً مالية في الأسواق، وتسمح بتداول المستثمر الأجنبي لها.

3-تدفقات أخرى

وهي تتضمن القروض سواءً كانت حكومية ثنائية أو دولية متعددة الأطراف والودائع والتسهيلات الائتمانية مثل: التسهيلات الممنوحة للموردين والتي يكون هدفها تشجيع الصادرات.

الفرع الثاني: مكونات استثمارات الحافظة للدول العربية

ينكون الاستثمار المحفظي في الدول العربية مما يأتي:

1-استثمارات الأجنبي في محفظة الأوراق المالية في الداخل:

إنّ الاستثمار المحفظي يغطي، ولكنّه لا يقتصر على الأوراق المالية المتداولة في أسواق المال المحلية المنظمة، ولكنّه يمتد أيضاً ليشمل الأوراق المالية غير المتداولة والصادرة عن الحكومات المحلية، وكذلك الأوراق المالية المتداولة في أسواق خارجية أخرى، وتنقسم العناصر الرئيسية لاستثمارات الحافظة القابلة للتداول في الأسواق المنظمة وغيرها من أسواق المال إلى:

1-1-استثمارات الأجنبي في أدوات حقوق الملكية:

وتشمل أدوات حقوق الملكية كافة الأدوات والصكوك، التي تثبت حق مالكيها أو حاملها في جزء من القيمة المتبقية للمؤسسات المساهمة بعد خصم استحقاقات الدائنين، وتتضمن ما يأتي:¹

¹ هالة حلمي سعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية ، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي، العدد 62، سبتمبر 2000، ص ص: 21-22.

✓ استثمارات الأجنبي بالعملة الأجنبية في الأوراق المالية غير المدرجة، وكذلك المدرجة في أسواق الأوراق المالية العربية، بشرط أن تقل عن 10% من رأس مال المشروع أو قوته التصويتية.

✓ أدوات حقوق الملكية التي تمثل حق ملكية سكن عقاري بأسلوب المشاركة بالوقت، بشرط أن تقل 10% من الإجمالي أو من قوة التصويت في إدارة هذه العقارات.

✓ استثمارات الأجنبي في وحدات صناديق الاستثمار المحلية بأنواعها.

1-2- استثمارات الأجنبي في سندات وأذون الدين:

يشمل هذا البند السندات، والتي تعتبر أدوات دين تعطي لحاملها الحق في الحصول عادة على دخل نقدي ثابت، كما يشمل كذلك الأسهم الممتازة، ويمكن تلخيص العناصر التي تندرج تحت هذا البند فيما يأتي:¹

✓ استثمارات الأجنبي بعملات أجنبية في سندات وأذون حكومية عربية متوسطة (شركات بنوك)، في أسواق المال العالمية.

✓ استثمارات الأجنبي في مختلف أدوات السوق النقدية، الصادرة عن الحكومات لآجال قصيرة لمدة عام فأقل، وهي أدوات عادة ما تعطي لحاملها حقاً غير مشروط في الحصول على مبلغ ثابت منصوص عليه، وفي تاريخ محدد، وعادة ما يجري تداول هذه الأدوات، في الأسواق المنظمة، بخصم يعتمد على سعر الفائدة، والوقت المتبقي من أجل الاستحقاق، ومن أمثلتها أذون الخزانة قصيرة الأجل.

2- استثمارات الأجنبي في المشتقات المالية في الداخل:

فُصلت أدوات المشتقات المالية عن بند استثمارات محفظة الأوراق المالية، بعد صدور الطبعة السادسة لدليل منهجية إعداد إحصائيات ميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي في جانفي 2010، وأفردته بنداً مستقلاً بذاته، فالمشتقات المالية تمثل أوراقاً وصكوكاً قابلة للتداول ضمن البورصات الدولية. وتجدر الإشارة إلى أنّ هذا النوع من الاستثمار يعتبر محدوداً للغاية في المنطقة العربية، نظراً لندرة التعامل فيه دولياً من قبل المستثمرين الأجنبي في البورصات العربية، واقتصره في

¹ مفتاح صالح، بوعبد الله علي، مرجع سبق ذكره، ص: 71.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

معظم الدول العربية التي تسمح تشريعاتها بالتعامل في مثل هذه الأدوات، على التعاملات المحلية فقط¹.

3- استثمارات السلطات النقدية الأجنبية في الأوراق المالية في الداخل:

تشمل استثمارات السلطات النقدية الأجنبية-مثل البنوك المركزية في العالم- في العملات والأوراق المالية، وخصوصاً السندات وأذون الخزانة الحكومية، على سبيل تكوين تلك السلطات للاحتياجات الرسمية من العملات الأجنبية².

المطلب الرابع: تحرير تجارة الخدمات في إطار المنظمة العالمية للتجارة

يقصد بتحرير تجارة الخدمات، تعميق الاتجاه نحو عولمة الخدمات المالية، بما تحمله من مفهوم عدم التفرقة في المعاملة بين المستثمرين المحليين والمستثمرين الأجانب للخدمات المالية، وبالتالي الوصول في النهاية إلى نظام التبادل الحر للخدمات.

الفرع الأول: نشأة الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات

لقد ورد تحرير الخدمات المالية والمصرفية كملحق مستقل ضمن الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات GATS*، والتي تعد إحدى النتائج الهامة التي أسفرت عنها جولة الأورغواي، وهي الجولة الثامنة الشهيرة التي دامت من سنة 1986 إلى غاية سنة 1993، في إطار مفاوضات الاتفاقية العامة للتجارة والتعريفات، حيث توصلت إلى نتائج من بينها توقيع الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات بموافقة 70 دولة عضو وذلك سنة 1997 على أن يبدأ سريانها ابتداءً من عام 1999³، فهي اتفاقية متعددة الأطراف تتضمن أحكاماً للتعامل مع التجارة الدولية للخدمات⁴.

¹ مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 71.

² المرجع نفسه، ص: 71.

الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات GATS The General Agreement on Trade in Service*

³ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2002، ص: 09.

⁴ آسيا قاسمي، أثر العولمة المالية على تطوير الخدمات المصرفية وتحسين القدرة التنافسية للبنوك التجارية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، 2014-2015، ص: 112.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

حيث يشمل قطاع الخدمات المالية كما حددته جولة الأوروغواي ما يأتي:¹

-قطاع التأمين والخدمات المتعلقة به.

-قطاع البنوك والخدمات المالية الأخرى (باستثناء التأمين)، وتشمل المؤسسات التي تقبل الودائع، وتقدم القروض للعملاء، وتمول المعاملات التجارية، والشركات التي تعمل في مجال بيع وشراء الأسهم والسندات، والشركات والمؤسسات التي تعمل في مجال أسواق النقد الأجنبي والمشتقات المالية، والتي تتعامل في الأصول النقدية والمالية.

إن تحرير تجارة الخدمات خططت له الولايات المتحدة الأمريكية بما يتماشى ومصالحها، فقامت بسن القوانين والإجراءات التي تنظم قطاع الخدمات، توازياً مع القطاع السلعي، بالاتفاق مع الدول المتقدمة.

أما من حيث تعامل الدول العربية مع الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات، فهناك مجموعة من الدول التي لم تقدم التزامات محددة فيما يتعلق بالتعامل في أسواقها المالية كالأردن، السعودية وعمان، ومجموعة أخرى من الدول قامت بتقديم التزامات محددة وتشمل هذه المجموعة كل من البحرين، مصر، الكويت، قطر، تونس، الإمارات، المغرب.²

وفي ضوء الالتزامات المحددة التي تقدمت بها بعض الدول العربية، فإن الآثار المترتبة عن تلك الالتزامات تختلف باختلاف ظروف الدولة التي تقدمت بتلك الالتزامات، وهي متباينة بين آثار إيجابية وأثار سلبية.

الفرع الثاني: أسباب الاهتمام بتحرير تجارة الخدمات

لقد كانت هناك عدة عوامل على الساحة الدولية ساعدت في تسريع إبرام الاتفاقية نذكر منها:³

-التطورات التكنولوجية التي شهدتها العالم في مجال الحسابات والاتصالات، التي أدت إلى ارتباط الأسواق العالمية في مجال الخدمات، وسيطرة الشركات العملاقة على هذه المجالات وبالتالي كان من مصلحتها فتح الأسواق أمامها دون قيود.

¹ صفية أحمد أبو بكر، أثر الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات GATS على سوق التأمين العربي، الملتقى العربي الثاني: التسويق في الوط العربي: الفرص والتحديات، الدوحة، 6-8 أكتوبر 2003، ص: 104.

² بن شاعة نادية، راتول محمد، شروط تكيف بورصات الأوراق المالية العربية مع المحيط الاقتصادي الدولي الجديد مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، السداسي الثاني، 2017، ص: 32.

³ رشام كهينة، أسواق الأوراق المالية واستراتيجيات مواجهة الأزمات المالية العالمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أمحد بوقرة بومرداس، 2014-2015، ص: 25.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

-التقدم في تكنولوجيا المعلومات، وما أسفر عنه من زيادة حجم ونوعية الخدمات التي يمكن مبادلتها، كخدمة البريد الإلكتروني والأنترنت، جعل من الممكن أن ترتبط الأنشطة الاقتصادية المتفرقة جغرافياً، ومن ثم تزايد الاعتماد المتبادل بين الأسواق، من خلال الإتجار في الخدمات على المستوى الدولي.

-الارتفاع الكبير في نسبة تجارة الخدمات في الاقتصاد العالمي.

الفرع الثالث: طرق توريد الخدمات

تورد الخدمات بين الدول من خلال أربعة أشكال رئيسية وهي:¹

- 1-**انتقال الخدمة عبر الحدود:** والمقصود بها هنا، هو انتقال الخدمة ذاتها من دولة إلى أخرى مثل: خدمات استشارية عبر شبكة الاتصالات.
- 2- **انتقال مستخدمي الخدمة من دولة إلى أخرى:** وفي هذه الحالة ينتقل مستهلك الخدمة من حدود الدولة الأولى إلى إقليم الدولة الأخرى، للحصول على الخدمة مثل: انتقال مجموعة سياح للخارج.
- 3-**التواجد التجاري:** وفي هذه الحالة ينتقل منتج الخدمة من دولة إلى أخرى لتوريد الخدمة، ومثال ذلك فرع شركة أجنبية يستثمر في دولة أخرى.
- 4-**انتقال الأشخاص الطبيعيين:** وفي هذه الحالة ينتقل الأشخاص الطبيعيين(عارضى خدمة العمل) من دولة إلى أخرى بهدف توريد الخدمة مثل: انتقال العمالة الفنية أو الخبراء الاستشاريين.

¹ WWW.WORLDBANK.org le 29 /12/2017 à 18:15.

المبحث الثالث: تدويل الخطر المالي

أدى الترابط بين أسواق المال المحلية والدولية إلى زيادة تعرضها إلى المخاطر المالية، في إطار ما يطلق عليه بتدويل الخطر المالي، فرغم أنّ حركة رؤوس الأموال بين الدول تتميز بضخامتها وانسيابها وسرعة تدفقها من مكان لآخر، عبر مختلف الأسواق الدولية، إلا أنّ قرارات المضاربين وانتقالهم من مركز نقدي معين إلى مركز نقدي آخر، ومن أوجه معينة في الاستثمار إلى مجالات أخرى، من شأنه أن يسبب انتقال للمخاطر المالية، من مؤسسة إلى أخرى، ومن قطاع إلى آخر، ومن دولة إلى أخرى.

المطلب الأول: مفهوم تدويل الخطر المالي وأسبابه

يعتبر تدويل الخطر المالي من بين النتائج الناجمة عن التحرير المالي والعولمة المالية، وذلك نتيجة الانفتاح المالي، و زيادة المعاملات المالية بين الدول، فالخطر الذي يمس سوقاً ماليًا في دولة معينة من شأنه أن ينتقل إلى سوق مالي آخر في دول أخرى نتيجة الترابط بين السوقين.

الفرع الأول: مفهوم تدويل الخطر المالي

هو انتقال الاضطرابات في أسواق الدول، والناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف، أسعار الأسهم، وزيادة التدفقات في رؤوس الأموال¹.

كما يعرف تدويل الخطر المالي على أنه انتقال المخاطر من بلد إلى آخر، والذي ينتج عن الروابط المختلفة بين الدول، مما يؤدي إلى حدوث أزمات وصدّات مشتركة². ويعرف كذلك بأنه زيادة احتمال انتقال الأزمة إلى بلد ما، بشرط أن تكون مرتبطة بأزمة تحدث في بلد آخر³.

إضافة إلى تعريفه على أنه انتقال للاضطرابات في الأسواق بين الدول سواءً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة⁴.

¹ Osman Kilic, Surya chelikani, and Thomas Coe, **Financial crisis and contagion: The Effect of 2008 Financial crisis on Turkish Financial sector**, international journal of applied economics, 11(2), septembre 2014, p: 20.

² Jilber Andrés Urbina Calero, **essays on financial contagion**, doctoral thesis, Rovira I Virgili university, Spain, 2013, p : 05.

³ Robert W.Kalb, **financial contagion**, john wiley& sons, canada, 2011, p :04.

⁴ Stijn Claessens, Kristing J.Forbes, **international financial contagion**, springer science & business media, new York, 2001, p:22.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

ومنه نستطيع أن نقول: إنّ تدويل الخطر المالي، هو انتقال الخطر المالي من دولة إلى أخرى أو لمجموعة من الدول، ترتبط فيما بينها بروابط مشتركة سواءً كانت تجارية أو مالية، يؤدي بعد ذلك إلى حدوث أزمة مالية دولية، كما يعبر عن الزيادة في تقلبات المتغيرات الاقتصادية والمالية في بلد ما، استجابةً للتقلبات في بلد أو بلدان أخرى، فهو تحويل للمخاطر المالية عبر الحدود الوطنية والنااتج عن التقلبات في الساحة الدولية، ويكون ذلك عبر قنوات مباشرة أو غير مباشرة.

حيث إنّ بداية الاهتمام بموضوع تدويل الخطر المالي ينبع أساساً من مفهوم التمويل الدولي، ولاسيما للاقتصاديات النامية. أمّا عن تحديد القنوات والوسائل التي تتم بها عملية التحويل، فهي ترتبط أساساً بدرجة الارتباط بين الدول المستقبلية للمخاطر والدول الناقلة لها، وبانفتاح أسواق المال على بعضها البعض، والذي يعتبر كنتيجة طبيعية للعولمة المالية والتحرير المالي.

الفرع الثاني: أسباب تدويل الخطر المالي

يمكن إيجاز أسباب تدويل الخطر المالي فيما يأتي:¹

-الإدراج المزدوج للأسهم في الأسواق المختلفة، بمعنى إدراج سهم شركة معينة في أكثر من بورصة مختلفة في ظروفها، وبالتالي تعرضها إلى مشكلة التأثير المتتابع، عند تعرض سهم معين إلى مشاكل في بورصة معينة، تنتقل بعدها إلى البورصات الأخرى.

-إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية من قبل المستثمرين، نتيجة لحدوث تغيرات في أحد أسواق المال المهمة، وما تعكسه من تأثير على الأسواق أو على دول أخرى في حالة الحصول على التمويل، ومن ثم إختلال حركة تدفق رؤوس الأموال، إذ إنّ خسارة أي مستثمر ما سوف تؤثر على قراره في توجيه استثمارته في منطقة دون أخرى.

-في حالة وجود تقارب استراتيجي إقليمي كان أو تنموياً كما حصل في جنوب شرق آسيا عام 1997، فغالباً ما يؤدي التقارب إلى انتشار عدوى الأزمات بسرعة بسبب وجود هذا التداخل.

-تحرك المستثمرين بسبب تسرب المعلومات إزاء خبر معين، وما يعكسه من ردود فعل لدى المستثمرين، وخاصة بعد التطور الهائل الحاصل في تكنولوجيا المعلومات، وما يتبعه من انتهاج سلوك جماعي لاتخاذ القرارات، التي تؤدي دوراً مهماً في سرعة انتقال الخطر وهو ما يسمى بسلوك القطيع، هذا إلى جانب غياب الإفصاح عند المستثمر الخارجي والمحلي، مما يعمل على جذب حركة السوق مثل قيام المستثمر بعملية الشراء أثناء صعود أسعار الموجودات، ومن ثم تتبعها حالات

¹ حسن كريم حمزة، حسن شاكر الشمري، مرجع سبق ذكره، ص:19.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

الهبوط، وبالتالي تنفجر الأزمة والتي غالبًا ما تكون ناتجة عن ضيق ومحدودية مردودات رأس المال الدولي، أو تآكل في إيرادات الصادرات، أو تدهور الظروف المحلية والسياسية، وما يرافقها من إعادة النظر في الاستثمارات، وتغير أسعار الصرف وإعادة جدولة الديون، وما إلى ذلك من الإجراءات التي تسهم وبشكل فعال في انتقال عدوى الأزمات بين المستثمرين.

إضافة إلى:¹

-تحرير أسواق المال الدولية نتيجة للعولمة، وما رافقها من تطور في تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات.

-ارتفاع كبير في حجم التدفقات المالية، وفي درجة تذبذبها.

-ارتفاع نصيب القطاع الخاص من هذه التدفقات.

-ارتفاع نصيب الاستثمار الأجنبي المباشر، في التدفقات المالية العالمية على حساب القروض البنكية.

-شدة تذبذب التدفقات المالية قصيرة المدى، والتي تتأثر بتوقعات المستثمرين وتسببها في أزمات مالية، وانتشار هذه الأزمات من خلال "العدوى المالية" إلى الدول الأخرى.

ولتوضيح ما سبق تشير إلى أنّ التحرير المالي يعتبر المسبب الرئيسي لتدويل الخطر المالي، فهو يؤدي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال عبر الحدود-خاصة القصيرة الأجل- وبذلك يساعد على اندماج أسواق المال الدولية، فمنذ الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين شهد العالم قفزات كبيرة في زيادة حركة رؤوس الأموال الدولية، الأمر الذي سهل عملية انتقال الأزمات المالية بين الدول.

فلقد قامت العديد من الدراسات التجريبية بدراسة عينات من البلدان التي مستها الأزمات، ولقد أظهرت أنّ الأزمات المالية في الغالب ناتجة عن سياسة التحرير المالي، من بينها دراسة (Kaminski) و (Reinhart) في عام 1996، حيث قاما بدراسة تجريبية مهمة عن عينة من 20 دولة في آسيا، أمريكا اللاتينية، أوروبا، والشرق الأوسط خلال سنوات الثمانينات إلى غاية منتصف التسعينات. وأهم النتائج التي توصلوا إليها والتي أكدتها دراسات وأعمال أخرى تلتها:

-أنّ الأزمات المالية كانت نادرة خلال سنوات السبعينات، حيث كانت أسواق المال ضيقة ومحلية (أقل ترابطاً) وكانت مراقبة رقابة صارمة من الدولة.

¹ أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط، ص 2-5.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

-بعد اتجاه العالم نحو تبني سياسة التحرير المالي زاد بشكل كبير عدد الأزمات المالية التي مست مختلف دول العالم، ومعظم هذه الأزمات كانت مسبقة بسياسة التحرير المالي. أيضاً دراسة (Demirgürc-Kunt) و (Detragiache) سنة 1998، حيث قاما بدراسة ل 53 دولة خلال سنوات (1985-1995)، وتوصلا إلى أنّ التحرير المالي يؤدي إلى احتمال حدوث أزمات مالية وبنكية¹.

الجدول رقم 11: أسباب تدويل الخطر المالي

على الصعيد الكلي	على الصعيد الجزئي
-الأزمات المشتركة.	-مشاكل السيولة.
-العلاقات والروابط التجارية وانخفاض قيمة العملة.	-عدم تماثل المعلومات.
-العلاقات والروابط المالية.	-تزامن المخاطر.

المصدر: . 07 : p -cit, op urbina calero andrés gilber

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لتدويل الخطر المالي

هناك عدة نظريات فسرت وحللت آلية تدويل الخطر المالي، نذكرها فيما يأتي:

الفرع الأول: نموذج الروابط الاقتصادية

حسب هذا النموذج يفسر تدويل الخطر المالي، بدرجة الارتباط بين دولتين أو أكثر، حيث تعكس درجة الارتباط العالية فيما بينها إمكانية انتقال المخاطر، وتفسر تلك الدرجة العالية ظاهرة انتقال الأزمات المالية بين أسواق المال²، حيث إنّ حدوث أزمة معينة في بلد ما، يؤدي إلى سهولة التنبؤ بما سيؤول إليه اقتصاد البلد الآخر ذي الروابط مع البلد الأول، حيث يتم على سبيل المثال قياس درجة الارتباط بين أسعار أسهم مجموعة من الدول.

¹ العقريب جمال، القطاع المالي في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال وتحدي الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص:157.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص: 609-610.

الفرع الثاني: الاحتمالية المشروطة لأزمات العملة

يفسر هذا النموذج آلية تدويل خطر سعر الصرف، ويكون ذلك بوجود روابط مشتركة بين أسعار عملات الدول التي تحدث فيها عدوى مالية¹. ففي الدول التي ترتبط تجارياً ببعضها البعض، فإنّ انخفاض عملة بلد ما يؤدي إلى انخفاض صادراتها من جهة، وارتفاع واردات الدول الأخرى ذات الروابط معها، وفي هذه الحالة فالخطر هنا ليس ناتج عن ضعف الاقتصاد، بل هو ناتجاً عن الروابط التجارية بين الدول.

الفرع الثالث: الانتقال السريع في المؤشرات المالية

يعبر هذا النموذج على تدويل الخطر المالي، بقياس التغير في مؤشر مالي معين في سوق مالية، ومقارنة ذلك بالتغير في المؤشر نفسه لدولة أخرى، حيث كلما كان التغير في الاتجاه نفسه وبالنسبة نفسها، كلما عبر ذلك عن انتقال الخطر المالي بين الدولتين.

الفرع الرابع: التغيرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال

وهو مؤشر على تدويل الخطر المالي من دولة إلى دول أخرى، حيث إنّ دخول رؤوس الأموال أو خروجها بصفة مبالغ فيها، سيؤثر على اقتصاديات الدول، على النحو الذي سيتم توضيحه لاحقاً.

الفرع الخامس: نموذج سلوك المستثمرين

عند حدوث انهيار في بلد ما، فإنّ المستثمرين يقومون ببيع ما بحوزتهم من أصول في سوق آخر، وهو ما يؤدي إلى إحداث اختلال في ذلك البلد.

الفرع السادس: نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية

نجد أنّ مديري السيولة النقدية والأوراق المالية المقيدة في حاجة إلى سيولة نقدية، لمواجهة الزيادة المتوقعة في تجديد أصول الدولة التي حدثت فيها الأزمة الأصلية، وهنا يجد هؤلاء أنفسهم يتجاوزون مع بيع أصول الدول الأخرى الداخلة في سوق رأس المال، وهذا يتسبب بدوره في ظهور مجموعة ثانية من الأزمات في تلك الدول².

¹ Yangs Tracy, crises, contagion and Est Asia stock market, economics and financial, no.01, 2002, p: 04.

² العقريب جمال، مرجع سبق ذكره، ص: 163.

الفرع السابع: نموذج سلوك القطيع

إنّ عدم تماثل المعلومات للمستثمر في أسواق رأس المال، يدفعه إلى اتباع الأسلوب نفسه الذي يتبعه باقي المستثمرين في السوق، سواءً بالبيع أو الشراء، لهذا أطلق على هذا النموذج بسلوك القطيع.

المطلب الثالث: قنوات تدويل الخطر المالي

يقوم التحرير المالي على إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال بين الدول في إطار الاتفاقية العامة لتحرير الخدمات المالية، وما ينجر عن ذلك من ترابط بين الأسواق من جهة، وإمكانية انتقال المخاطر إليها من جهة أخرى. وتقسم قنوات تدويل الخطر المالي إلى قنوات مباشرة وأخرى غير مباشرة.

الفرع الأول: القنوات المباشرة لتدويل الخطر المالي

يتم تدويل المخاطر المالية في هذه الحالة، من خلال قنوات حقيقية ومالية بين البلدان، ويمكن التمييز بين أربع قنوات أساسية وهي:

- قناة التجارة الدولية.
- قناة الأسواق المالية.
- قناة تناسق السياسات الاقتصادية.
- قناة الصدمات الكلية.

1- قناة التجارة الدولية:

نظرًا للانفتاح والتحرر المالي بين الدول، وحرية تدفقات رؤوس الأموال بينها، أصبح من السهل انتقال المخاطر من مركز حدوثها إلى دول أخرى، ذات العلاقات التجارية مع الدولة مصدر الأزمة، فتعتبر قناة التجارة الخارجية من القنوات الأساسية التي تساهم في انتقال حالات الركود والكساد من اقتصادات الدولة المتأزمة إلى باقي الاقتصادات، وذلك بمستويات تختلف حسب درجة الارتباط والانفتاح بين الدول، أو ما يطلق عليه بالارتباط الحقيقي، وخير مثال على ذلك ما حدث في دول شرق آسيا سنة 1997، حيث كان للعلاقات التجارية دور هام في انتشار الأزمة الآسيوية واستفحال عداها.

2- قناة الأسواق المالية:

نتيجة للترابط الكبير بين أسواق رأس المال، وذلك بالإدراج المتعدد لأسهم الشركات في أسواق مختلفة من جهة، ومنح الحرية للأجانب للاستثمار في أسواق رأس المال من جهة أخرى، فإنّ ذلك كان نتاجًا طبيعيًا لعمليات التحرير المالي والعولمة المالية، وتحرير حساب رأس المال، وإلغاء القيود والعراقيل على حركة تدفق رؤوس الأموال بين الدول، الأمر الذي سهل انتقال وتدويل الأزمات بين الدول،

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

وتحركات مشتركة ومرتفعة عبر أسواق المال. وهو ما يؤدي إلى الانتقال التلقائي للأزمات المالية التي تعيشها دولة ما إلى دول أخرى ذات درجة تكامل عالي فيما بينها.

3- قناة تناسق السياسات الاقتصادية:

تتوفر هذه الآلية خاصة في الدول ذات الاتفاقيات المشتركة، فأى أزمة تمس بلدًا ما تدفع بقية الدول إلى اتباع سياسات وإجراءات مماثلة. وتؤكد تجربة جنوب شرق آسيا صعوبة الارتباط الحاصل جراء تعويم عملاتها وارتباطها ارتباطاً وثيقاً بالدولار.

4- قناة الصدمات الكلية

تعرف الصدمات الكلية بأنها الصدمات التي تضرب في الوقت نفسه أساسيات عدد معتبر من الاقتصاديات¹، مثل ارتفاع معدلات الفائدة الدولية، التغيرات في الطلب الكلي، صدمات السيولة الخارجية... الخ

الفرع الثاني: القنوات غير المباشرة لتدويل الخطر المالي

تقسم القنوات غير المباشرة لتدويل الخطر المالي إلى: قناة التوازنات المتعددة، قناة صدمات السيولة وقناة سلوك المستثمرين.

1- قناة التوازنات المتعددة:

يقصد بالتوازنات المتعددة انتقال الدولة من حالة توازن جيدة -خصوصاً على مستوى ميزان المدفوعات وسعر الصرف- إلى حالة توازن غير جيدة والناجمة عن حدوث أزمة مالية في دولة أخرى.

2- قناة صدمات السيولة:

إنّ الهدف الأساسي للاستثمار هو البحث عن أقصى عائد ممكن في ظل تحمل أقل درجة مخاطرة، ففي حالة حدوث أزمة في بلد ما فإنّ المستثمرين سيتوجهون إلى أسواق أخرى بهدف البحث عن عائد أكبر، وبالتالي يرتفع حجم الأصول المباعة من قبل المستثمرين، وهذا ما يؤدي إلى انهيار أسعارها. "وقد يترتب على تراجع السيولة في سوق معين، قيام المؤسسات المالية بتسييل بعض الأصول في

¹ Rudiger Dornbusch, Yung Chul, Stijin Claessens, contagion: understanding how it spreads, the world bank research observer, vol 15, no.2, 2000, p: 180.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

أسواق ناشئة أخرى، مما يدفع بأسعار هذه الأصول للانهييار، وبذلك فإنّ المستثمرين يقومون بإعادة موازنة محافظهم المالية متسببين في انتقال الأزمة إلى بلد آخر".¹

3- قناة سلوك المستثمرين (سلوك القطيع):

تنقسم توقعات المستثمرين بين توقعات متفائلة وتوقعات متشائمة، ففي الحالة الأولى يقومون بالتوسع في استثماراتهم، أما في الحالة الثانية فيحجمون عن الاستثمار، مما يؤدي إلى آثار انكماشية مضاعفة نتيجة الهلع في أوساط المستثمرين فيدفعهم إلى بيع الأصول المالية، وقد يؤدي إلى انهيار اقتصادي.

ومنه فدور سلوك القطيع في تدويل الخطر، يعبر عن تزامن الانسحاب من مجموعة الأسواق المرتبطة دفعة واحدة بمجرد الاحساس بالاضطراب في إحداها، أو بمجرد ظهور المؤشرات الدالة على انهيار إحداها².

لقد تركزت أغلب الأزمات المالية، خاصة في التسعينات، في بلاد الأسواق الناشئة، ومن المهم إدراك أنّ المخاطر التي تواجه البلاد النامية، التي تحاول الانفتاح على أسواق المال العالمية، هي أعظم بكثير من تلك التي يمكن أن تواجه البلاد الصناعية، وهناك عدة صفات وخواص تتعلق بالبلاد النامية تجعلها أكثر عرضة لمثل هذه الأزمات، ولعل من أهمها ما يأتي:³

1- قلة المعلومات المتوفرة للمستثمرين عن الأحوال في هذه البلاد، قد تدفع بعضهم إلى مجرد الاكتفاء يتقليد سلوك من يعتقدون بأنهم أكثر دراية ومعرفة بالأحوال منهم.

2- القابلية الشديدة للعدوى وانتقال آثار الأزمات من بلد إلى آخر، وذلك بسبب عدم توفر المعلومات الكافية للتمييز بين الأوضاع الحقيقية لمختلف البلاد. حيث إنّ فقدان الثقة في بلد ما يمكن أن يؤدي إلى فقدانها في بلاد أخرى، على الرغم اختلاف الظروف وقلة المبررات، وقد زادت السرعة التي يمكن أن يتحرك بها رأس المال في أسواق اليوم من خطورة هذه الظاهرة.

3- صغر حجم أسواق البلاد النامية مقارنة بحجم التدفقات الرأسمالية الأكثر عرضة للتقلبات.

¹ توفيق خير الدين، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2015، ص: 290.

² المرجع نفسه، ص: 292.

³ محمد الفنيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، ص: 21-22 .

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

4-ضعف القطاع المالي، وبالأخص البنوك، يؤدي إلى الإقبال على أنواع من الوساطة المالية غير الرشيدة وتراكم الديون القصيرة الأجل، ففي حالات الوفرة الاقتصادية غالبًا ما يتم تداول التدفقات الرأسمالية الوافدة، بأسلوب يؤدي إلى الإفراط في الاعتماد على الاقتراض بالعملات الأجنبية، وتراكم الدين قصير الأجل.

5-نوعية أنظمة الصرف التي تبنتها كثير من البلاد النامية من فئة الرابطة الهشة، تساهم في المشكلة، عن طريق خلق انطباع عن استقرار أسعار الصرف وثباتها، مما يشجع المقترضين على تجاهل المخاطر المرتبطة بتغيرات سعر الصرف، والإقبال على تجميع التزامات كبيرة بالعملات الأجنبية، يبدو أنّ أسعار الصرف الأكثر مرونة تشجع على إدراك أوضح لهذه المخاطر.

7-عدم الاستقرار السياسي في البلاد النامية تترتب عليه آثار أشد على تصورات المستثمرين وتوقعاتهم، مما هو الحال في البلاد الصناعية، لأنه غالبًا ما يثير شكوكًا حول استقرار السياسات الاقتصادية، ومن ثم فإنّ البلاد النامية التي يسودها عدم الاستقرار السياسي هي أكثر عرضًا لفقدان ثقة المستثمرين.

مما سبق نستنتج أنّ محددات سرعة تدويل الخطر المالي تتمثل في مستوى التبادل التجاري بين الدول ودرجة الترابط بينها، إضافة إلى حرية انتقال رؤوس الأموال وخاصة القصيرة الأجل، وهيكله وطبيعة الاقتصادات ذات العلاقات والروابط فيما بينها.

المطلب الرابع: التدفقات النقدية كآلية لتدويل الخطر المالي

لقد تطرقنا سابقًا إلى تحرير حركة رؤوس الأموال، وزيادة حركتها دخولًا وخروجًا. ويمكن توضيح دور هذه الآلية في تدويل الخطر المالي فيما يأتي:

الفرع الأول: حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل

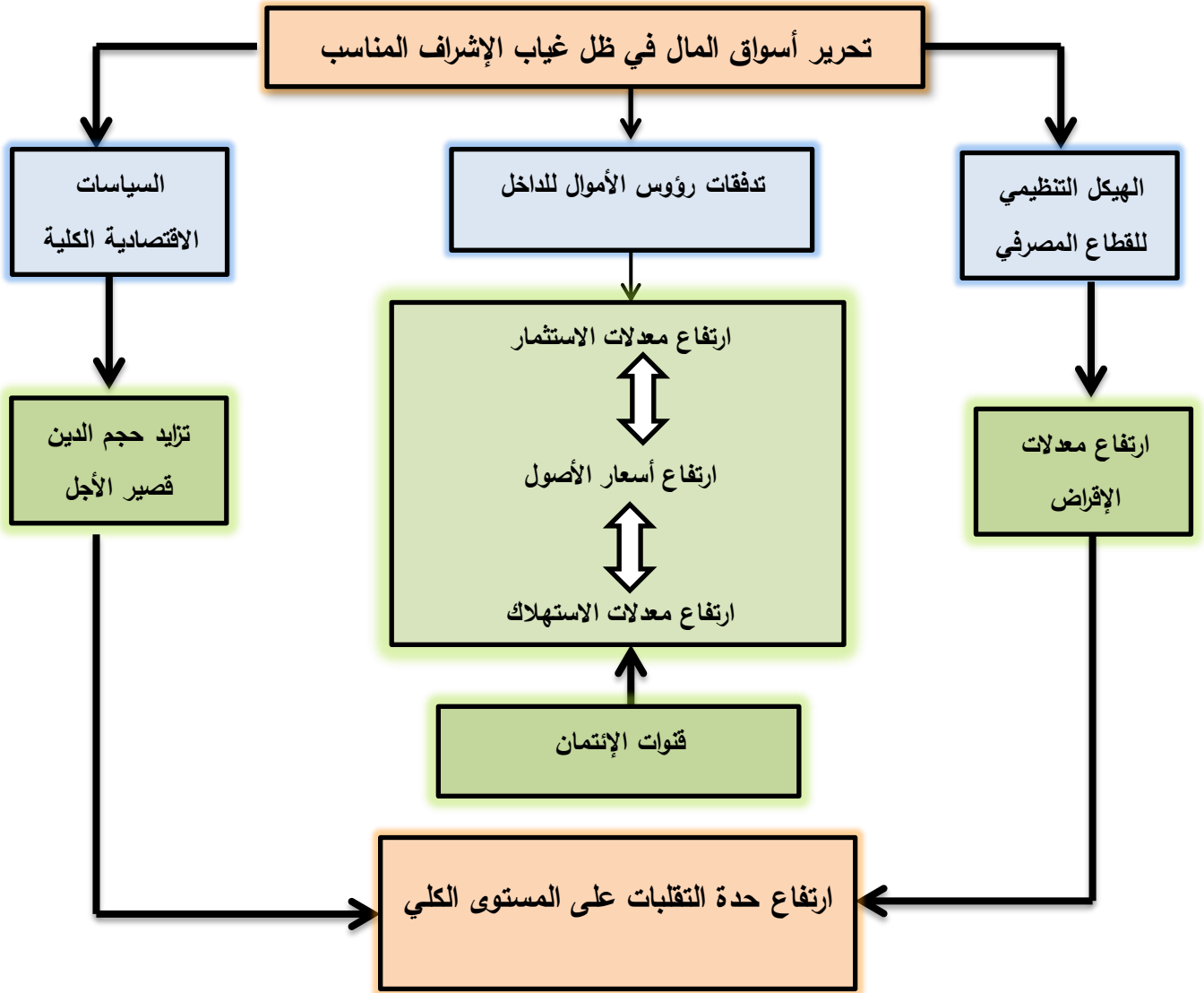
إنّ زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، بكميات كبيرة وبشكل كبير ومفاجئ، يؤدي إلى حالة عدم استقرار على مستوى الاقتصاد عامة، وأسواق المال بصفة خاصة. ففي حالة حدوث أزمة ما في بلد معين، فإنّ المستثمرين في ذلك البلد (الأجانب) يوجهون استثماراتهم إلى البلدان الأخرى والتي تعتبر بالنسبة لهم أكثر أمنًا واستقرارًا، وبالتالي التوسع في حجم الأصول المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها نتيجة زيادة الطلب عليها.

كما أنّ زيادة تدفق رؤوس الأموال نحو الداخل، يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية، ومنه زيادة الاستهلاك والاستثمار المحليين، وارتفاع معدلات التضخم، والذي يؤثر بدوره على أسعار

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

الصرف وأسعار الفائدة. ففي هذه الحالة يرتفع سعر صرف العملة الحقيقي، وهذا الأخير يؤدي إلى انخفاض القدرة التنافسية للدولة، وذلك بسبب ارتفاع أسعار الصادرات وانخفاض أسعار الواردات، وهذا ما يؤدي في النهاية إلى عجز في الميزان التجاري، الأمر الذي يدفع الدول إلى تمويل هذا العجز من خلال التدفقات قصيرة الأجل، وزيادة التسهيلات الإئتمانية، واللجوء إلى رفع سعر الفائدة لاستعادة ثقة المستثمر الأجنبي.

الشكل رقم 8: أثر زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل



المصدر: شذا جميل خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مجدلوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 42.

الفرع الثاني: حالة خروج رؤوس الأموال إلى الخارج

إنّ خروج رؤوس الأموال إلى الخارج، يؤدي إلى انخفاض سعر السلع المصدرة، وارتفاع سعر السلع المستوردة، وهو ما ينجر عنه الانخفاض الفعلي في سعر العملة المحلية، وفي المقابل ستنخفض أسعار الأوراق المالية نتيجة زيادة عرضها من قبل المستثمرين الذين يتخلون عما بحوزتهم من الأوراق المالية ببيعها.

قد تخرج رؤوس الأموال نتيجة تغير نسبة الضرائب المفروضة، التي تؤثر على العائد المحقق من الاستثمارات، كما قد تخرج نتيجة انخفاض سعر السلع المصدرة، أو نتيجة الفجوة بين أسعار الفائدة المحلية وأسعار الفائدة الدولية.

إنّ اعتماد الدول النامية على الديون قصيرة الأجل، يؤدي إلى المطالبة بتسديدها بصورة فورية، وتزداد المشكلة تعقيداً لأنّ هذه الديون قصيرة الأجل، والتراجع أو التوقف المفاجئ لرؤوس الأموال إلى هذه البلدان، يمكن أن يؤدي إلى نقص في التمويل، وإلى تذبذبات غير متوقعة في الأسعار، وتعثر وإفلاس باهض التكاليف، والضرر على القطاعات المالية والواردات والودائع وأسعار الأصول، ويلقي تدفق رؤوس الأموال الحرة الضوء على الخسائر المذهلة في الناتج المرتبطة بتراجع تدفق رؤوس الأموال، وقد تبين من الأزمة في أندونيسيا وتايلاندا وكوريا والمكسيك، انهيار الناتج في العام التالي للتوقف المفاجئ لتدفق رؤوس الأموال إلى داخل البلاد، التي كانت ضخمة قبل الأزمة¹.

¹ هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، الطبعة 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2014، ص: 411.

المبحث الرابع: الأزمات المالية وطابعها الدولي

إنّ الترابط بين البلدان يؤدي إلى انتقال المخاطر فيما بينها، لكنّها تكون بمستوى خلل اقتصادي بالنسبة للدول التي ترتبط فيما بينها ارتباطاً ضعيفاً، بمستوى مشكل اقتصادي فيما يتعلق بالدول ذات الارتباط المتوسط، ويؤدي إلى أزمة اقتصادية وذلك بالنسبة للدول ذات الارتباط العالي.

المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية ومراحلها وأسبابها

تعتبر الأزمات المالية عن الاضطرابات التي تحدث على مستوى الاقتصاد، ومن أهم الخصائص التي تعكس السمات المميزة للأزمات المالية، هو قابليتها للانتقال من الدولة أو الدول التي تحدث فيها، إلى الدول الأخرى، وبالأخص في ظل بيئة العولمة وانفتاح أسواق المال على بعضها البعض بشكل كبير.

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية

لا يوجد مفهوم محدد للأزمة المالية، لكن من المفاهيم المبسطة لمصطلح الأزمة المالية هي حدوث خطر مفاجئ وغير متوقع، من شأنه أن يلحق الضرر بالنظام المالي بأكمله، وهو ما يؤدي إلى انهيار أسواق المال والمؤسسات المالية، وعدم تمكنها من أداء مهامها الرئيسية، وإلى فقدان الثقة المتبادلة في مختلف المعاملات المالية¹.

كما تعرف الأزمة المالية بأنها حدث غير متوقع ولا يمكن التكهّن به يصيب الاقتصاد الكلي بالهشاشة، ويصاحبه انخفاض كبير في العملة الوطنية والاحتياطات من العملة الأجنبية، وتوسيع كبير في حجم القروض الأجنبية، لا يتسع معه الجهاز المالي للدولة من القيام بمهامه الأساسية². وتعرف الأزمة المالية على أنّها تدهور حاد في أسواق المال لدولة ما، أو مجموعة من الدول، والتي من نتائجها فشل النظام المصرفي المحلي، ونظام سوق المال في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلباً على تدهور كبير في قيمة العملة، وفي أسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثاراً سلبية على الاقتصاد الحقيقي في الإنتاج والعمالة³.

¹ Jacopo Carmassi, A Proposal of a new approach to financial crisis, doctoral thesis in economy, Luiss Guido Carli university, Roma, 2008, p:54.

² محمد يونس الصائغ، شيماء عبد الستار جبر الليلة، الأزمات المالية العالمية أسبابها وسبل تجنبها، مجلة الراافدين للحقوق، المجلد 15، العدد 52، 2017، ص:01 .

³ عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، دار الجامعية، 2014، ص: 11.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

وهناك من يعرفها على أنها الاضطراب الذي يحدث في أسعار الأوراق المالية، مما يؤدي إلى انخفاضها، وبالتالي إلى اضطراب السوق بأكمله.¹

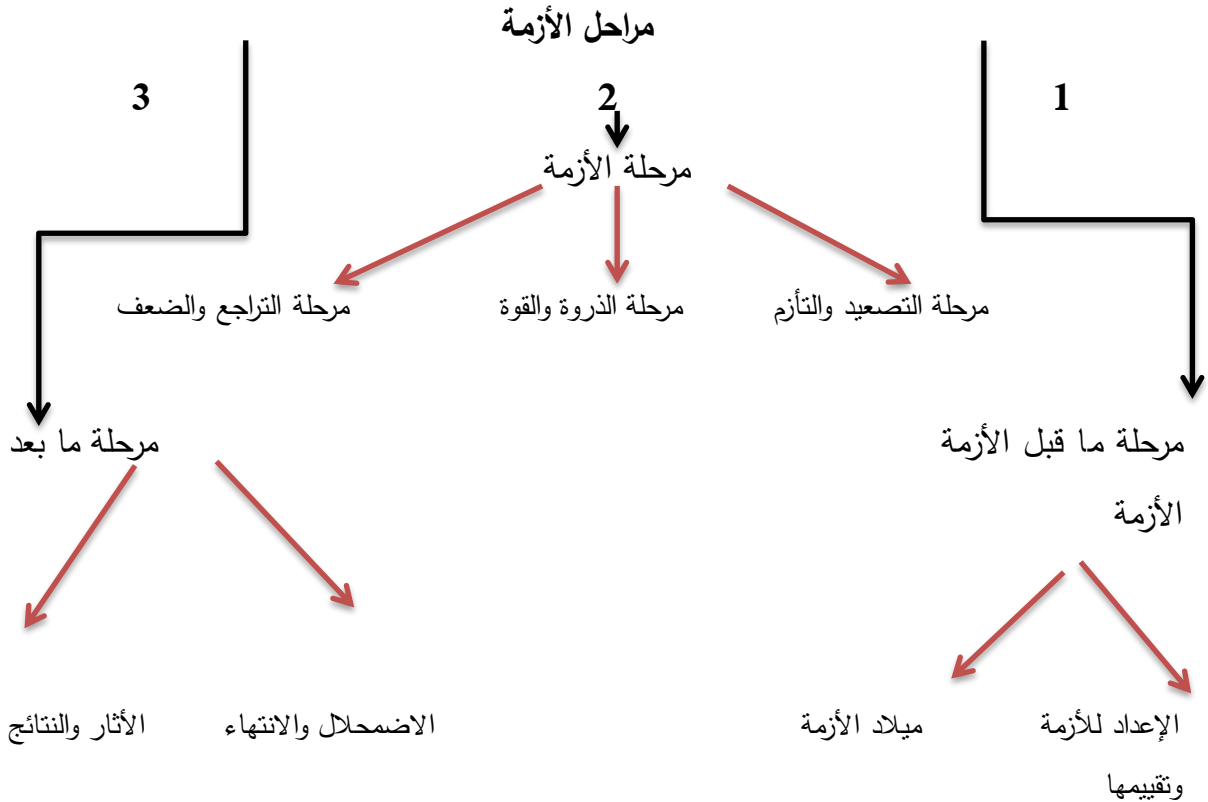
ومنه نستطيع تعريف الأزمة على أنها الانخفاض المفاجئ في أسعار بعض الأصول، سواء الأسهم والسندات، أو حتى أسعار المشتقات المالية، الأمر الذي يؤدي إلى انهيار المؤسسات التي تملك هذه الأصول، والتي قد تمتد إلى قطاعات أخرى داخل الاقتصاد، تصل بعد ذلك إلى تهديد الاستقرار الاقتصادي للدول، لتنتقل بعد ذلك إلى دول أخرى التي تتمتع بدرجة انفتاح مالي مرتفع.

الفرع الثاني: مراحل الأزمات المالية

تقسم الأزمات إلى ثلاث مراحل: في المرحلة الأولى تتأثر أسعار الأصول المالية، وهي تعتبر أقل خطرًا وأقصر عمرًا. أما المرحلة الثانية فتعتبر أكثر خطورة مقارنة مع الأولى، حيث تمتد أثارها إلى القطاع المالي والمصرفي. وأخيرًا المرحلة الثالثة فهي أخطر المراحل، فأثر الأزمة يمتد إلى القطاع الحقيقي مثل حدوث كساد، ارتفاع معدلات البطالة...

ويمكن توضيح مراحل الأزمات المالية في الشكل الموضح أدناه:

الشكل رقم 9: مراحل تطور الأزمات المالية



¹ Girardin Eric, Finance internationale l'état actuel de la théorie, édition economica, paris, 1992, p409.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

المصدر: سليم مجلخ، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية لسنة 2008 وأثارها على الدول النامية، ط1، دار الكتاب الجامعي، الإمارات العربية و الجمهورية اللبنانية، 2017، ص: 48.

من الشكل نلاحظ أنّ المرحلة الأولى هي مرحلة ما قبل الأزمة وقسمت بدورها إلى مرحلتين مرحلة الإعداد للأزمة، وفيها تظهر البوادر والأسباب الكافية لنشوء الأزمة، أما مرحلة ميلاد الأزمة فهي المرحلة التي بدأت فيها الأزمة بالظهور.

أما المرحلة الثانية فهي مرحلة الأزمة، وهي المرحلة التي تنتشر فيها الأزمة بصورة تصاعدية، لتبلغ ذروتها في مرحلة القوة، ثم تأتي مرحلة التراجع والضعف، وبذلك تتراجع قوة وشدة تأثير الأزمة. أخيراً تأتي مرحلة ما بعد الأزمة والتي تقسم إلى مرحلتين: مرحلة انتهاء الأزمة وزوالها، لتأتي بعدها مرحلة النتائج والآثار المترتبة عن هذه الأزمة وتقييمها ودراستها وتحليلها واستنباط العبر منها.

الفرع الثالث: أسباب الأزمات المالية

تختلف مسببات الأزمات المالية من أزمة لأخرى وذلك حسب طبيعة كل أزمة، إلا أنّ أغلبها في العادة يعود إلى:¹

- مشاكل ديون القطاع الخاص، وضعف جودة القروض.
- ارتفاع الالتزامات الخارجية في الدول المقترضة.
- الارتباط الوثيق بين العملة المحلية والدولار الأمريكي.
- ضعف الأداء الاقتصادي ومشاكل ميزان المدفوعات.
- المضاربة على العملات.
- التغيرات التكنولوجية في أسواق رأس المال.
- عدم استقرار الاقتصاد الكلي: مثل التقلبات في أسعار الفائدة العالمية، والتي تعد أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فهي تؤثر على تكلفة الاقتراض، وتؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك على تقلبات أسعار الصرف الحقيقية، حيث تعتبر من

¹ عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003، ص ص: 83-84.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي، والتي كانت سبباً مباشراً لحدوث العديد من الأزمات المالية¹.

- زيادة دخول رؤوس الأموال، الأمر الذي يوفر سيولة عالية تمكن من زيادة الإقراض، مما يدفع البنوك إلى زيادة القروض دون التأكد من قدرة المقترضين على السداد، وهو ما يؤدي إلى زيادة حجم القروض المشكوك في تحصيلها في البنوك المحلية، الأمر الذي يدفع إلى خروج رؤوس الأموال إلى الخارج.

- اضطرابات القطاع المالي: شغل التوسع في منح الإئتمان والتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانحياز أسواق المال، القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية، والذي يتوكل مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرير المالي غير الوقائي وغير الحذر. ومن بوادر هذا الاضطراب هو عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف، حيث يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف، خصوصاً من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة، في فترات تكون أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتاً، مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج².

- انتشار الفساد الأخلاقي.

- إعادة جدولة الديون، والتي تعني استبدال قرض واجب الاستحقاق، بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع.
- الاعتماد الواسع على المشتقات المالية، والتي تعتبر معاملات وهمية قائمة على توقعات المضاربين، ولا يترتب عليها مبادلات فعلية للسلع والخدمات.

المطلب الثاني: خصائص وأنواع الأزمات المالية وآلية انتقالها إلى القطاع الحقيقي

تتميز الأزمات المالية بخصائص وسمات مشتركة فيما بينها، ولو اختلفت من حيث حدثها من قطاع لآخر ومن دولة لأخرى.

¹ عمر خضيرات، عبد السلام نجادات، الأزمات المالية العالمية: الآثار والمسببات، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد السابع والعشرون، 2010، ص: 05.

² عمر خضيرات، عبد السلام نجادات، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

الفرع الأول: خصائص الأزمات المالية

- تتميز الأزمات المالية بملامح وخصائص عامة، يمكن إيجازها فيما يأتي:¹
- مشكلات السيولة: مثل عدم قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته اتجاه دائنيه.
- التغيرات الحادة في أسعار الفائدة.
- التزايد في العجز المالي الداخلي.
- الانخفاض المحتمل في قيمة العملة.
- التراجع في معدلات التبادل والانخفاض في قيمة الصادرات، في ظل الارتفاع المحتمل لأسعار الفائدة الحقيقية.
- التباطؤ في أداء الاقتصاد، والتراجع في معدلات النمو الاقتصادي، والركود المحتمل.
- خروج رؤوس الأموال الأجنبية وهروبها إلى الخارج.
- توافر معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أثناء الأزمة، مما يؤدي إلى قيام المستثمرين والمقرضين باتخاذ قرارات خاطئة تماشيًا مع اتجاهات وسلوكيات الآخرين.
- تزايد مخاطر عدم السداد، حيث تقوم البنوك بالإفراط في الإقراض، دون الحصول على الضمانات الكافية.
- زيادة نسبة الديون المتعثرة خصوصًا إذا رافق الأزمة ارتفاع في أسعار الفائدة.
- التدهور في أوضاع البنوك وزيادة خسائرها ومواجهة حالات الإعسار المالي.
- بالإضافة إلى ما سبق نذكر ما يأتي:²
- الارتفاع في معدل البطالة، ومعدلات التضخم، والمستوى العام للأسعار.
- انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
- انخفاض نسبة النمو الاقتصادي، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي.
- تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري، المنوط به الإشراف على أسواق المال، وقطاعات البنوك.

¹ يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص ص. 39-40.

² إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص ص: 21-22.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

- غياب الشفافية والإفصاح، اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقييم أصول هذه المؤسسات بصورتها الحقيقية.

- سيطرة بعض المؤسسات على أسواق المال، وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق.

الفرع الثاني: أنواع الأزمات المالية

يمكن تصنيف الأزمات المالية من منظورين:¹

1-المنظور الزمني: وتقسم الأزمات حسب هذا التصنيف إلى:

1-1-الأزمات التقليدية: وهي المترتبة على انتهاج السياسات المالية والنقدية التوسعية، والتي تؤدي إلى زيادة كبيرة في الطلب، وعجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، ثم انخفاض الاحتياطي النقدي إلى درجة معينة تؤدي إلى نشوب الأزمة.

1-2-الأزمات الجديدة: وهي الأزمات التي يكون مصدرها تحرير حساب رأس المال، ولقد زادت إمكانية تعرض البلاد النامية لمثل هذه الأزمات في التسعينات، لأن عددًا كبيرًا منها قام بتحرير القيود على حركة رأس المال، بهدف تحقيق تكامل أوثق مع رؤوس الأموال العالمية، وتحقيق إمكانية الحصول على التدفقات الرأسمالية الدولية.

2-المنظور النوعي: ويمكن تصنيف الأزمات المالية وفق هذا المنظور إلى:

1-2-الأزمات المصرفية:

يحدث هذا النوع من الأزمات عندما يكون حجم الأصول غير الكفأة الموجودة لدى البنك، أو عندما تتفق المعلومات الصادرة من مختلف الجهات على أنّ هناك مؤشرات دعر مثل تجميد ودائع، غلق بنوك، ضمان ودائع...². فسبب هذا النوع من الأزمات هو الزيادة الكبيرة والمفاجئة في طلبات سحب الودائع، والتي تتجاوز النسب المعتادة للسحب في البنوك، وقد تمس بنوكًا أخرى، كما قد تنتج عن دعر مصرفي، بشكل يؤدي إلى حدوث أزمة سيولة لدى البنوك أو أزمة إئتمانية، والذي يترتب عليه كساد أو انكماش اقتصادي.

وتصنف الأزمات المصرفية بدورها إلى:

¹ محمد محمود الكاوي، الأزمات الاقتصادية العالمية، الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2012، ص: 59-64.

² عمر خضيرات، عبد السلام نجادات، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

أ- أزمة سيولة لدى البنك:

أزمة السيولة هي الأزمة التي تفقد فيها المصارف الاحتياطي من موجوداتها، بسبب فقدان ثقة المودعين بالمصارف وقيام الشركات والمتعاملين معها بسحب إيداعاتهم. فهي تحدث عندما يقوم البنك بإقراض معظم الودائع لديه، ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب، وبالتالي لا يستطيع البنك الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وهنا يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا امتدت إلى بنوك أخرى تسمى في تلك الحالة بأزمة مصرفية في تلك الدولة أو مجموعة من الدول.

ب- أزمة إئتمان:

تحدث أزمة الإئتمان عندما يعجز المقترضون عن سداد ديونهم في الأجل المحدد.

2-2- أزمات العملة وسعر الصرف:

أزمة سعر الصرف هي حصول انخفاض كبير في سعر صرف العملة¹، بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة². فأزمة العملة من أكثر الأزمات المالية شيوعاً، وتنشأ من اتباع السياسات النقدية والمالية التوسعية، والتي تؤدي إلى زيادة الطلب، الأمر الذي يؤدي إلى عجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، لذلك يطلق على أزمة العملة بأزمة ميزان المدفوعات³، الأمر الذي يؤثر على مسار النمو الاقتصادي للبلد، وليس شرطاً أن تكون أزمة العملة قائمة بحد ذاتها، كما يمكن أن تحدث الأزمة المصرفية وأزمة العملة في الوقت ذاته⁴، كما قد تنشأ بسبب حدوث أزمات في بلدان أخرى، وتنتقل عن طريق الروابط المالية وميزان المدفوعات. ويمكن توضيح الآلية التي تحدث بها أزمة العملة في الشكل الآتي:

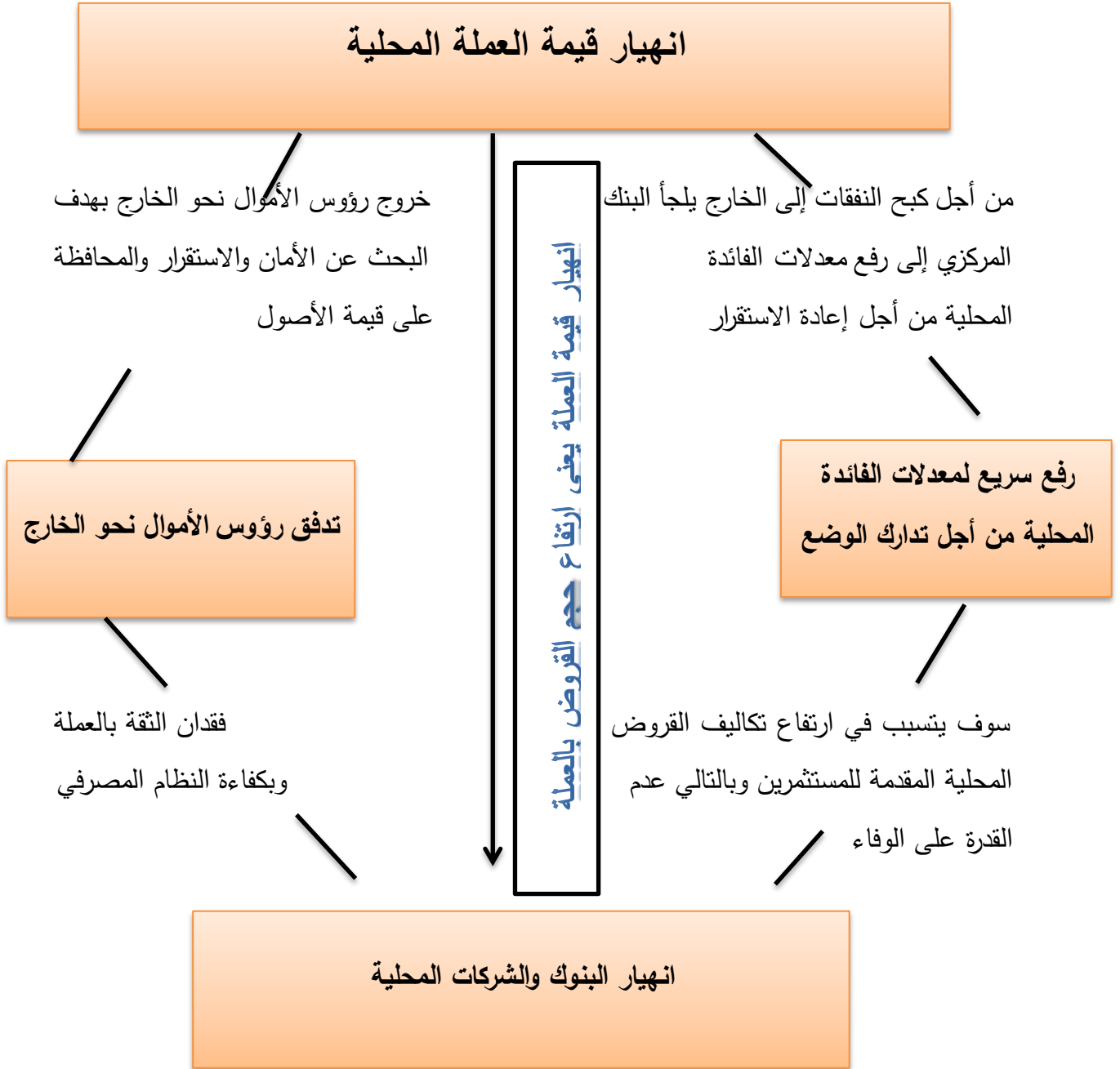
¹ Burkat Olivier, les crises de change dans les pays émergents, bulletin de la banque de France, n.74, 2000, p :54.

² جواد كاظم البكري، فيح الاقتصاد الأمريكي: الأزمة العالمية، الطبعة الأولى، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، بيروت، لبنان، 2011، ص: 32.

³ Marek Dabrowski, currency crises in emerging markets, springer science&business media, new York,2003, p:04.

⁴ G.Brindha, M.Ganesan, global financial crises and in indian scenario, international journal of innovative research in science, engineering and technology, vol.3, issue1, January 2014, p:8125.

شكل رقم 10: آلية حدوث أزمة العملة



المصدر: بالرفي تيجاني، تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على اقتصاديات دول المينا وأسبابها في ضوء ظروفات مفكري الاقتصاد الإسلامي، الملتقى العلمي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص:02.

يتضح من الشكل أعلاه أنّ أزمة العملة تبدأ عادة من زيادة حركة تدفقات رؤوس الأموال نحو الخارج، ممّا يؤثر على سعر صرف العملة، حيث يزداد عرضها وبالتالي تنخفض قيمتها. ويقوم البنك المركزي بهدف الحد من تدفقات رؤوس الأموال، برفع معدلات الفائدة الحقيقية، وهذا ما يؤثر بدوره على قدرة

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

المقترضين على تسديد التزاماتهم، وذلك نظرًا لزيادة تكلفة القروض أو ما يطلق عليه بخطر سعر الفائدة.

2-3- أزمة سوق المال:

يحدث هذا النوع من الأزمات، نتيجة ارتفاع سعر الأصول على نحو غير مبرر، هذا الارتفاع يعرف بالفقاعة، وعادة يحدث هذا الارتفاع عندما يكون الدافع من وراء ارتفاع الأسعار هو تحقيق الربح وليس قدرة هذه الأصول على توليد الدخل. كما تحدث أزمة سوق المال نتيجة الاتجاه المتزايد نحو بيع هذه الأصول، فتبدأ الأسعار في التراجع، وبالتالي حدوث حالة الانهيار، وتمتد أثارها إلى أصول أخرى، وقد تمس حتى قطاعات أخرى، وقد يمتد ذلك إلى التأثير على استقرار الاقتصاد الكلي، كما قد ينتقل إلى دول أخرى ذات روابط مالية مع الدولة التي بدأت فيها الأزمة.

وخطورة هذا النوع من الأزمات يكمن في صعوبة معالجتها لكونها تحمل خطرًا كليًا، غير قابل للتحويل أو التنويع، مما يمكنها من التأثير على أسواق المال بشكل عام، كما تزداد خطورتها عند انتقالها إلى القطاع الحقيقي برمتها.

2-4- أزمة المديونية الخارجية:

تنشأ أزمة المديونية بسبب تعثر الدول عن الوفاء بالتزاماتها الخارجية -فوائد وأقساط الدين- بغض النظر إذا كان دينًا عامًا أو خاصًا، مما يؤدي إلى التوقف المفاجئ للتدفقات الرأسمالية الداخلة، وبالتالي عدم قدرتها على اللجوء لأسواق المال من أجل الحصول على تمويل يمكنها من تجاوز هذه الأزمة.

وتبقى كل أنواع الأزمات أقل خطرًا إذا أصابت دولة واحدة، أو حتى إقليمًا واحدًا، أما إذا امتدت إلى دول أخرى فتصبح بذلك أزمة مالية عالمية تمس الاقتصاد العالمي.

مما سبق نستنتج أن للأزمات المالية عناصر مشتركة، لكنها تأتي في أشكال عديدة، حيث غالبًا ما ترتبط الأزمات المالية بأحد الظواهر الآتية: تغييرات جوهرية في حجم الإئتمان وأسعار الأصول، واضطرابات في مصادر توفير التمويل الخارجي من مختلف الجهات الفاعلة في الاقتصاد¹.

¹ Stijn Claessens, Ayhan Kose, financial crises :explanation, types , and implications , electronic journal, february 2013,p:05. from site : www.researchgate.net, in 06/03/2019, at 12:16.

الفرع الثالث: آلية انتقال الأزمات المالية من القطاع النقدي إلى القطاع الحقيقي

من سمات الاقتصاد الرأسمالي هو الطابع الدولي للأزمات المالية، وسرعة انتقالها من دولة إلى أخرى، بسبب الروابط التجارية والمالية بين الدول المختلفة. أما عن آلية انتقال الأزمات المالية، فهي تمس سوق الاستدانة، سوق الصرف، وسوق الودائع والسوق المالي.

حيث أدى زيادة الانفتاح المالي بين الدول، إلى زيادة التعاملات فيما بينها، الأمر الذي ساعد على انتقال وتداول المخاطر المالية بين الدول، وما ساعد على انتقال الأزمات من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، هو زيادة تدفقات رؤوس الأموال دخولاً وخروجاً، والزيادة الكبيرة في معاملات الأوراق المالية عبر الحدود، في شكل استثمار أجنبي مباشر أو استثمارات المحفظة المالية.

تمر عملية انتقال المخاطر المالية من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي بآلية معينة، فعند حدوث أزمة معينة، يؤدي ذلك إلى نقص في السيولة لدى المؤسسات المالية، مما يجعلها عاجزة عن توفير السيولة للأفراد والمؤسسات، ثم يليها نقص في الطلب على السلع والخدمات، وهذا ما يؤدي بالطبيعة إلى تخفيض المؤسسات المنتجة في حجم إنتاجها، مما يدفع بالضرورة إلى تخفيض الطلب على المواد الخام من جهة، والاستغناء عن جزء من العمالة من جهة أخرى (ارتفاع مستوى البطالة)، وهذا يؤدي في النهاية إلى انخفاض الطلب بنسبة أكثر فأكثر، وبالتالي حالة ركود في الاقتصاد بأكمله.

المطلب الثالث: تحليل أزمتي 1997، 2008 وأثارهما على أسواق رأس المال

شهدت أسواق المال العالمية خلال القرن العشرين والقرن الحادي والعشرين، انهيارات كبيرة تسببت في حدوث أزمات مالية، تميزت بسرعة انتشارها وتباين أسباب حدوثها، وسنحاول التركيز على أهمها وهما: أزمتا 1997 و 2008.

الفرع الأول: أزمة جنوب شرق آسيا 1997

شهدت أسواق المال لدول جنوب شرق آسيا انهياراً كبيراً في الثاني من أكتوبر سنة 1997، حيث بدأت الأزمة في تايلاندا، وانتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة.

1- بذور أزمة جنوب شرق آسيا:

حققت الدول الآسيوية في تسعينات القرن الماضي طفرات كبيرة في مجال النمو الاقتصادي، حيث حققت معدلات نمو مرتفعة، الأمر الذي أدى إلى زيادة دخل الفرد، كما تمتعت بمعدلات تضخم منخفضة مقارنة مع معدلات التضخم في البلدان النامية خلال الفترة نفسها، أما نسبة التشغيل بها فكانت مرتفعة حيث كانت نسبة البطالة في الدول الآسيوية منخفضة مقارنة مع نظيرتها في باقي

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

الدول النامية. إن عوامل الازدهار آنفة الذكر تعود إلى "تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي والرقابة وقوانين الإصلاح والتكيف الاقتصادي، واعتماد مبدأ التنوع الاقتصادي، وتعزيز القدرة التنافسية، كمعامل داخلية، وإلى دور الشركات متعددة الجنسيات، والعولمة الاقتصادية، ورأس المال الأجنبي كمعامل خارجية¹، لكن سرعان ما تعرضت هذه الدول (الكوريتان الشمالية والجنوبية، أندونيسيا، وماليزيا وسنغافورة، وتايوان، وهونغ كونغ، وتايلاندا، ولاوس، والفلبين، وكمبوديا) لأزمة مالية عام 1997 أطلق عليها أزمة النمر الآسيوية نظرًا لما تتمتع به اقتصادياتها من معدلات نمو عالية.

2- أسباب الأزمة:

يمكن تفسير أسباب الأزمة المالية التي داهمت دول شرق آسيا سنة 1997، إلى عدة عوامل نذكر منها ما يأتي:²

- ثبات سعر الصرف في هذه البلدان أعطى إحساسًا زائفًا بالأمان.
- إبرام عقود ديون ضخمة مقومة بالدولار.
- ضعف الصادرات نتيجة لارتفاع قيمة الدولار مقابل الين الياباني وخفض الصين لعملتها عام 1994.

- التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال إلى الداخل.
- تركيز معظم التدفقات في صور اقتراض قصير الأجل.
- المضاربة على سعر العملة.
- تدني الأرباح في أسواق الأسهم.
- رفع سعر الفائدة، لوقف التحويل من العملة الوطنية إلى عملات أجنبية خاصة الدولار الأمريكي.
- نقص التبادل الأجنبي في تايلاندا، وكوريا الجنوبية، وأندونيسيا، ودول آسيوية أخرى، وقد تسبب هذا النقص في انخفاض قيمة العملات والأسهم.
- ارتفاع النفقات الحكومية، الممول بالرفع في قيمة الضريبة، سيؤدي حتمًا إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج، وهو ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكاليف عوامل الإنتاج مثل العمالة وغيرها.

¹ مناقض عباس حسين الجواربي، اقتصاد الأزمات والفقاعات مع التركيز على الأزمة المالية العالمية، المجلة العراقية للعلوم الادارية، العدد الثامن والعشرين، ص: 13.

² محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية: قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، الطبعة الاولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص ص 25-26.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

- اتساع عجز الحساب الجاري لبلدان جنوب شرق آسيا، ويعتبر تراجع صادرات هذه الأخيرة ونمو معدل الواردات، إضافةً إلى عجز حسابات الخدمات وحساب الاستثمار في ميزان المدفوعات، من بين أهم الأسباب التي أدت إلى استمرار العجز¹.

- نقص الشفافية، ويقصد بها عدم كفاية ودقة البيانات والمعلومات عن أداء الكثير من الشركات والمؤسسات العامة والخاصة، خاصة فيما يتعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطات الدولية من النقد الأجنبي للبلدان المعنية، مما تسبب في فقدان كبير للثقة، وهروب رأس المال للخارج.

- الاعتماد الكبير على التدفقات المالية من الخارج، سواءً في شكل قروض أو في شكل استثمار أجنبي مباشر، إلى جانب الاقتراض الخارجي غير المغطى من قبل القطاع الخاص المحلي².

لقد لوحظ أنّ أداء الاقتصاد الكلي لأغلب دول شرق آسيا لم يعرف أي مشكل قبل الأزمة، ولم تكن هناك أية مؤشرات توحى بحدوث مثل هذه الأزمة، ولكن مع ذلك لوحظ وجود عجز كبير في ميزان المدفوعات لأغلب دول شرق آسيا، والذي يعود إلى أسباب عديدة نذكر أهمها في ما يأتي³:

✓ انخفاض نسبة الادخار المحلي، والزيادة في معدلات الاستثمار في أغلب دول شرق آسيا، ماعدا الفلبينين.

✓ انخفاض الصادرات لأغلب دول شرق آسيا على الخصوص تايلاندا وكوريا، على الرغم من وجود معدلات استثمار مرتفعة.

✓ عمليات التحرير المالي لم تكن متبوعة بنظام رقابة صارم وبسن قوانين تشريعية جديدة تتلائم مع متطلبات التغييرات الاقتصادية.

✓ ارتفاع معدلات ديون القطاع الاقتصادي، حيث بلغت نسبة الديون إلى رأس المال ذروتها في سنة 1996، إذ كانت تشكل 200% في أندونيسيا، 640% في كوريا، 200% في ماليزيا، 170% في الفلبينين، 340% في تايلاندا، بينما كان معدل الاستثمارات للسنة نفسها يقدر ب

¹ نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج - دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات

المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013، ص: 104.

² بن حمود سكيبة، أزمات النظام الرأسمالي وتفسيراتها - حالة أزمة 2008 - دار الحديث للكتاب، الجزائر، 2014، ص: 54.

³ عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية أزمة ساب برايم، ريجاند، 2009، ص: 108.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

4.7% في أندونيسيا، 0.4% في كوريا، 6% في ماليزيا، 4.7% في الفلبين، و 1% فقط في تايلندا¹.

-التدفقات العكسية لرأس المال الأجنبي والتي من بين أسبابه زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، أدى إلى ارتفاع حجم السيولة، وبالتالي زيادة الاستثمار المحلي، وارتفاع أسعار الأسهم والسندات، مما أدى إلى جذب المزيد من الموارد المالية، التي أُديرت من طرف مؤسسات مالية محلية هشة وضعيفة الرسملة، وغير خاضعة لمراقبة مالية محكمة. فكان ضعف النظم المصرفية، سبباً في التخصيص غير الكفاء لهذه الموارد الأجنبية.

ونتيجة الانخفاض الكبير في قيمة العملات الآسيوية خلال الأزمة المالية في منتصف عام 1997، قام المستثمرون بتحويل أصولهم المحلية إلى أصول أجنبية، وهاجرت رؤوس الأموال من أجل تجنب الخسارة المحتملة. لقد أدت هذه الحركة الواسعة والمفاجئة لرأس المال الأجنبي إلى انعكاسات سلبية على الاقتصادات الآسيوية تمثلت فيما يأتي:²

- ✓ انخفاض أسعار صرف العملات الآسيوية.
- ✓ تدهور أسعار الأصول المالية والعقارية.
- ✓ تدهور معدلات الربح.
- ✓ تزايد العجز في ميزان المدفوعات.
- ✓ فقدان ثقة المستثمرين الأجانب بالأسواق الآسيوية.
- ✓ استنزاف الاحتياطيات الدولية.

3- تدويل أزمة 1997:

تمثلت أهم مظاهر تدويل الأزمة في مسلسل من انهيارات أسعار صرف عملات الدول مقابل الدولار، حيث تراجعت تلك الأسعار في كل من تايلندا، وأندونيسيا، وماليزيا، والفلبين، وكوريا الجنوبية، وتايوان وسنغافورة، هونغ كونغ بالنسب التالية على التوالي: 40,1%، 83,2%، 39,8%، 36,8%، 35%، 2,19%، 15,4%، 1%، خلال الفترة من منتصف عام 1997 وحتى بداية جوان

¹ عبد القادر بلطاس، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

² نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، 2014، بدون بلد النشر، ص: 141.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

1998، وهو الأمر الذي تبعه تدهور حاد في مؤشرات أسعار الأسهم، وقدرت الخسارة في العملات المحلية في بورصات كوريا، وماليزيا، وتايلاندا، وسنغافورة، وهونغ كونغ، وأندونيسيا والفيليبين بنسبة 57,2%، 5,55%، 46%، 40%، 2،30%، 29,8%، 5,9% على التوالي من خلال الفترة من منتصف عام 1997 وحتى بداية جويلية 1998¹. ثم بسرعة تحولت الأزمة إلى أزمة اقتصادية واجتماعية، فهروب رؤوس الأموال أدى إلى زعزعة استقرار البنوك، وكذلك زادت حالات إفلاس الشركات، مؤدية إلى ارتفاع معدلات البطالة، وازدياد معدلات الفقر، وانخفاض حاد في حجم الاستهلاك، وهكذا دخلت بلدان جنوب شرق آسيا في حالة من الركود الاقتصادي².

غير أنّ هذه الأزمة التي انطلقت من عجز الموازين الجارية في هذه الاقتصادات، قد انتقلت إلى هونغ كونغ وسنغافورة وتايوان، ويعزى السبب في ذلك إلى الارتباط الوثيق بين الاقتصادات الآسيوية، ويظهر ذلك جلياً في ارتفاع حجم صادرات النور الآسيوية كنسبة مئوية من إجمالي الصادرات داخل آسيا من 31.4% عام 1989 إلى 40.4% عام 1996، لذلك انتقل تأثير انخفاض العملة التايلاندية إلى الاقتصادات الآسيوية الأخرى بما فيها هونغ كونغ وسنغافورة، إذ انخفضت قيمة عملاتها -على الرغم من امتلاكها لاحتياطات هائلة من النقد الأجنبي- كما انخفضت أسعار الأصول في كل الدول السابق ذكرها، نتيجة هروب رؤوس الأموال من أسواقها، حيث انخفض تدفق رؤوس الموال الأجنبية بنسبة 91%.

أما عن آثار الأزمة على الصعيد العالمي فيمكن تحديدها في في البعدين الآتيين معاً³:
-أدت الأزمة إلى تدهور مؤشرات أسواق رأس المال الأوروبية، وانخفاض أسعار الأسهم وخاصة لكبريات الشركات متعددة الجنسيات، وذلك من شأنه أن يؤدي إلى هبوط عام في الأسعار وإلى حدوث بطالة كبيرة.

-ومن جهة أخرى فإنّ هذا الانخفاض في قيمة عملات الدول المعنية بالأزمة، سينجم عنه تزايداً في عرض المنتجات الآسيوية في الأسواق العالمية، نظراً لانخفاض أثمانها، وباستمرار هذا الوضع سيعود الانتعاش ثانية لدول المنطقة على المدى الطويل.

¹ هيثم يوسف عويضة، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها الإقليمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2015، ص:106.

² المرجع نفسه، ص:106.

³ بن حمود سكيينة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 54-55.

الفرع الثاني: أزمة الرهن العقاري 2008

شهدت الولايات المتحدة الأمريكية أزمة مالية عالمية سنة 2008، تعود جذورها إلى سنوات سابقة، أدت في الأخير إلى خلق اضطرابات على مختلف الأصعدة، حيث بدأت في القطاع المالي، لتنتقل بعدها إلى القطاع الحقيقي.

1- جذور الأزمة:

تعود جذور الأزمة إلى القانون الذي وضعه الرئيس بوش الابن في سنة 2004، عندما أعلن عن منح تسهيلات تسمح للأفراد من ذوي الدخل المحدود والطبقة الوسطى، أن يشتروا عقارًا دون التأكد من مقدرتهم على تحمل مسؤولية امتلاك العقار وتسديد المستحقات المترتبة على الديون الممنوحة. ولتحقيق ذلك قامت بتخفيض معدلات الفائدة بشكل كبير، الأمر الذي دفع بالبنوك للتهافت في تمويل الزبائن الذين يرغبون في شراء عقارات، بمساهمات أولية وبآجال طويلة تصل إلى 45 سنة. هذا ما دفع إلى ازدهار أسعار العقارات بشكل خيالي من دون قيمة حقيقية، وذلك لسببين أساسيين:¹

1- وصول سوق الرهن العقاري التقليدية إلى مرحلة الإشباع، فمعظم الذين يرغبون الحصول على قروض عقارية تقليدية يتمتعون بسجل إنتمائي جيد، كانوا قد تحصلوا بالفعل على مثل هذه القروض. 2- إن هذه التسهيلات الائتمانية الممنوحة للعملاء الجدد، لم تكن بالمجان، بل خضعت لأحد أهم قواعد السوق، فالاستعداد لتحمل مخاطر أكبر لا بد له من طلب عائد أكبر، ولذلك كان معدل الفائدة على مثل هذه السندات، أكبر من معدل الفائدة على السندات التقليدية، وهو ما يزيد من أرباح مصدري القروض والمتعاملين فيها.

واستمرت عملية الارتفاع إلى غاية 2006 حيث بدأت الأسعار تدريجيًا في الانخفاض، هذا ما أدى إلى إفلاس عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالي أهمها مؤسسة الاخوة ليمان الأمريكية في سبتمبر 2008، كما وصل عدد البنوك الأمريكية التي أعلنت إفلاسها سنة 2008 إلى 19 بنكًا، وبعد ذلك امتدت الأزمة إلى أوروبا وآسيا والدول الخليجية وباقي دول العالم.²

¹ نبار محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول 2012، ص: 536.

² زكرياء شعباني، البنوك الإسلامية: الحل الأمثل لمشاكل الأزمات المالية (الأزمة المالية العالمية 2008 مثالاً)، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، ورقة، العدد الثاني، جوان 2015، ص: 71.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

حيث إنّ التوسع في الإئتمان الممنوح للعقارات، تم على حساب القواعد المصرفية والعرف المصرفي، حيث منحت هذه القروض لأفراد دون أن تكون لديهم جدارة إئتمانية عالية، ومع ارتفاع أسعار الفائدة بعد ذلك تمت إعادة تسعير هذه القروض، ممّا زاد من أعباء المقترضين وعجزهم عن السداد¹.

2- أسباب أزمة الرهن العقاري 2008:

تعددت أسباب الأزمة وتشعبت، إلاّ أنّه يمكن إجمال الأسباب الرئيسية للأزمة فيما يأتي:²

- خروج البنوك التجارية عن حدود نشاطاتها التقليدية، كوسيط مالي بين وحدات الفائض ووحدات العجز، للتحويل إلى مستثمر وإلى مؤسسات مضاربة بالأوراق المالية، وممولة لصفقات تجارية فعلية وغير ذلك من نشاطات.

- رغم وجود رقابة من قبل البنوك المركزية على البنوك التجارية، إلاّ أنّ ذلك لم يحل دون لجوء بعضها والعديد من المؤسسات الإقراضية الأخرى إلى نشاطات غير منضبطة، وخروجها عن قواعد العمل الاستثماري السليم في أسواق المال، من خلال التوسع المفرط في الإقراض دون ضمانات بحثاً عن الأرباح دون النظر إلى النتائج.

- ترافق تحرير أسواق الإئتمان العقاري، مع ضعف القيود على أسعار الفائدة، ممّا أدى إلى زيادة الطلب على القروض العقارية، ومن ثم ارتفاع أسعار العقارات، الأمر الذي جعل الاستثمار فيها هو الأفضل.

- إنّ زيادة الطلب على العقارات، دفع إلى زيادة القروض الأخرى عالية الخطورة، ومع لجوء الاحتياطي الفيديرالي إلى رفع سعر الفائدة، تزايدت كلفة تلك القروض حتى أصبح من الصعب على الكثيرين تسديدها، ممّا دفع بأسعار العقارات تلك إلى الانهيار.

- إنّ واحدة من السمات المعروفة لرأس المال هي الحذر الشديد والهروب من مواقع الخطر، ففي حال تعرض إحدى مؤسسات هذا القطاع إلى الانهيار، ينتشر الذعر في أوساط المودعين أو حملة الأسهم

¹ عناء عبد الغفار حمود، إطار تحليلي لمبررات وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد الثامن عشر، 2008، ص: 02.

² عماري عمار، فالي نبيلة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 05-06.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

فيلجؤون إلى التخلص من أسهمهم، أو سحب إيداعاتهم حتى وإن كانت مؤسساتهم سليمة الموقف، الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى إفلاس تلك المؤسسات.

-المضاربات التي تصاعدت بلا ضوابط في أسواق المال، وفي وول ستريت بشكل خاص، حيث ازداد عدد المضاربين المستعدين لاستيعاب الأوراق المالية بناءً على القروض عالية المخاطر، ذلك بشراءها من السوق الثانوية¹.

-التوسع الكبير في استخدام المشتقات المالية والتي تعتبر من الأدوات المالية المستحدثة، فهي معاملات وهمية لا يترتب عليها مبادلات فعلية للسلع والخدمات.

- من أسباب الأزمة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة(انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1% في عام 2003)، مما رفع الطلب على القروض وخاصة القروض العقارية، ومع سهولة وتيسير هذه القروض، تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة. هذه الفقاعة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار على الدخول في سوق القروض العقارية، مما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.²

-انتشار ما يعرف بالرهون من الدرجة الثانية، حيث إنّ مشتري العقار يقوم في البداية بشراء العقار من البنك مقابل رهنه، وفي حالة ارتفاع ثمن العقار فهو يقوم بطلب قرض جديد-لسهولة الحصول عليه- مقابل رهن العقار نفسه لمؤسسات أخرى، وعلى أساس مبلغ يساوي الفرق بين القيمة الأصلية للعقار والقيمة الحالية المرتفعة، وعليه فإنّ هذه الرهونات العقارية معرضة للخطر إذا انخفضت قيمة العقارات، ولهذا تسمى الرهون من الدرجة الثانية أو الرهون الأقل جودة، فتوسعت البنوك في هذا النوع من القروض العالي المخاطرة.

¹ Gordon L.Clark, Adam D.Dixon and Ashby H.B.Monk, Managing financial risks, oxford university pres, new York, 2009, p:76.

² بوعافية سمير، قريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص:04.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

- تحول طبيعة الاقتصاد العالمي إلى اقتصاد رمزي يقوم على المضاربة في الأصول المالية بحيث يقدر حجم الاقتصاد الرمزي بما يزيد على أربعين مرة حجم الاقتصاد الحقيقي، مما أدى إلى إتساع نطاق المضاربين وزيادة حدة الصدمات¹.

- المضاربة بالأدوات المالية الناتجة من التوريق المستند إلى الرهن العقاري²، والمقصود بالتوريق الاعتماد على محفظة من الرهونات العقارية، لإصدار أصول مالية جديدة قابلة للتداول والبيع لمؤسسات مالية محلية وأجنبية، كما تستخدم هذه القروض كرهون على قروض أخرى، ويمكن تقسيم الأدوات المالية التي تستعمل في توريق القروض العقارية وغيرها إلى أربعة أنواع³:

✓ **الأوراق المدعمة بمرهونات عقارية:** هذه الأوراق تمثل قروضاً عقارية من الدرجة الأولى. عندما تكون المرهونات في شكل سكنات عائلية فيطلق عليها اسم MBS⁴، أما إذا كانت الرهونات المقدمة هي عبارة عن مباني لمؤسسات (مكاتب، محلات تجارية... الخ) فإنها تسمى CMBS⁵.

✓ **الأوراق المالية المدعمة بموجودات:** وتسمى ABS⁶، هذه الأوراق تكون ناتجة عن القروض الممنوحة في إطار الاستهلاك، بطاقات الائتمان، قروض أخرى....

✓ **أوراق مالية مضمونة بالديون:** ويطلق عليها اسم CDO⁷ هذه الأوراق تمثل محافظ مكونة من ديون مصرفية أو أدوات مالية قابلة للتفاوض في السوق (السندات، وأدوات أخرى...)، أو من مشتقات الديون. في هذه الحالة نجد CSO, CBO, CSO أو CDO²⁸.

¹ قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، القاهرة، 2009، ص:13.

² عدنان السيد حسين، الأزمة العالمية، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت لبنان، 2010، ص:21.

³ عبد القادر بلطاس، مرجع سبق ذكره، ص:40.

⁴ MBS : Mortgage Backed Securities .

⁵ CMBS : Commercial Backed Securities.

⁶ ABS : Asset Backed Securities.

⁷ Collateralised Debt Obligations.

⁸ CLO : Collateralised Loan Obligations, CBO : Collateralised Bond Obligations, CSO: Collateralised Securities Obligations.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

-ضعف رقابة السلطات النقدية: لقد ساعد على ازدهار الابتكارات المالية، مناخ السياسة النقدية المتساهل للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وضعف رقابته على المؤسسات المالية، وقصور لدى صانعي السياسة الاقتصادية في السماح لسعر الفائدة بالارتفاع، وما ترتب عليه من تزايد الأعباء على المقترض¹.

-هيمنة الرأس المال المالي على الرأسمال الحقيقي، حيث إنّ التوسع الهائل في أسواق المال العالمي أدى إلى زيادة تشابكها وارتباطها، وأصبحت رؤوس الأموال تتحرك وتتمو دون أن تربطها صلة وثيقة بعمليات الانتاج وحاجات التمويل للتجارة²، حيث انقسمت الأسواق إلى:

- ✓ الأول ويطلق عليه الاقتصاد الفعلي، حيث يتم فيه التبادل الفعلي للسلع والخدمات.
 - ✓ الثاني هو الاقتصاد المالي، وهو ما يسميه بعضهم بالاقتصاد الطفيلي القائم على شركات المساهمة والبورصات والأسواق المالية، التي يتم فيها بيع وشراء الأسهم والسندات والبضائع، دونما شرط التقابض للسلع، بل تشتري وتباع عدة مرات، دون انتقالها من بائعها الأصلي³.
- وفي ظل هذه الأسباب مجتمعة نستطيع القول: إنّ الأزمة بدأت عندما قامت البنوك والمؤسسات المالية بتقديم قروض عقارية ضخمة، وبتسهيلات إئتمانية ودون التأكد من الوضعية المالية للمقترضين وبمعدلات فائدة منخفضة، ثم قامت ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق، لتخصص بعدها المبلغ المتحصل عليه من شركات التوريق في منح قروض عقارية جديدة ولمرات متتالية، وفي المقابل تقوم شركات التوريق بإصدار سندات تعادل قيمتها هذه القروض وطرحها للتداول في أسواق المال، حيث تباع بقيمة أعلى أو أقل من القيمة الاسمية، ويحصل حملة السندات على فوائد القروض، وتتولى شركة التوريق مع البنوك التجارية ومؤسسات التمويل العقارية الأخرى، عملية تحصيل الأقساط والفوائد من المقترضين الأصليين وتمنحها لحملة السندات، وتنتقل ملكيتها باستمرار لمستثمرين كثير، من داخل وخارج البلاد، وعليه تحمل هذه المنازل عدد كبير من القروض، وحقوقاً لمستثمرين كثيرين. وعند تشبع السوق العقاري وانخفاض الطلب، تنخفض أسعار العقارات، وفي ظل توقف المؤسسات عن الاقراض

¹ حسن كريم حمزة، حسن شاكر الشمري، مرجع سبق ذكره، ص:19.

² فضيل رابح، الأزمة المالية العالمية الأسباب، الانعكاسات والحلول، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2010، ص:22.

³ نزهان محمد سهو، الأزمة المالية العالمية الراهنة: المفهوم، الأسباب، التداعيات، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الثالث والثمانون، العراق، 2010، ص: 259.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

نظرًا لعدم قدرة أصحاب المنازل على بيعها أو رهنها للحصول على قروض جديدة، فإنهم يتوقفون عن دفع الأقساط والفوائد، فينخفض الطلب مرة أخرى على العقارات وتتنخفض قيمتها. واستمر التراجع بصورة متسارعة مما خلف أكثر من 10% من أصحاب القروض العقارية يدينون بأكثر من منازلهم¹، لتبدأ الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية لتمس بعدها باقي البلدان.

3- تدويل أزمة الرهن العقاري:

بدأت الأزمة في منتصف شهر سبتمبر 2008، حيث أعلن بنك ليمان براذرز وهو رابع أكبر بنك استثماري أمريكي، عن إفلاسه بعدما شهد خسائر مالية ضخمة قدرت ب 4 مليار دولار، وقد أصيبت المؤسسات المالية الأمريكية والعالمية بصدمة عنيفة، أعقبها تراجع كبير في مؤشرات البورصات الكبرى، كما انخفض سعر صرف الدولار الأمريكي أمام العملات الرئيسية الأخرى². هذا وأعلنت عدة شركات عقارية وتأمين إفلاسها وعرضت للبيع قرابة 70 شركة، هذا وسيطر على أذهان المستثمرين حالة من الفرع والهلع فقاموا بسحب ودائعهم من البنوك، مما انعكس سلبيًا على قيمة موجودات هذه البنوك³.

هذا ما أدى إلى حدوث أزمة سيولة كبرى في أسواق التمويل طويل الأجل بين البنوك، وشهدت أسواق رأس المال العالمية تدهورًا أمام مخاطر اتساع الأزمة. وتدخلت المصارف المركزية لدعم السيولة، وفي مقدمتها البنك المركزي الأوروبي الذي قام بضخ 94,8 مليار يورو من السيولة، كما قامت الخزانة الفيدرالية الأمريكية بضخ 24 مليار دولار، كما سارت على النهج نفسه العديد من البنوك المركزية الأخرى مثل بنك اليابان والبنك الوطني السويسري⁴.

وعلى الرغم من أن الأزمة الحالية جاءت بدايتها كأزمة مصرفية، إلا أنها امتدت بأثارها إلى العديد من القطاعات الاقتصادية الأخرى، وذلك نتيجة للسلوك الطبيعي لأسواق المال في مواجهة الصدمات، وذلك بفعل سلوك القطيع، ومن ثم تفتقد الأسواق قدرتها على التمييز بين الاقتصاديات التي تتمتع

¹ Walf .M, **Fixing global finance**, the Johns Hopkins university press, Maryland,2008, p:184.

² ناصر مراد، **الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها**، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص:04.

³ بوهزة محمد، مرزوقي رفيق، **الأزمة المالية والعالمية وآثارها على الاقتصادات العربية**، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص:03.

⁴ هيثم يوسف عويضة، مرجع سبق ذكره، ص:21.

الفصل الثالث : دور العولمة المالية في تدويل الخطر المالي

بعوامل اقتصادية سليمة وقوية، والأخرى التي لا تتمتع بهذه العناصر. فقد جاءت الأزمة العالمية في ظل الانفتاح الاقتصادي الواسع وعولمة المعاملات المالية، مما أدى إلى سرعة انتقالها إلى باقي أنحاء العالم.

خلاصة الفصل:

ظهرت العولمة المالية وتنامت في الفترة الأخيرة، بفعل تضافر عدة عوامل من بينها اندماج أسواق المال، والتطور التكنولوجي، وعجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية، وانتشار أدوات التحوط من المخاطر وغيرها.

يعتبر التحرير المالي من الظواهر الحديثة نسبياً، والذي أملتة ظروف كثيرة سبق ذكرها، فهو يقوم على فكرة تحرير القيود على حركة رؤوس الأموال بين الدول، ورفع الحظر على المعاملات الدولية في أسواق المال. حيث تنتقل رؤوس الأموال من البلدان ذات الدخل المرتفع والعائد المنخفض، إلى البلدان ذات الدخل المنخفض والعائد المرتفع، في عدة أشكال أهمها، الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة المالية.

فبالرغم من مزايا التحرير المالي وتحقيق الانفتاح على أسواق المال الدولية، وما يعود بالنفع على الدول ذات الانفتاح المالي المرتفع، إلا أنّ هذا الانفتاح له آثار سلبية عديدة من بينها، سرعة انتقال وتدويل المخاطر بين الدول، حيث إنّ حدوث أزمة في دولة ما، من شأنه أن يمس دولة أو دول أخرى ذات روابط مع الدولة مصدر الأزمة.

وتتمثل قنوات تدويل المخاطر في قنوات مباشرة والمتمثلة في قناة التجارة الخارجية، وقناة أسواق المال، قناة الصدمات الكلية، وقنوات غير مباشرة المتمثلة في صدمات السيولة و سلوك القطيع. والتي تؤدي في حال انتقالها إلى القطاع الحقيقي إلى أزمة مالية، وإلى أزمة عالمية في حال انتقالها من دولة إلى أخرى. وتعتبر كل من أزمتي 1997 و أزمة 2008 خير مثال على الطابع التدويلي للأزمات المالية، حيث بدأت كلاهما في دولة معينة، لتنتشر بعدها إلى باقي الدول، ذات الروابط في ما بينها.

الفصل الرابع:

دراسة تحليلية وقياسية

لأسواق رأس المال في دول

مجلس التعاون الخليجي

تمهيد

إنّ سوق رأس المال يمثل عنصرًا أساسيًا من مكونات البناء المالي في أي نظام اقتصادي، حيث تعد أوضاعه مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام في البلاد، واستقرار هذه الأسواق مقياسًا لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة، ومن ثم سنحاول فهم تقلبات أسواق رأس المال، وعلاقتها بالانفتاح التجاري والمالي.

تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي حلقة مهمة في منظومة الاقتصاد العالمي، ومن ثم لا يمكن أن تكون بمعزل عن المتغيرات والأحداث الدولية، وتبقى عرضة للتأثر بأي متغيرات، سياسية، واقتصادية عالمية، خاصة في ظل تزايد انتقال السلع ورؤوس الأموال عبر الحدود، والتشابكات الكبيرة بين الاقتصاديات الخليجية والاقتصاد العالمي.

بهدف استكمال القاعدة النظرية لموضوع الدراسة سنقوم في هذا الفصل بتوضيح العلاقة بين الانفتاح التجاري والمالي، وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، باعتبارها أكثر الدول العربية انفتاحًا على العالم الخارجي، من منطلق الدراسات التي قامت بتحليل العلاقة بين الانفتاح المالي والتجاري وإمكانية تدويل وانتقال المخاطر بين الدول.

تأسيسًا على ما تقدم من تمهيد، يتناول هذا الفصل المباحث الآتية:

المبحث الأول: الروابط التجارية والمالية وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

المبحث الثاني: منهجية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية.

المبحث الثالث: التقدير القياسي لمعرفة طبيعة العلاقة بين الانفتاح التجاري والمالي وأسواق رأس المال.

المبحث الأول: الروابط التجارية والمالية وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

شهدت دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2005-2009 تغيرات كبيرة في المؤشرات الاقتصادية سواءً المتعلقة بالانفتاح التجاري والمالي، بدءًا بالاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادرة والواردة، والتجارة الخارجية من صادرات وواردات، أو المتعلقة بمؤشرات أسواق رأس المال في هاته الدول.

المطلب الأول: تطور حجم الاستثمار الأجنبي المباشر في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2005- 2009

تعتبر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة والواردة، أحد أوجه الانفتاح التجاري، ولقد شهدت دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2005 إلى 2009 تقلبات في قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بالزيادة أحيانًا والانخفاض أحيانًا أخرى.

الفرع الأول: تطور حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى دول مجلس التعاون الخليجي

لقد شهدت دول مجلس التعاون الخليجي ارتفاعًا كبيرًا في قيمة الاستثمارات الأجنبية الواردة إليها في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2007، ويعود هذا الارتفاع إلى عوامل جذب داخلية وعوامل دفع خارجية، ويمكن إيجاز عوامل الجذب الداخلية فيما يأتي:¹

- مواصلة الجهود الإصلاحية في دول مجلس التعاون الخليجي، من خلال تسهيل الإجراءات الإدارية، واختصار عددها، وتكلفتها، والوقت اللازم لإنجازها، وتوفير المعلومات الضرورية وخاصة الائتمانية.
- مواصلة عمليات التحرير المستمر للقطاعات الفرعية المكونة للقطاع الخدمي، وعلى رأسها قطاع الخدمات المالية والسياحية والبناء والاتصالات، وذلك كتمهيد للاستثمار الأجنبي الوارد.
- مواصلة برامج الخصخصة في هذه الدول، خاصة خصخصة الخدمات المالية، مثلت عامل جذب لحصص أكبر من الاستثمار، من خلال الشركات غير الوطنية.
- قيام دول مجلس التعاون الخليجي بتحسين النظم والإجراءات المتعلقة بتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر.

¹ مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2007، ص: 59

إضافة إلى:

- تزايد العوائد النفطية بسبب الارتفاع غير المسبوق لأسعار النفط، أدى إلى حدوث طفرة في الموارد المالية، الناجمة عن الزيادات الضخمة في الإيرادات النفطية، مما أدى إلى اجتذاب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

-تحسن مناخ الاستثمار وارتفاع معدل النمو الاقتصادي في العديد من دول مجلس التعاون الخليجي.
-التوسع في الإئتمان المصرفي الموجه للقطاع الخاص.

-إضفاء المرونة على الأطر التشريعية الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر، وخاصة في مجال الخدمات المالية والعقارات والاتصالات.

أما عن العوامل الدافعة الخارجية للاستثمار في دول مجلس التعاون الخليجي، فمن أبرزها: انخفاض معدل العائد على الاستثمار في الخارج مقارنةً بنظيره في هذه الدول، وتحديدًا في مجال الموارد الطبيعية مثل النفط والغاز، وسوق الاستثمار العقاري، إضافة إلى اتساع سوق بعض الأنشطة في قطاع الخدمات مثل: النقل والاتصالات.

الجدول رقم 12: تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى دول مجلس التعاون

الخليجي خلال الفترة 2005-2009

الوحدة: مليون دولار

السنوات الدول	2005	2006	2007	2008	2009
السعودية	12.097	18.293	24.318	38.223	32.100
الإمارات	10.900	12.806	14.187	13.700	4.002
قطر	2.500	3.500	4.700	6.700	8.124
البحرين	1.049	2.915	1.756	1.794	257
عمان	1.538	1.688	3.125	2.928	1.508
الكويت	234	122	123	56	1.113
المجموع	28.318	39.324	48.209	63.401	47.104

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2009، مؤشر ضمان جاذبية الاستثمار 2012-2013، صفحات مختلفة.

لقد ارتفع حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد إلى دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعةً إلى ما قيمته 39.324 مليار دولار سنة 2006 مقارنة بما قيمته 28.318 مليار دولار سنة 2005، ليبلغ 48.209 مليار دولار سنة 2007، وواصلت تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد إلى دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة ارتفاعها لتبلغ سنة 2008 ما قيمته 63.401 مليار دولار.

بلغت التدفقات الاستثمارية الواردة إلى دول مجلس التعاون الخليجي 52% من إجمالي التدفقات الواردة إلى الدول العربية سنة 2006، حيث احتلت السعودية المرتبة الأولى عربيًا والعشرين عالميًا في قائمة الدول المتلقية للاستثمار الأجنبي المباشر، فنمت التدفقات الواردة إليها بنسبة 51%، حيث بلغت سنة 2006 ما قيمته 18.29 مليار دولار، تليها الإمارات التي استقبلت مستوى أقل من التدفقات بنسبة 23% لتصل إلى 12.80 مليار دولار، وارتفعت التدفقات الواردة إلى البحرين بمعدل 178% لتبلغ 2.91 مليار دولار، وارتفعت في قطر بنسبة 55% لتصل إلى 3.5 مليار دولار، في حين اقتصر معدل النمو على 6% فقط في عمان لتبلغ التدفقات الواردة إليها 1.68 مليار دولار في السنة نفسها، ويعود سبب ارتفاع قيمة الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى دول مجلس التعاون الخليجي، إلى تنامي الاستثمارات البنينة بتأثير زيادة العوائد البترولية، مع الارتفاع غير المسبوق لأسعار النفط الخام، وفتح قطاعات جديدة للاستثمار الأجنبي المباشر، وخصوصًا في قطاع الخدمات وقطاعي النفط والغاز، والتوسع في إطلاق المشاريع الصناعية والسياحية والعقارية الضخمة، ومشاريع البنية التحتية، ومواصلة برامج الخصخصة.

كما تصدرت السعودية قائمة الدول المضيفة للاستثمار الأجنبي الوارد سنة 2007 بحصة 78% من إجمالي الاستثمارات الواردة، حيث قفزت من 18.29 مليار دولار سنة 2006 إلى 24.31 مليار دولار سنة 2007، "وذلك بسبب زيادة الاستثمارات الموجهة للبتروكيمياويات، حيث تم الترخيص فيها لمشروعين لإنتاج البتروكيمياويات، وكذلك زيادة الاستثمار الموجه إلى القطاع العقاري"¹، تلتها الإمارات بما قيمته 14.18 مليار دولار.

كما ارتفعت التدفقات الواردة في سنة 2008 إلى كل من البحرين، السعودية، قطر، وانخفاضها في كل من الكويت، عمان، الإمارات. حيث احتلت السعودية الصدارة بما قيمته 38.22 مليار دولار، كذلك ارتفعت في قطر لتصل إلى حوالي 6.7 مليار دولار، أما البحرين فقد شهدت ارتفاعًا لتدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد إليها بنسب محدودة بلغت 2.2% لتصل إلى 1.79 مليار دولار مقابل

¹ مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2007، ص: 60.

1.75 مليار دولار سنة 2008. أما الكويت فقد انخفضت تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد إليها سنة 2008 لتصل إلى ما قيمته 56 مليون دولار مقارنة ب 123 مليون دولار سنة 2007. وواصلت تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد إلى دول الخليج مجتمعة ارتفاعها في سنة 2008، لتصل إلى ما قيمته 63.401 مليار دولار، يعود السبب في ارتفاعها إلى توفر الاستقرار السياسي وتوفر المناخ الاستثماري المناسب، مما أدى إلى زيادة الاستثمار الأجنبي في هذه الدول. أما في سنة 2009 تراجعت قيمة الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى كل من السعودية، والإمارات، والبحرين، وعمان، وفي المقابل ارتفعت التدفقات الواردة إلى كل من قطر والكويت، حيث تصدرت السعودية قائمة الدول المضيفة للاستثمار الأجنبي الوارد بقيمة 32.10 مليار دولار، وذلك رغم تراجعها بنسبة طفيفة بلغت 6.9% سنة 2009 مقارنة بسنة 2008، كما شهدت الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الإمارات انخفاضاً، ليصل حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد إليها ما قيمته 4 مليار دولار سنة 2009 مقارنة ب 13.7 مليار دولار سنة 2008، أي بانخفاض قدره 37.2%، وفي البحرين عرفت تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد إليها انخفاضاً بنسبة كبيرة بلغت 85.7% لتصل إلى 257 مليون دولار سنة 2009 مقابل 1.79 مليار دولار سنة 2008، كما انخفضت تدفقات دولة عمان من 2.92 مليار دولار سنة 2008 إلى 1.50 مليار دولار سنة 2009.

يمكن إيجاز أسباب تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد في أغلبية دول مجلس التعاون الخليجي إلى عدة أسباب نوضحها فيما يأتي:¹

-تباطؤ النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة، وتحقيقه معدلات نمو سالبة، والذي من شأنه أن يجعل أسواق الدول المتقدمة أقل قدرة على جذب استثمارات مباشرة جديدة أو تصديرها إلى الخارج، والذي يعتبر كأحد المصادر الأساسية لانخفاض تدفقات الاستثمار الأجنبي الوارد.

- تواصل اضطراب أسواق المال الدولية والعربية، بما يسهم في أجواء عدم اليقين التي تحيط بقرارات الاستثمار متوسط وطويل الأجل، ويؤدي إلى تراجع المزيد من المشاريع في المنطقة العربية، وخاصة في مجال البنية الأساسية والنفط والقطاع العقاري.

-تراجع حصيلة الصادرات في الدول العربية النفطية، بما قد يؤثر على التدفقات الاستثمارية العربية البينية، كأحد مكونات إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى المنطقة.

¹ مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وإنتمان الصادرات، 2008، ص: 85.

-تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه إلى قطاع الموارد الطبيعية في الدول العربية النفطية، وخاصة في قطاعات النفط والغاز والتعدين، بما قد يؤدي إلى تراجع المشاريع الاستثمارية، وخاصة المشاريع التي كان مخططاً لتنفيذها بغرض زيادة الانتاج النفطي، وتم تأجيلها نتيجة انخفاض الطلب العالمي على النفط وتراجع أسعاره العالمية.

إضافة إلى:

-مساهمة الانكماش الحاد في حجم الإئتمان المصرفي عالمياً في الحد من قدرة الشركات على الاستثمار في الخارج، والناجم عن الأزمة المالية العالمية.

-قيام الشركات الأم في الدول المتقدمة باسترداد عوائد استثماراتها المباشرة من فروعها أو الشركات التابعة لها العاملة في الدول الأخرى، بدلاً من إعادة استثمارها مرة أخرى، وذلك بسبب تدهور أرباح الشركات وضعف مراكزها المالية، كما قد تقوم الشركات الأم ببيع فروعها أو الشركات التابعة لها بغرض تدعيم مراكزها المالية، وتوفير المستوى المطلوب من السيولة.

-انخفاض أسعار النفط بسبب الاضطرابات التي مست أسواق المال العالمية، مما أدى إلى تقلص الفوائض المالية لدول المجلس، والذي يعتبر من العوامل الأكثر تأثيراً لامتداد الأزمة بصورة مباشرة إلى اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي.

-تقلص السيولة لدى القطاع المصرفي وشح السيولة في الأسواق العالمية، الأمر الذي بعدد من دول المجلس إلى التقليل من الاعتماد على التمويل الخارجي للمشاريع الكبرى.

-خروج التدفقات المالية الأجنبية والتي دخلت أسواق المال الخليجية لأغراض المضاربة، مما أدى إلى تراجع ثقة المستثمرين في الأوضاع الاقتصادية المحلية.

الفرع الثاني: تطور حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من دول مجلس التعاون الخليجي

عموماً تركزت تدفقات الاستثمار الأجنبي الصادر من دول مجلس التعاون الخليجي بشكل رئيسي في قطاعات النفط والغاز والصناعات المتصلة بهما، والسياحة والاتصالات والخدمات المالية، والصناعات الدوائية والبلاستيكية والمطاطية.

الجدول رقم 13: تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر من دول مجلس التعاون

الخليجي خلال الفترة 2005-2009

الوحدة: مليون دولار

2009	2008	2007	2006	2005	السنوات الدول
2.177	1.080	13.139	1.257	53	السعودية
2.722	15.800	14.568	10.892	3.749	الإمارات
3.214	2.400	5.260	127	352	قطر
1.791-	1.620	1.669	980	1.135	البحرين
109	329	243	275	234	عمان
8.581	8.521	10.156	8.240	5.142	الكويت
15.012	29.750	45.035	21.771	10.665	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2009، مؤشر ضمان جاذبية الاستثمار 2012-2013، صفحات مختلفة.

احتلت الإمارات المرتبة الأولى في قائمة الدول المصدرة للاستثمارات الأجنبية المباشرة سنة 2006، حيث بلغت التدفقات الصادرة منها ما قيمته 10.89 مليار دولار، تلتها الكويت بما قيمته 8.24 مليار دولار، ثم السعودية بما قيمته 1.257 مليار دولار، بالرغم من تراجع التدفقات الصادرة في كل من البحرين مقارنة بسنة 2005 لتصل إلى 980 مليون دولار، وقطر لتصل إلى 127 مليون دولار، وعمان لتصل إلى ما قيمته 275 مليون دولار في السنة نفسها.

كما شهدت سنة 2007 ارتفاعاً ملحوظاً في تدفقات الاستثمار الأجنبي الصادر من دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة ليصل إلى ما قيمته 45 مليار دولار مقارنة ب 21 مليار دولار سنة 2006، حيث احتلت الإمارات الصدارة بما قيمته 14.46 مليار دولار، تلتها السعودية بما قيمته 13.13 مليار دولار، وتليها الكويت بما قيمته 10.15 مليار دولار، ثم تأتي قطر بما قيمته 5.26 مليار دولار، في حين بلغت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادرة لدولة البحرين ما قيمته 1.66 مليار دولار، لتأتي دولة عمان بما قيمته 243 مليون دولار.

أما في سنة 2008 فقد ارتفعت التدفقات الصادرة إلى كل من عمان، الإمارات، في حين تراجعَت التدفقات في كل من السعودية، قطر، البحرين، الكويت، وقد احتلت الإمارات المرتبة الأولى كأكبر مصدر للاستثمارات الأجنبية المباشرة بتدفقات بلغت 15.80 مليار دولار وبنسبة 39.76% من الإجمالي العربي، تلتها الكويت في المرتبة الثانية بقيمة 8.52 مليار دولار وحصّة 21.4%، في حين شهدت السعودية أكثر حالات الانخفاض شدة في الاستثمارات الصادرة عنها لتتخفّف من 13.13 مليار دولار سنة 2007، إلى مليار واحد سنة 2008، وعن قطر من 5.26 مليار دولار إلى 2.40 مليار دولار، وهو ما يفسر انسحاب الشركات المستثمرة في هذه الدول، لتجنب مخاطر الاستثمار في الخارج، نتيجة للأزمة العالمية¹.

مما سبق نستطيع القول: إنّ الأزمة المالية العالمية أدت إلى انخفاض نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادرة من والواردة إلى دول مجلس التعاون الخليجي، وذلك بسبب تركيز المستثمرين على الاستثمار في بلدانهم الأصلية لتعويض خسائرهم، إضافة إلى لجوء الولايات المتحدة والدول الأوروبية إلى سحب أو تقليص جزء من استثماراتهم في دول مجلس التعاون الخليجي، مما نتج عنه غلق المؤسسات وتسريح العمال وتراجع معدلات النمو في هاته البلدان، مما سيؤثر بدوره على أسواق رأس المال في هاته الدول، بالآلية التي سيتم توضيحها لاحقاً.

المطلب الثاني: التجارة الخارجية في دول مجلس التعاون الخليجي

شهدت الدول النفطية مع نهاية تسعينات القرن الماضي طفرة نفطية كبيرة، استمرت بدون انقطاع، حيث سمحت هذه الزيادة في الإيرادات النفطية بتحقيق فترة رواج اقتصادي، وذلك من خلال انتعاش التجارة الخارجية.

الفرع الأول: صادرات دول مجلس التعاون الخليجي

استمر الأثر الإيجابي لأسعار النفط العالمية المرتفعة على النمو الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي خلال سنتي 2005 و 2006 كما هو موضح في الجدول الآتي:

¹ مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الصادرات وإئتمان الصادرات، 2009، ص: 67.

الجدول رقم 14: الصادرات الإجمالية لدول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2005-2009

الوحدة: مليون دولار

الصادرات الإجمالية					السنوات الدول
2009	2008	2007	2006	2005	
192.192	239.212	178.630	145.587	117.288	الإمارات
12.051	17.491	13.790	12.339	10.348	البحرين
189.701	313.461	233.174	211.023	180.571	السعودية
27.648	37.993	24.691	21.586	18.691	عمان
45.355	52.448	42.019	34.050	25.761	قطر
50.305	87.039	62.489	56.446	45.301	الكويت
517.252	747.644	554.793	481.031	397.960	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على بيانات التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، ص: 385.

لقد ارتفعت الصادرات في دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة من 397.960 مليار دولار سنة 2005 إلى ما قيمته 481.031 مليار دولار سنة 2006، وبذلك حققت دول مجلس التعاون الخليجي نموًا في الصادرات العربية، "فجاءت الكويت في المركز الأول، حيث نمت صادراتها بنسبة 55.8%، السعودية بنسبة 43.1%، عمان بنسبة 39%، البحرين بنسبة 32.9%، الإمارات ارتفعت بنسبة 26.9%، أما قطر فكانت نسبتها 19%¹.

واصلت صادرات دول مجلس التعاون الخليجي نموها في سنة 2007، وذلك بسبب ارتفاع قيمة الصادرات النفطية الناجم عن الزيادة المطردة في الأسعار العالمية للنفط، لتنمو صادرات قطر بنسبة 40.1%، ثم الإمارات بنسبة 24.3%، والبحرين بين 11.8% و 10%، في حين ارتفعت صادرات الكويت ب 9%²، كما ارتفعت صادرات دول المجلس سنة 2008 لتبلغ ما قيمته 747.644 مليار دولار، لتسجل عمان أعلى نسبة زيادة بلغت 52.8%، تليها الكويت بنسبة 39.2%.

نظرًا للانفتاح الكبير لدول مجلس التعاون الخليجي على العالم الخارجي، ونظرًا للتشابك الكبير بين اقتصاداتها والاقتصادات الأخرى، تأثرت هذه الدول بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، فتراجعت

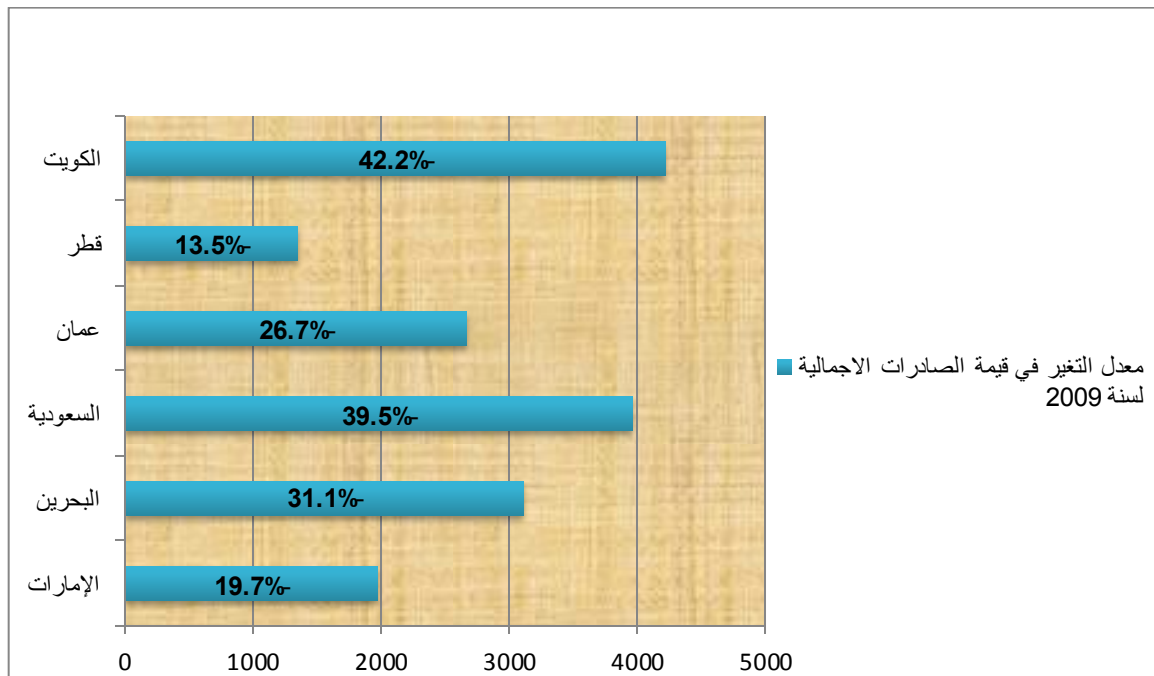
¹ التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص: 141.

² التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص: 143.

الفصل الرابع : دراسة تحليلية و قياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

معدلات نمو الاقتصاد العالمي في أعقاب هاته الأزمة، التي بدأت كأزمة مالية برزت بشكل واضح في أسواق المال، لتتحول بعدها إلى أزمة في الأسواق الحقيقية، فدول مجلس التعاون الخليجي تعتمد على انتاج وتصدير المحروقات، وصادراتها مرتبطة بحجم الطلب عليه وعلى أسعاره، فانخفض الطلب على النفط وانهارت أسعاره، ليبلغ سعر خام البرنت في جويلية 2008 ما قيمته 147 دولار للبرميل، لتصل أسعاره إلى 36 دولار للبرميل في مطلع سنة 2009، وبذلك انخفضت قيمة الصادرات الإجمالية لدول مجلس التعاون الخليجي لتبلغ 517.252 مليار دولار في سنة 2009 مقارنة ب 747.644 مليار دولار سنة 2008، والذي جاء كنتيجة لانخفاض صادرات كل دولة على حدى، كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل رقم 11: معدل التغير في قيمة الصادرات الاجمالية لسنة 2009



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010، ص: 385.

من الشكل رقم 11 يتضح لنا انخفاض الصادرات في كل دول مجلس التعاون الخليجي، لتشهد الكويت أكبر نسبة انخفاض بمعدل 42.2%، تليها السعودية بمعدل انخفاض 39.5%، ثم البحرين بمعدل انخفاض 31.1%، لتشهد كل من عمان والامارات وقطر نسبة انخفاض أقل مقارنة مع سابقتها لتصل إلى 26.7%، 19.7% و 13.5% على التوالي. وهو ما أثر على الناتج الداخلي الخام بالانخفاض، كما هو موضح في الجدول الآتي:

الجدول رقم 15: الناتج الداخلي الخام لدول مجلس التعاون الخليجي
في الفترة 2005-2009

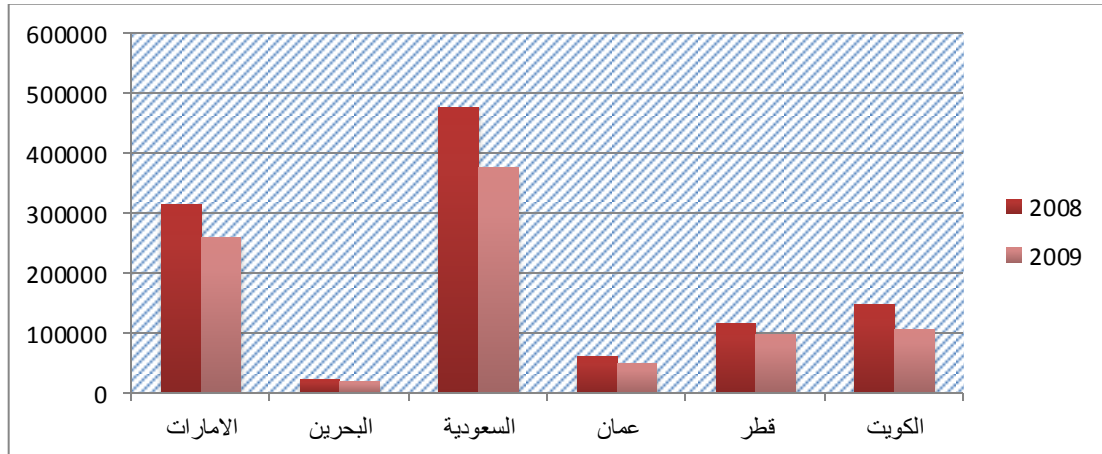
الوحدة: مليون دولار

السنوات	الدول	2005	2006	2007	2008	2009
الإمارات	180.617	222.106	257.916	314.451	259.733	
البحرين	13.459	15.851	18.471	22.151	19.621	
السعودية	315.337	356.155	384.686	476.305	376.692	
عمان	30.905	38.804	41.901	60.732	48.268	
قطر	44.530	60.882	79.712	115.269	97.798	
الكويت	80.799	101.574	114.565	147.541	105.993	
المجموع	665.647	795.372	897.251	1.136.449	908.105	

المصدر: نشرة الإحصائيات الاقتصادية للدول العربية، 2013، صفحات مختلفة.

يتضح من الجدول أعلاه أنّ انخفاض الناتج الداخلي الخام لدول مجلس التعاون الخليجي في سنة 2009 من 1.136.449 مليار دولار سنة 2008، إلى ما قيمته 908.105 مليار دولار سنة 2009، تأثراً بانخفاض الصادرات النفطية، وهو ماسينعكس بدوره على انخفاض النمو الاقتصادي في هاته الدول.

الشكل رقم 12: انخفاض الناتج الداخلي الخام لدول مجلس التعاون الخليجي
بين سنتي 2008 و 2009



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على معطيات الجدول 15.

مما سبق نستنتج تأثر دول مجلس التعاون الخليجي بالأزمة المالية العالمية نتيجة الروابط بينها وبين الدول الأخرى، فهناك من يعتبر هذه الأخيرة مستوردة وانتقلت إلى هذه الدول عبر قناة التجارة الخارجية، حيث إنّ الانخفاض في الطلب الخارجي على المواد الأولية التي تصدرها هذه الدول إلى الدول المصنعة، أدى إلى انخفاض الصادرات في دول مجلس التعاون الخليجي، بتأثير الركود الاقتصادي العالمي وانخفاض الانتاج الصناعي في الدول المصنعة¹، كل ذلك دفع بدول مجلس التعاون الخليجي إلى تخفيض حجم إنتاجها من هذه المواد، الأمر الذي سيؤثر سلبياً على مواردها النفطية، وهو ما يؤدي إلى تخفيض الإنفاق الحكومي - لاحتلال عائدات الصادرات البترولية الصدارة في مواردها المالية- الأمر الذي سينعكس تأثيره حتماً على أسواق رأس المال بهاته الدول، ولهذا نستطيع القول: إنّ قناة التجارة الخارجية تعتبر من أهم القنوات غير المباشرة لتدويل الخطر المالي.

الفرع الثاني: واردات دول مجلس التعاون الخليجي

ارتفعت الواردات في دول مجلس التعاون الخليجي بمعدلات عالية في سنة 2005، وذلك في ظل استمرار النمو الاقتصادي المرتفع الذي ترتب عنه زيادة الواردات لأغراض الاستثمار، ويعود ذلك بشكل مباشر إلى زيادة وتيرة النشاط الاقتصادي، والتي تتطلب زيادة المواد الأولية المستوردة.

¹ سليم مجلخ، مرجع سبق ذكره، ص: 230.

الجدول رقم 16: الواردات الإجمالية لدول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2005-2009
الوحدة: مليون دولار

الواردات الإجمالية					الدول
2009	2008	2007	2006	2005	
170.514	200.327	150.123	100.055	84.652	الإمارات
10.862	16.098	12.345	11.247	10.024	البحرين
95.567	115.134	90.156	69.707	59.462	السعودية
20.436	22.924	15.979	10.897	8.827	عمان
24.922	28.724	23.429	16.441	10.060	قطر
17.908	24.863	21.322	17.231	15.801	الكويت
340.209	408.070	313.354	255.578	188.826	المجموع

المصدر: نشرة الإحصائيات الاقتصادية للدول العربية، 2013، صفحات مختلفة.

نمت واردات الكويت بقيمة 38.5% في عام 2005، تلتها السعودية بنسبة 32.9%، وقطر بنسبة 31.1%، والبحرين بنسبة 22.5%¹.

وواصلت الواردات في دول مجلس التعاون الخليجي ارتفاعها في سنة 2006، وذلك بسبب النمو الاقتصادي، وزيادة الواردات لأغراض الاستثمار، وزيادة مدخلات الانتاج المستوردة، وتراجع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل معظم العملات الرئيسية الأخرى، فلقد سجلت قطر أعلى معدل نمو في الواردات بنسبة 22.7%، الإمارات بنسبة 17.3%، والسعودية بنسبة 17.2%، أما الكويت فلم تحقق نموًا يذكر².

شهدت واردات دول مجلس التعاون الخليجي ارتفاعًا في سنة 2007 بدرجات متفاوتة، حيث بلغت نسبة نمو الواردات في قطر نسبة 66% لتصبح قيمتها 23.42 مليار دولار سنة 2007، والكويت نسبة 47.9% لتبلغ ما قيمته 21.32 مليار دولار، أما الإمارات فبلغت نسبة نمو الواردات بها 40.6%، في حين بلغت في عمان ما دون 12%، ويرجع ذلك إلى الارتفاع الكبير في أسعار السلع الغذائية والتي تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي مستوردة لها، وارتفاع أسعار صرف العملات

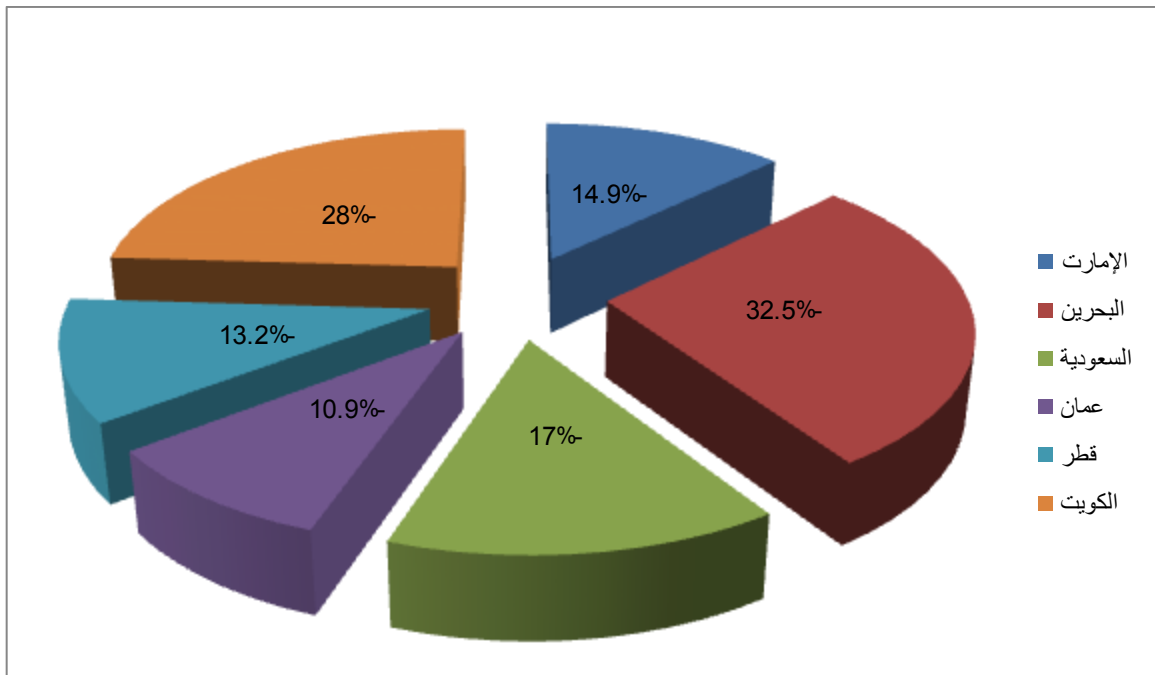
¹ التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2006، ص: 141.

² التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2007، ص: 151.

الفصل الرابع : دراسة تحليلية و قياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

الرئيسية مقابل الدولار والتي انعكست على أسعار كافة السلع المصنعة، كما كانت الزيادة في الواردات لتلبية احتياجات النشاط، ودعم النمو الحاصل في غالبية هذه الدول، إضافة إلى ارتفاع أسعار استيراد النفط الخام بالنسبة للدول المستوردة له، والذي سينعكس على أسعار السلع المصنعة، وواصلت واردات دول مجلس التعاون مجتمعة ارتفاعها في سنة 2008 لتبلغ ما قيمته 408.070 مليار دولار. إلا أنّ واردات دول مجلس التعاون الخليجي تأثرت بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ولكن بنسب أقل من نسب تراجع الصادرات.

الشكل رقم 13: معدل التغير في قيمة الواردات الإجمالية لسنة 2009



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على بيانات التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010، ص: 385.

سجلت البحرين من جراء ذلك أعلى نسبة تراجع في الواردات بلغت 32.5%، تليها الكويت بنسبة انخفاض تقدر ب 28%، تليها السعودية بنسبة 17%، ثم الإمارات بنسبة انخفاض 14.9%، ثم قطر بنسبة 13.2%، وأخيراً عمان بنسبة انخفاض تقدر ب 10.9%، ويرجع السبب في انخفاض قيمة الواردات في هاته الدول إلى تباطؤ النمو الاقتصادي من جهة -الناتج عن انخفاض الصادرات كما أشير إلى ذلك سابقاً- وشح السيولة في المصارف من جهة أخرى، الأمر الذي دفع إلى تضائل الموارد المالية المتاحة لتمويل الواردات، وبالتالي انخفاض قيمتها.

مما سبق نستطيع القول: إنّ الانفتاح التجاري من أهم قنوات امتداد الأزمة إلى دول مجلس التعاون الخليجي، فبعد الطفرة التي عرفتها هذه الدول والناجمة بالدرجة الأولى عن ارتفاع العوائد النفطية وزيادة التدفقات الرأسمالية، وارتفاع نسبة القروض المصرفية المقدمة للقطاع الخاص، والنمو الاقتصادي الكبير في هاته الدول، لتأتي بعدها الأزمة المالية العالمية سنة 2008 لتؤثر على اقتصاديات هذه الدول تأثيراً سلبياً، وتؤدي إلى ركود اقتصادي بسبب التراجع الكبير في أسعار النفط العالمية، مما أدى بدوره إلى انخفاض الفوائض المالية لهذه الدول، وبالتالي انخفاض السيولة في القطاع المصرفي، مما أثر بدوره على أسعار الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، فانخفض حجم التداول، وانخفضت القيمة السوقية في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي.

المطلب الثالث: تطور مؤشرات أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة

2009-2005

لقد حققت أسواق رأس المال الخليجية منذ تأسيسها تطوراً ملحوظاً من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المدرجة، وتزايد حجم التداول، وفي النقاط التالية توضيح لأهم البيانات والمؤشرات التي تبين أداء أسواق رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي في الفترة 2009-2005.

الفرع الأول: تطور حجم التداول في أسواق رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي

إنّ الازدهار في أسواق رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي قد بدأ في عام 2003، وتعاضم في بداية عام 2005، واستمر حتى نهاية العام، لقد كان الازدهار مدفوعاً بالعوامل الآتية:

-ارتفاع عائدات النفط بفعل ارتفاع الأسعار العالمية للنفط الخام، حيث وفر لهذه الدول فائضاً كبيراً في السيولة، الأمر الذي مكنها من توجيه جزء من ذلك الفائض إلى الاستثمار في أسواق رأس المال، مما دفع بدول مجلس التعاون الخليجي إلى بذل جهود كبيرة لاستقطاب المدخرات، وتشجيع الاستثمار الخاص المحلي والأجنبي، بهدف تنويع القاعدة الاقتصادية لهذه الدول.

-التوقعات المبالغ فيها للنمو في أرباح الشركات، بعد الأرباح الضخمة التي تم إعلانها في بداية 2005.

-الطلب الكبير على إصدارات الطرح العام الأولية، وخصوصاً للشركات الحكومية التي تمت خصصتها.

-التوسع الكبير في الإئتمان المصرفي الموجه للقطاع الخاص، والذي سيوجه لشراء الأسهم.

جدول رقم 17: حجم التداول في دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2005-2009

الوحدة: مليون دولار

حجم التداول					أسواق رأس المال
2009	2008	2007	2006	2005	
337.041	523.129	682.287	1.402.942	1.103.582,8	السعودية
103.772	133.650	130.896	59.600	97.289,6	الكويت
47.239	83.096	103.297	94.735,5	110.304,3	دبي
18.766	63.114	47.746	19.222,6	28.505,8	أبي ظبي
25.317	48.220	29.927	20.484,9	28.252,3	الدوحة
0.473	2.088	1.069	1.386,9	711,1	البحرين
5.905	8.686	5.211	2.214,4	3.320,4	مسقط
583.513	861.983	1.000.433	1.600.586,3	1.343.463,5	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2006، 2007، 2009 صفحات مختلفة.

ارتفع حجم التداول في جل دول مجلس التعاون الخليجي، خاصةً السوق السعودي حيث شهد حجم التداول أو ما يعبر عنه بقيمة الأسهم المتداولة قيمة 1.103.582 مليار دولار سنة 2005 ، كذلك الأمر بالنسبة لسوق دبي المالي حيث بلغ حجم التداول 110.304 مليار دولار، كما بلغ حجم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية ما قيمة 97.289 مليار دولار، ثم سوق أبي ظبي بما قيمته 28.505 مليار دولار.

كما ارتفع حجم التداول لدول مجلس التعاون الخليجي مجتمعاً في سنة 2006 ليصل إلى حوالي 1.600.586 مليار دولار، بزيادة قدرها 257.123 مليار دولار مقارنة بسنة 2005، أما في سنة 2007 فقد انخفض حجم التداول ليصل إلى حوالي 1.000.433 مليار دولار مقارنة ب1.600.586,3 مليار دولار سنة 2006، ويعود السبب الأساسي في ذلك، إلى انخفاض حجم التداول في سوق الأسهم السعودي ليصل إلى 682.287 مليار دولار أي بانخفاض قدره 720.655 مليار دولار، والذي يعتبر كبداية لبوادر الأزمة المالية العالمية.

الفصل الرابع : دراسة تحليلية و قياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

واصل حجم التداول في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعةً انخفاضه عام 2008-حسب ما هو موضح في الجدول رقم 17، ليصل إلى 861.983 مليار دولار، ويعزى ذلك إلى انخفاض حجم التداول في كل من سوق الأسهم السعودي وسوق دبي، رغم ارتفاعه في بقية أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، فبلغ في سوق الأسهم السعودي ما قيمته 523.129 مليار دولار سنة 2008 مقارنة ب 682.287 مليار دولار سنة 2007، وسوق دبي ليصل إلى 83.096 مليار دولار مقارنة بما قيمته 103.297 مليار دولار في سنة 2007، وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت أثارها إلى دول العالم العربي عمومًا، ودول مجلس التعاون الخليجي بصفة خاصة.

ويظهر ذلك جليًا في انخفاض مؤشرات أسواق رأس المال في هاته الدول، كما هو موضح في الجدول أدناه:

جدول رقم 18: مؤشرات أسواق رأس المال الخليجية للفترة 2007-2009

السنوات	2007	2008	2009
سوق أبي ظبي المالي	129.07	50.26	57.75
سوق عمان للأوراق المالية	482.58	340.25	306.05
سوق البحرين للأوراق المالية	260.43	155.32	128.35
سوق الدوحة المالي	182.57	144.02	140.12
سوق دبي المالي	164.79	59.92	33.09
سوق الأسهم المالية الكويتي	302.69	143.45	125.55
سوق مسقط للأوراق المالية	424.25	163.65	176.92
سوق الأسهم السعودي	330.29	113.17	145.42

المصدر: صندوق النقد الدولي، الإحصائيات والبيانات العالمية، مارس، 2010، صفحات مختلفة.

من الجدول أعلاه يتضح انخفاض مؤشرات أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي بشكل كبير، بين سنتي 2007 و2008، رغم ما حققته دول مجلس التعاون الخليجي من فوائض مالية في السنوات السابقة للأزمة، وأصبحت تمتلك بذلك صناديق ثروات سيادية تستثمر في الخارج خصوصًا في الولايات المتحدة وأوروبا، والتي من المؤكد أن تكون لها استثمارات في بعض المؤسسات

الفصل الرابع : دراسة تحليلية و قياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

المالية المتعثرة، وهذا ما جعل هذه الروابط تؤثر بشكل أو بآخر على أسواق رأس المال في هذه الدول، سواءً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، حيث إنَّ تخوف المستثمرين سواءً المقيمين أو غير المقيمين وذعرهم، دفع إلى التخلي عن أوراقهم المالية ببيعها، وبالتالي زيادة عرضها، مما أدى في الأخير إلى انهيار حاد في أسعار الأوراق المالية.

رغم اتخاذ دول المجلس الكثير من الإصلاحات التنظيمية والقانونية، ووضع العديد من الضوابط والإجراءات والتشريعات لمواجهة آثار الأزمة العالمية على أداء أسواقها، ورغم مواصلة عملها على تطوير الأطر الرقابية والتنظيمية والتشريعية، والتي تهدف من ورائها إلى تحسين أداء أسواق رأس المال بها من جهة، وتحسين مستوى الإفصاح والشفافية من جهة أخرى، إلا أنَّ الانخفاض في حجم التداول لأسواق رأس المال فيها دام إلى غاية سنة 2009، حيث انخفض حجم التداول في دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة ليصل إلى 583.513 مليار دولار، ويعتبر السوق السعودي أكثر الأسواق تأثرًا حيث انخفض بما قيمته 186.088 مليار دولار سنة 2009.

الجدول رقم 19: تراجع معدلات نمو حجم السيولة المحلية في دول مجلس التعاون الخليجي

بين سنتي 2007-2008

الوحدة: نقطة مئوية

التغير (نقطة مئوية)	السنوات		الدول
	2008	2007	
22.5-	19.20	41.68	الإمارات
22.4-	18.40	40.83	البحرين
1.9-	17.65	19.55	السعودية
14.1-	23.06	37.18	عمان
12.9-	19.78	32.68	قطر
3.3-	15.77	19.09	الكويت

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد، التطورات المصرفية وأسواق رأس المال، 2009، ص: 121.

من الجدول أعلاه نلاحظ تغير حجم السيولة المحلية في كل دول مجلس التعاون الخليجي بمعدلات سالبة، وكانت الإمارات العربية المتحدة أكبر هاته الدول انخفاضًا في حجم سيولتها، وذلك راجع إلى انخفاض العوائد البترولية، ونقص الإئتمان الموجه للقطاع الخاص، وعزوف البنوك العاملة في هاته

الفصل الرابع : دراسة تحليلية و قياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

الدول على المخاطرة والتفريط في الموارد المالية المتاحة، إضافةً إلى خروج التدفقات الأجنبية التي دخلت أسواق رأس المال الخليجية لغرض المضاربة، بسبب تراجع ثقة المستثمرين في الأوضاع المحلية.

الفرع الثاني: تطور القيمة السوقية في أسواق رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي
عرفت دول مجلس التعاون الخليجي في سنة 2005 ارتفاعاً واضحاً في القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيها.

جدول رقم 20: القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال في دول مجلس
التعاون الخليجي للفترة 2005 - 2009

الوحدة: مليون دولار

القيمة السوقية					أسواق رأس المال
2009	2008	2007	2006	2005	
318.75	246.337	518.984	326.852	646.121	السعودية
93.824	70.181	135.362	105.950	123.893	الكويت
58.095	63.099	138.179	86.895	111.993	دبي
80.201	68.810	121.128	80.745	132.413	أبوظبي
87.930	76.627	95.505	60.905	87.143	الدوحة
16.263	19.947	27.016	21.122	17.364	البحرين
23.616	15.139	23.086	13.033	12.062	مسقط
678.679	560.140	1.059.260	695.502	1.130.989	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ
الاستثمار في الدول العربية 2006، 2007، 2009 صفحات مختلفة.

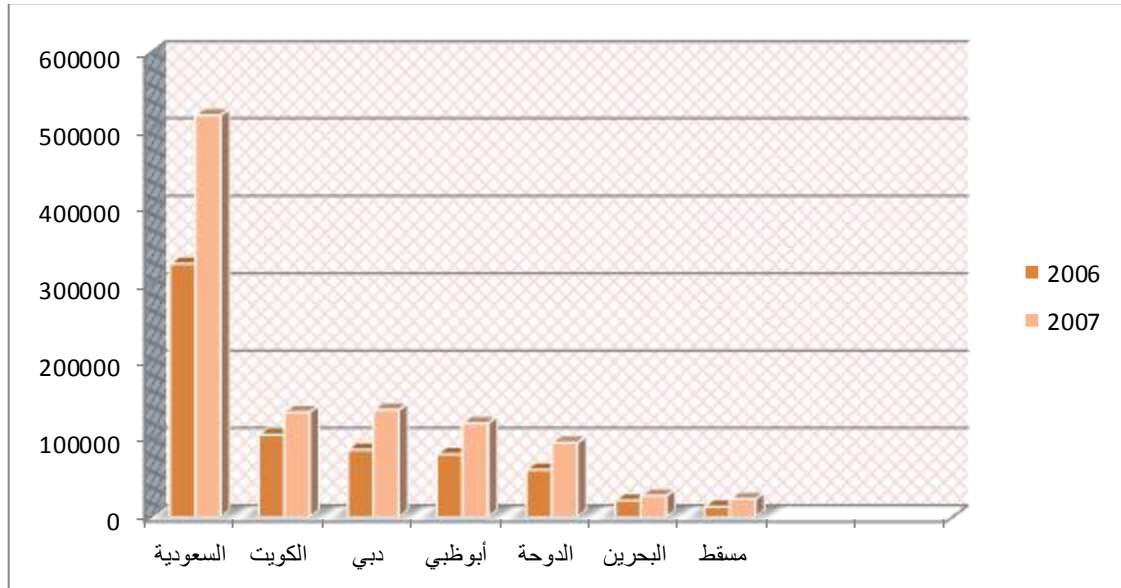
احتلت السعودية في سنة 2005 المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية حيث بلغت 646.121 مليار دولار، وذلك بسبب الإجراءات التي انتهجتها السعودية في هذا العام، والتي كانت تهدف إلى تحقيق مبدأ الشفافية، حيث تم إصدار 5 لوائح تنفيذية لتفعيل نظام السوق المالي، فيما يتعلق بتنظيم

الفصل الرابع : دراسة تحليلية و قياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

عمليات طرح الأوراق المالية، وقواعد تسجيلها، وإدراجها، وضبط سلوكيات السوق¹، تلاه سوق أبي ظبي بقيمة تقدر ب 132.413 مليار دولار، وذلك راجع إلى اعتماد هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات قوانين وإجراءات تسمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتأسيس وامتلاك مكاتب الوساطة المالية، كما قامت بتمديد فترة التداول من العاشرة صباحًا إلى الواحدة ظهرًا²، إضافةً إلى قيامها بتخفيض عمولة تداول الأوراق المالية.

أما في سنة 2006 فقد شهدت القيمة السوقية لدول مجلس التعاون الخليجي انخفاضًا، حيث بلغت القيمة السوقية الإجمالية في هذه السنة 695.502 مليار دولار، مقارنة ب 1.130.989 مليار دولار في سنة 2005، وهذا ما يعتبر كمؤشر لبداية أزمة مالية عالمية سنة 2008، أما في سنة 2007 فقد ارتفعت القيمة السوقية لدول مجلس التعاون الخليجي مجتمعًا لتصل إلى 1.059.260 مليار دولار في نهاية السنة، حيث حافظ سوق الأسهم السعودي على المرتبة الأولى بقيمة سوقية مقدارها 518.984 مليار دولار، تلاه سوق دبي بقيمة 138.179 مليار دولار، ثم سوق الكويت للأوراق المالية بقيمة 135.362 مليار دولار.

الشكل رقم 14: القيمة السوقية لدول مجلس التعاون الخليجي عامي 2006 و 2007



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 21.

أما في سنة 2008 فقد شهدت كافة أسواق دول مجلس التعاون الخليجي انخفاضًا حادًا في القيمة السوقية متأثرًا بالأزمة المالية العالمية، حيث خسر السوق السعودي ما قيمته 272.647 مليار دولار،

¹ مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2005، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، ص:30.

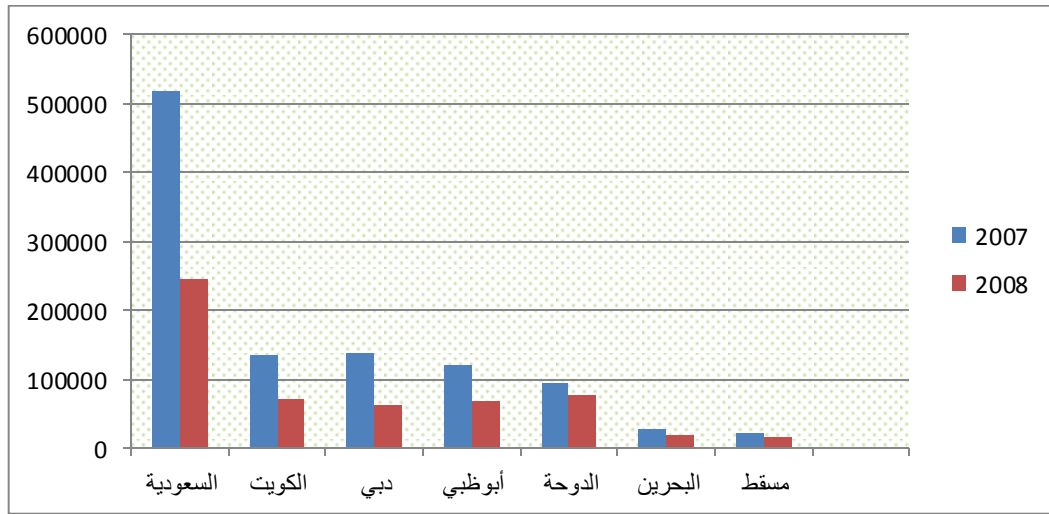
² المرجع نفسه، ص: 30.

الفصل الرابع : دراسة تحليلية و قياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

ورغم ذلك الانخفاض حافظت السعودية على المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية بقيمة تقدر ب 246.337 مليار دولار، يليها سوق دبي المالي بقيمة 75.080 مليار دولار، ثم سوق أبي ظبي بانخفاض قيمته 52.318 مليار دولار، في حين عرف سوق البحرين انخفاضاً أقل مقارنة ببقية دول مجلس التعاون الخليجي بانخفاض قدره 7.069 مليار دولار.

الشكل رقم 15 : الخسائر في القيمة السوقية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي

في سنة 2008



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 20.

رغم الإجراءات المتخذة من قبل دول مجلس التعاون الخليجي للتصدي لتداعيات الأزمة، إلا أنّ الانخفاض في بعض الأسواق دام إلى غاية سنة 2009، من بينها سوق دبي المالي لتصل القيمة السوقية به إلى 58.095 مليار دولار مقارنة ب 63.099 مليار دولار في سنة 2008، كما انخفضت القيمة السوقية في سوق البحرين للأوراق المالية إلى ما يقارب 16.263 مليار دولار، إلا أنّ إجمالي القيمة السوقية لدول مجلس التعاون الخليجي ارتفعت إلى ما قيمته 678.679 مليار دولار سنة 2009 إذا ما قورنت بإجمالي القيمة السوقية لسنة 2008 والتي بلغت 560.140 مليار دولار، ويرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية بسوق الأسهم السعودي بنسبة 29.4%، حيث وصلت قيمتها إلى ما يقارب 318.75 مليار دولار.

الفرع الثالث: عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال لدول مجلس التعاون الخليجي
إنّ التطور في عدد الشركات المدرجة في أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي كان مشجعاً نسبياً خلال الفترة 2005 إلى 2008، رغم انخفاض القيمة السوقية للأسهم الإجمالية فيها من 1.130.989 مليار دولار في نهاية عام 2005 إلى 560.140 مليار دولار في نهاية عام 2008.

جدول رقم 21: عدد الشركات المدرجة في دول مجلس التعاون الخليجي

للفترة 2009-2005

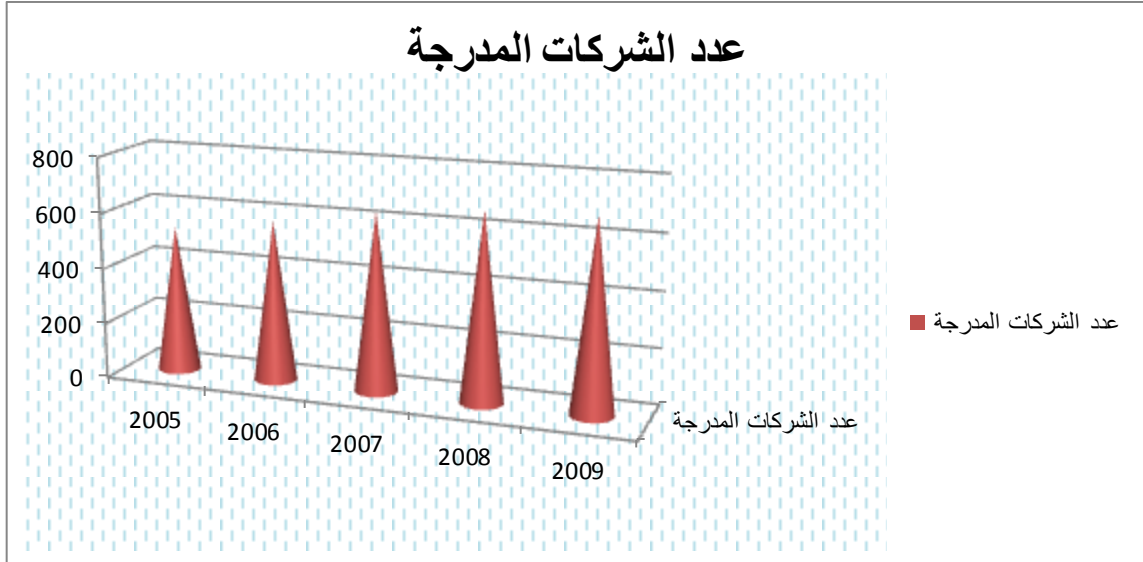
عدد الشركات المدرجة					أسواق رأس المال
2009	2008	2007	2006	2005	
135	126	111	86	77	السعودية
205	204	196	180	156	الكويت
67	65	55	46	30	دبي
67	65	64	60	59	أبوظبي
44	43	40	36	32	الدوحة
49	51	51	50	47	البحرين
120	122	125	121	125	مسقط
687	676	642	579	526	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2006، 2007، 2009 صفحات مختلفة.

ارتفع عدد الشركات المدرجة في دول مجلس التعاون الخليجي في سنة 2006 ب 53 شركة مقارنةً بسنة 2005، وذلك راجع إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت إلى 180 شركة مقارنة ب 156 شركة في سنة 2005، وشهد سوق دبي المالي ارتفاعاً عدد الشركات بإدراج 16 شركة جديدة في السوق ليصبح عدد الشركات المدرجة 46 شركة، كما شهدت بقية أسواق دول مجلس التعاون الخليجي ارتفاعاً في عدد الشركات المدرجة، وواصل عدد الشركات المدرجة ارتفاعه حيث بلغ

في سنة 2007 ليصل إلى 642 شركة، ثم 676 شركة في سنة 2008، ليلبغ ما قيمته 687 شركة في سنة 2009.

الشكل رقم 16: عدد الشركات المدرجة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي
في الفترة 2005-2009



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم 21.

قد يكون الأهم من قياس الأحجام عند نهاية فترة ما، هو قياس اتجاه التطور في هذه الأحجام، وتحليل أسباب ذلك الاتجاه، حيث من المنطقي أن يرتفع حجم التداول وترتفع القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، بارتفاع عدد الشركات المدرجة، إلا أنه في سنة 2008 حدث العكس، حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة ب 34 شركة عن سنة 2007، و 150 شركة عن سنة 2005 -أي خلال أربع سنوات- وفي الوقت نفسه فقدت أسواق رأس المال لدول المجلس 47% من قيمتها في هذا العام ، حيث أنّ سبب الانخفاض في كل من حجم التداول والقيمة السوقية يعود إلى تأثير أسواق رأس المال في دول المجلس بالأزمة المالية العالمية التي تعرضت لها الولايات المتحدة الأمريكية، وكان لها تأثير في أسواق رأس المال في دول المجلس، بسبب الارتباط الوثيق بين اقتصاديات دول المجلس والولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

وكخلاصة لكل ما سبق نستطيع القول: إنه وبالرغم من الاستقرار الذي حققته أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي في السنوات التي سبقت الأزمة، وتحقيقها للمزيد من الأرباح، إلا أنها كانت أول الأسواق المتضررة بالأزمة. وهو ما يثبت تدويل الخطر المالي لهذه الأسواق، فهي أزمة مستوردة انتقلت إليها من خلال قناة التجارة الخارجية، حيث انخفضت الاستثمارات الأجنبية المباشرة و

الفصل الرابع : دراسة تحليلية وقياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

تدفقات رؤوس الأموال، كما أنّ انخفاض الطلب الخارجي على المواد الأولية التي تصدرها هاته الدول للدول المصنعة، بفعل الركود الاقتصادي العالمي وانخفاض الانتاج الصناعي في الدول الصناعية، أدى إلى انخفاض أسعار المواد المصدرة، بشكل حاد، وبالتالي انخفاض العوائد البترولية، ومنه انخفاض الفوائض المالية، وهو ما يؤدي في الأخير إلى انخفاض الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

المبحث الثاني: منهجية السلاسل الزمنية المقطعية

من خلال هذا المبحث سنقوم بتسليط الضوء على أهم العناصر المتعلقة بمنهجية الاقتصاد القياسي المتبع في التحليل، والتي تشتمل نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو "بيانات البائل" المستخدمة في التقدير، وكذلك الاختبارات المتبعة في المفاضلة بين نماذج الدراسة، بهدف الوصول إلى النموذج المناسب.

المطلب الأول: تعريف وأهمية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

للوصول إلى نتائج كمية دقيقة، سنعتمد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، في تقدير نموذج الدراسة، بدءاً بتعريفها وأهميتها.

الفرع الأول: تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية "بيانات البائل"

إذا كانت البيانات المقطعية تصف سلوك عدد من الأفراد -سواءً كانت شركات أو دول أو غيرها- خلال فترة زمنية واحدة، وكانت بيانات السلاسل الزمنية تصف سلوك عنصر واحد خلال فترة زمنية معينة، فإنّ بيانات السلاسل الزمنية المقطعية "بيانات البائل" تدرس سلوك عدد من المفردات خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي فهي تدمج بين خصائص البيانات المقطعية وبيانات السلاسل الزمنية. وجدير بالذكر أنّه في حالة تساوي الفترة الزمنية لجميع المفردات في العينة يطلق عليه "البائل المتوازن"، أمّا في حالة اختلاف الفترة الزمنية من مفردة إلى أخرى فيكون "البائل غير متوازن"، وهو ما سيُعتمد عليه في الدراسة الحالية.

الفرع الثاني: أهمية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (نماذج البائل)

تكتسب نماذج البائل أهميتها من كونها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن أو تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية، على حد سواء، ويتفوق تحليل البائل على تحليل البيانات الزمنية أو البيانات المقطعية منفردة بالعديد من الإيجابيات يمكن إجمالها فيما يأتي:¹

-التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات الزمنية أو المقطعية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.

-تتضمن بيانات البائل محتوى معلوماتي أكثر من تلك التي في البيانات المقطعية أو الزمنية، ممّا يعني الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى. كما أنّ مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل

¹ أحمد مصطفى البطران، العلاقة بين اللامساواة في توزيع الدخل والنمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الأزهر بغزة، فلسطين، 2013، ص ص: 99-100.

حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر تتميز بيانات البائل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكفاءة أفضل.

-تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تؤدي عادة إلى تقديرات متحيزة في الانحدارات المنفردة.

-كذلك تأخذ في الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ والخاص بمفردات العينة، سواءً المقطعية أو الزمنية.

المطلب الثاني: النماذج الأساسية لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية

تأتي نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية في ثلاثة أشكال رئيسية هي:

✓ نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model PRM.

✓ نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model FEM.

✓ نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model REM.

ليكن لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسة في T من الفترات الزمنية، فإن نموذج البيانات

المقطعية يعرّف بالصيغة التالية:¹

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + \varepsilon_{it}, \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad \dots(1)$$

حيث أنّ Y_{it} تمثل قيمة المتغير التابع في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t، $\beta_{0(i)}$ تمثل قيمة

نقطة التقاطع في المشاهدة i، β_j تمثل قيمة ميل الانحدار، $X_j(it)$ قيمة المتغير المستقل j في

المشاهدة i عند الفترة الزمنية t وأنّ ε_{it} يمثل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t.

الفرع الأول: نموذج الانحدار التجميعي

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج السلاسل الزمنية المقطعية حيث تكون فيه جميع المعاملات

$\beta_{0(i)}$ و β_j ثابتة لجميع الفترات الزمنية (فهو يهمل أي تأثير للزمن)².

بإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي وبالصيغة الآتية:³

¹ رتيعة محمد، استخدام نماذج بيانات البائل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 2، 2014، ص: 154.

² زكريا يحي جمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012، ص: 270.

³ رتيعة محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots (2)$$

$$\text{VAR}(\varepsilon_{it}) = \delta_\varepsilon^2 = \quad \text{و} \quad E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad \text{حيث:}$$

تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات نموذج الانحدار التجميعي. بعد أن ترتب القيم الخاصة بالمتغير التابع والتغيرات المستقلة، بدءًا من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا، وبحجم مشاهدات مقداره (N * T).

الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى، من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى، مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، وعليه فإنّ نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة التالية:¹

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad , i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots (3)$$

$$\text{VAR}(\varepsilon_{it}) = \delta_\varepsilon^2 \quad \text{و} \quad E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad \text{حيث:}$$

ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأنّ المعلمة β_0 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن، وإنّما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية.

لغرض تقدير معاملات النموذج في المعادلة (3) والسماح لمعلمة القطع β_0 بالتغير بين المجاميع المقطعية عادةً ما تستخدم متغيرات وهمية (N-1) لكي نتجنب حالة التعددية الخطية التامة، ثم نستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية، ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variable) ².

بعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة (3) يصبح النموذج على الشكل التالي:³

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad \dots (4)$$

$$i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

حيث يمثل المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_0 .

¹ زكريا يحي جمال، مرجع سبق ذكره، ص: 271.

² رتيعة محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

³ المرجع نفسه، ص : 156.

ويمكن كتابة النموذج بالمعادلة (4) بعد حذف α_1 بالشكل التالي:

$$Y_{it} = \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(5)$$

$$i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

الفرع الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ ε_{it} ذا توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر، وتباين مساو إلى δ_ε^2 ، ولكي تكون معاملات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفترض بأن تباين الخطأ ثابت (متجانس)، لجميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة¹.
 "في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي:

$$\beta_{0(i)} = \mu + V_i, \quad i=1,2,\dots,N \quad \dots\dots\dots(6)$$

وبتعويض المعادلة (6) في المعادلة (3) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل التالي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + V_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(7)$$

$$i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

حيث إن V_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i .

يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحياناً نموذج مكونات الخطأ، بسبب أن النموذج في المعادلة

$$(7) \text{ يحتوي على مركبين للخطأ هما } V_i \text{ و } \varepsilon_{it} \text{ " } ^2$$

يمتلك نموذج التأثيرات العشوائية خواصاً رياضية منها أن:³

$$VAR(V_i) = \delta_V^2, \quad E(V_i) = 0, \quad VAR(\varepsilon_{it}) = \delta_\varepsilon^2 \quad \text{و} \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

ليكن لدينا حد الخطأ المركب الآتي:

$$W_{it} = V_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(8)$$

حيث أن:

$$E(W_{it}) = 0 \quad \dots\dots\dots(9)$$

¹ رتيعة محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

² المرجع نفسه، ص: 156.

³ زكريا يحي جمال، مرجع سبق ذكره، ص: 273.

$$\text{VAR}(W_{it}) = \delta_V^2 + \delta_\varepsilon^2 \dots\dots(10)$$

تفشل طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية، كونها تعطي مقدرات غير كفاءة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة، مما يؤثر في اختيار المعلمات، كون أن التباين المشترك بين W_{it} و W_{is} لا يساوي الصفر أي:

$$\text{COV}(W_{it}, W_{is}) = \delta_V^2 \neq 0, t \neq s \dots\dots(11)$$

لغرض تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية بشكل صحيح عادةً ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة ((Generalized Least Squares (GLS)).

المطلب الثالث: أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية

كما وضحنا سابقاً وجود ثلاثة نماذج رئيسية في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، لذلك سوف نوضح أساليب المفاضلة بين النماذج الثلاثة، والتي على أساسها نقوم باختيار النموذج المناسب. لذلك سنقوم بتوضيح أسلوبين:

-الأول: أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.

-الثاني: أسلوب المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

الفرع الأول: أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

وبغرض الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة يستخدم اختبار F المقيد

بالصيغة الآتية:¹

$$F(N-1, NT-N-K) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PM}^2)/(N-1)}{(1-R_{FEM}^2)/(NT-N-K)} \dots\dots(12)$$

حيث إن K هي عدد المعلمات المقدرة، وأن R_{FEM} يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج

التأثيرات الثابتة و R_{PM} يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي.

يتم الحكم على نتيجة الاختبار من خلال القيمة الاحتمالية للاختبار، فإذا كانت قيمة P-Value

أقل من أو تساوي 0.05 عندئذ فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة، وإذا

كانت أكبر من 0,05 يكون النموذج التجميعي هو الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة.

¹ زكريا يحي جمال، مرجع سبق ذكره، ص: 274.

كما يتم الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية، باستخدام اختبار مضاعف لاغرونج (LM) المقترح من جانب Breusch and Pagan سنة 1980، والمعبر عنه بالعلاقة التالية:¹

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}} - 1 \right]^2 \dots\dots(13)$$

فإذا كانت قيمة (P-Value) الإحصائية لاختبار LM تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فهذا يعني إما نموذج التأثيرات العشوائية أو نموذج التأثيرات الثابتة سوف يكون أفضل من نموذج الانحدار التجميعي، بينما إذا كانت هذه القيمة تشير إلى عدم وجود معنوية إحصائية للاختبار نفسه، فهذا يُفسر بأن نموذج الانحدار التجميعي سيكون أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

الفرع الثاني: أسلوب المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

في حالة معنوية نموذج الآثار الثابتة بوصفه نموذجًا ملائمًا، نقوم بالاختيار بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية، لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة من خلال استخدام اختبار Hausman test المقترح عام 1978، والمستخدم لاختبار الفرضية الصفرية، التي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات العشوائية، مقابل الفرضية البديلة والتي تفترض ملائمة نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات الدراسة، وبالتالي تكون فرضيات اختبار Hausman كما يأتي:

Ho: نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

وتكون صيغة الاختبار كالتالي:²

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' [VAR(\hat{\beta}_{FEM}) - VAR(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) \rightarrow X_K^2 \dots\dots(14)$$

حيث إنَّ $VAR(\hat{\beta}_{FEM})$ هو متجه التباين لمعاملات نموذج التأثيرات الثابتة.

¹ مجدي الشوربجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، الملتقى الدولي حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، جامعة الشلف، 1-14 ديسمبر 2011، ص:19.

² زكريا يحي جمال، مرجع سبق ذكره، ص: 275.

$VAR(\hat{\beta}_{REM})$ هو متجه التباين لمعاملات نموذج التأثيرات العشوائية.

حيث إنّ هذه الاحصائية تتبع توزيع مربع كاي وبدرجة حرية مقدارها K .

يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم إذا كانت القيمة الإحصائية أكبر من قيمة مربع

كاي، وعلى العكس سوف يكون النموذج الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج التأثيرات العشوائية.

كما يمكن المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية بالنظر إلى القيمة

الاحتمالية للاختبار، فإذا كانت أكبر من 0.05 فإنّ نموذج التأثيرات العشوائية يكون هو الأكثر

ملائمة لذا ينبغي اختياره، واستخدامه في التحليل، وإذا كانت الاحتمالية أقل من أو تساوي 0.05 فإنّ

نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الملائم لبيانات الدراسة.

المبحث الثالث: التقدير القياسي لمعرفة تأثير قنوات تدويل الخطر المالي على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

أثبتت الدراسات النظرية والتجريبية، العلاقة الموجودة بين الانفتاح التجاري والمالي وتدفقات رؤوس الأموال من جهة، وأسواق رأس المال من جهة أخرى، كما وضحت المتغيرات المفسرة لها، لذا سيُخصص هذا المبحث لتطبيق هذه المفاهيم باستخدام نماذج البائل، من أجل توضيح وتبيان تأثير مختلف العناصر المسببة لتدويل الخطر المالي، على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

وللوصول إلى ذلك سنقوم بإسقاط التقنية المستخدمة في الدراسة على بيانات الدراسة، وذلك بتقدير مختلف النماذج وتقييمها إحصائياً وقياسياً واقتصادياً، وكذا إجراء أهم الاختبارات اللازمة للمفاضلة بين النماذج المقدر، ثم نقوم بعرض النموذج المناسب للدراسة، ومناقشة النتائج.

المطلب الأول: منهجية الدراسة

تتمثل منهجية الدراسة في الإجراءات المتبعة، والأدوات الكمية، والبرامج المعلوماتية، التي استخدمت في مختلف مراحل الدراسة، بغرض معرفة أثر تدويل الخطر المالي على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، ومحاولة تحليل نتائج الدراسة، والإجابة على الاشكاليات الفرعية للدراسة، ومن ثم الإجابة على الإشكالية الرئيسية، وإثبات أو نفي فرضيات الدراسة.

الفرع الأول: عينة وفترة الدراسة

1-عينة الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم إسقاط الجانب النظري على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، باعتبارها أكثر اقتصادات العالم العربي انفتاحاً على العالم الخارجي، لاحتلالها موقع الصدارة في تصدير النفط، فهي تؤدي دوراً قيادياً في العالم بصفة عامة، بالإضافة إلى استيرادها لمعظم حاجاتها من السلع والخدمات، وهذا ما يؤدي إلى زيادة حركة رأس المال لتلك الدول، وبالتالي فإن ارتباطها الوثيق بكل من النظام المالي العالمي وبأسواق العالمية للسلع وفي مقدمتها النفط والغاز، الأمر الذي دفع إلى ضرورة التأثر بالمخاطر التي تمس العالم الخارجي.

فعينة الدراسة تشمل ست دول عربية المكونة لدول مجلس التعاون الخليجي والمتمثلة في: المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، سلطنة عمان، دولة قطر، دولة الكويت، وهوما يمثل البعد المقطعي للدراسة.

2-فترة الدراسة:

فترة الدراسة هي الفترة الممتدة من سنة 2003 إلى غاية سنة 2013، وهو ما يمثل البعد الزمني للدراسة، ولقد تم اختيارها طبقاً لمعيار مدى توافر البيانات للمتغيرات محل الدراسة لكل سنوات الفترة محل الدراسة، أو لمعظم سنوات هذه الفترة.

إن حجم العينة هو ست دول ولفترة من 2003 إلى 2013 ، ومن ثم فإن الدراسة الحالية سوف تستخدم بيانات سلاسل زمنية مقطعية غير متوازنة (Unbalanced Panel Data) ، وذلك راجع إلى عدم توفر البيانات لجميع السنوات، بالنسبة لبعض الدول فيما يتعلق بالمتغير المستقل X_3 ، علماً أن عدد المشاهدات ($NT=N \times T$)، وبناءً على ذلك فقد تم التوصل إلى حوالي 50 مشاهدة، حيث تم الاعتماد على ملاحظات سنوية للمتغيرات محل الدراسة.

الفرع الثاني: مصادر بيانات الدراسة

لقد تم الاعتماد على قاعدة بيانات البنك العالمي للسنوات محل الدراسة، وكذا إحصائيات صندوق النقد العربي، وبيانات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار لسنوات مختلفة.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

تجدر الإشارة إلى أنه تم اختيار متغيرات الدراسة وفقاً للنظرية الاقتصادية، والدراسات ذات الصلة بموضوع الدراسة، والتي تؤكد في مجملها على العلاقة الطردية بين الانفتاح التجاري والمالي وتدويل المخاطر المالية، ومن أهم هذه الدراسات:

دراسة Calvo, Leiderman and Reihart سنة 1996 :

أكدت الدراسة أن العوامل الخارجية الناتجة عن العلاقات بين الدول، والمتمثلة في تدفقات رؤوس الأموال، من العوامل المسببة للأزمات المالية.

دراسة Bordo, Eichengreen and Lrwin سنة 1999:

هذه الدراسة توصلت إلى العلاقة الطردية بين العولمة و تدويل المخاطر المالية.

دراسة Glick and Hutchison سنة 1999:

والتي أكدت أن الأزمات المالية، وإمكانية انتقالها تمس بالدرجة الأولى، الاقتصاديات المحررة مالياً، وأن الروابط الحقيقية ترتبط بالتجارة والاستثمار الأجنبي المباشر.

دراسة Ca marazza,Ricci and Salgado لسنة 2000

دراسة Kaminsky and Reinhart لسنة 2000

دراسة Van Rijckeghem and Weder لسنة 2003

كل هذه الدراسات أثبتت الدور الذي تؤديه الروابط المالية في نقل المخاطر والأزمات، وأنه بعد اتجاه غالبية الدول إلى سياسات التحرير المالي، زادت إمكانية تعرضها للأزمات المالية.

دراسة Neumayer and Soysa لسنة 2005 :

والتي أثبتت أن الدول الأكثر انفتاحًا تجاريًا، عادة ما تكون لديها تدفقات رأسمالية عالية، تؤدي بها في النهاية إلى إمكانية تعرضها للمخاطر.

دراسة Mishkin سنة 2006 :

أثبتت هذه الدراسة أن التدفقات الرأسمالية تؤدي إلى زيادة المخاطر المالية من جهة، وإمكانية نقل المخاطر المالية بسهولة أكبر عبر الحدود من جهة أخرى.

دراسة Tevelde, Dirk لسنة 2008:

حيث أكدت الدراسة أن الدول الأكثر تأثرًا بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، هي الدول ذات الانفتاح المالي الكبير، وكما وضحت الدراسة أن من بين قنوات انتقال الأثر إلى الدول النامية عمومًا هي:

-التجارة الخارجية.

-الاستثمار الأجنبي المباشر.

وانطلاقًا من هذه الدراسة يتضح لنا أن الدول الأكثر اعتمادًا على الاستثمار الأجنبي المباشر، وذات العلاقات التجارية الكبيرة مع العالم الخارجي، تكون أكثر عرضة لتدويل وانتقال المخاطر إليها.

دراسة Ocampo, Josè antonio and Stephany Griffith لسنة 2009:

أوضحت الدراسة أن انتقال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 إلى الدول النامية كان عبر قنوات من أهمها:

-تدفقات رؤوس الأموال، وهي تعتبر من أهم قناة انتقلت الأزمة من خلالها من الدول المتقدمة إلى الدول النامية.

-التجارة، والتي عرفت توسعًا كبيرًا، وأدت دورًا كبيرًا في انتقال المخاطر بين الدول .

دراسة Orozco, O. And J. Lesaca لسنة 2009:

أوضحت الدراسة أن الدول العربية كغيرها من الدول تتأثر بالأزمات المالية، لكن تأثيرها يختلف من دولة لأخرى، وذلك حسب درجة الانفتاح والاندماج في أسواق المال العالمية.

من أجل تحديد متغيرات الدراسة، ومن خلال تحليل الدراسات السالفة الذكر، وبالنظر إلى إشكالية بحثنا، تم تحديد المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، التي تعتقد النظرية الاقتصادية أنها تساهم في التأثير على سوق رأس المال، بما يخدم بحثنا العلمي.

1- المتغير التابع (الداخلي) (MCR) :

يتمثل المتغير التابع في مؤشر الرسملة السوقية والمقاس بالنسبة بين القيمة السوقية لرأس المال والنتاج الداخلي الخام، فهو يعكس قدرة السوق المالي على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرته على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق. كما يقيس هذا المؤشر الأهمية النسبية لسوق رأس المال في الاقتصاد القومي.

2- المتغيرات المستقلة (الخارجية):

إنّ تحديد المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة يستند إلى الإطار النظري والدراسات السابقة، حيث تم تقسيمها إلى ثلاثة متغيرات وهي: النسبة المئوية بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنتاج الداخلي الخام، النسبة المئوية بين التجارة الخارجية والنتاج الداخلي الخام، نسبة استثمارات المحفظة المالية إلى الناتج الداخلي الخام.

2-1- نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر:

يعد الانفتاح التجاري من أهم محددات الاستثمار الأجنبي المباشر حول العالم، ودول الخليج العربية ليست استثناءً، حيث نجد أنّ درجة الانفتاح التجاري بها - في العموم - مرتفعة جدًا، ونجد أيضًا أنه كلما ارتفع معدل الانفتاح التجاري كلما كانت نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج الداخلي الخام أكبر، وهذا ما أكدته دراسة Kandiero and Chitiga 2009 ، والتي توصلت إلى أنّ نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج الداخلي الخام في البلدان النامية تتجاوب بشكل جيد مع ارتفاع معدل الانفتاح التجاري.

كما قام في Liargovas and Skandalis 2012 باختبار دور الانفتاح التجاري في جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية، وتوصلا إلى وجود علاقة سببية بين المتغيرين، وخلصا إلى أنّ الانفتاح التجاري يؤثر إيجابيًا في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

واعتمدت دراسة Hermes and Lensink 2003 على هذا المؤشر في قياس الانفتاح التجاري، وهذا ما جعلنا نعتمد على هذا المؤشر للتعبير عن الانفتاح التجاري في دول مجلس التعاون الخليجي، وبحسب بالنسبة المئوية بين الاستثمار الأجنبي الصادر والوارد و الناتج الداخلي الخام.

2-2- مؤشر التجارة الخارجية:

يقاس هذا المؤشر بالنسبة المئوية بين مجموع الصادرات والواردات والنتاج الداخلي الخام، وهو المؤشر المعتمد عليه في الكثير من الدراسات للتعبير عن الانفتاح التجاري، من بينها دراسة عبد الغني دادن و راضية كروش سنة 2015، حيث اعتمدا هذا المؤشر لمعرفة مدى تأثير الانفتاح التجاري الناتج عن التجارة الخارجية على أسواق رأس المال.

2-3- مؤشر استثمارات المحفظة المالية:

تتأثر أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي بدرجات مختلفة بما يحدث في أسواق المال العالمية، وذلك لارتباطها من خلال الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال الخليجية، والاستثمارات الخليجية في أسواق المال الدولية، وبالتالي تم الاعتماد على هذا المؤشر والمقاس بنسبة استثمارات المحفظة المالية الصادرة والواردة إلى الناتج الداخلي الخام، لقياس مدى الانفتاح المالي للدولة، فكلما ارتفعت هذه النسبة عبرت عن انفتاح مالي كبير، والعكس في حالة انخفاضها. ولقد اعتمدت دراسة Lance and Milesi_Feretti 2001 ودراسة Froot et al 1999، على استثمارات المحفظة المالية، والاستثمارات الأجنبية المباشرة للأصول والخصوم كنسبة من الناتج الداخلي الخام، كمؤشر على الانفتاح المالي.

كما اعتمدت دراسة Kraag 1998 على هذا المؤشر للتعبير على الانفتاح المالي.

ومنه يمكن التعبير عن متغيرات الدراسة في الجدول الآتي:

الجدول رقم 22: متغيرات الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير
النسبة المئوية للاستثمار الأجنبي المباشر الصادر والوارد إلى الناتج الداخلي الخام (مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر).	$100 \times \frac{OFDI+IFDI}{GDP}$ والمعبر عنه ب1x
النسبة المئوية لمجموع الصادرات والواردات إلى الناتج الداخلي الخام (مؤشر التجارة الخارجية).	$100 \times \frac{OUV=X+M}{GDP}$ والمعبر عنه ب2x
نسبة استثمارات المحفظة المالية الى الناتج الداخلي الخام (مؤشر الانفتاح المالي)	$\frac{OFPI+IFPI}{GDP}$ والمعبر عنه ب3x
النسبة بين القيمة السوقية والناتج الداخلي الخام (مؤشر الرسملة السوقية)	$MCR=CM/GDP$

المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الثاني: خطوات تقدير نموذج الدراسة

في هذه الدراسة وكما سبق الإشارة سنعتمد على بيانات البانل، ولقياس العلاقة والتأثير بين متغيرات الدراسة، اتبعت الباحثة أساليب التقدير الخاصة بنماذج البانل والتي تتمثل فيما يأتي:

الفرع الأول: النموذج التجميعي

تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج والتي أعطت النتائج الآتية:

الجدول رقم 23: نتائج تقدير النموذج التجميعي

Dependent Variable: MCR				
Method: Panel Least Squares				
Date: 11/11/18 Time: 21:34				
Sample (adjusted): 2003 2013				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 6				
Total panel (unbalanced) observations: 50				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.016792	0.015470	1.085497	0.2834
X2	0.002147	0.002190	0.980573	0.3319
X3	-1.85E-05	8.45E-06	-2.189821	0.0336
C	0.428283	0.220320	1.943918	0.0580
R-squared	0.153711	Mean dependent var	0.809830	
Adjusted R-squared	0.098518	S.D. dependent var	0.548161	
S.E. of regression	0.520460	Akaike info criterion	1.608410	
Sum squared resid	12.46040	Schwarz criterion	1.761372	
Log likelihood	-36.21024	Hannan-Quinn criter.	1.666658	
F-statistic	2.784975	Durbin-Watson stat	1.196539	
Prob(F-statistic)	0.051272			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على مخرجات 9.Eviews.

الفرع الثاني: نموذج الآثار الفردية الثابتة

لتقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة تم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة، وذلك لمعالجة مشكلة عدم ثبات تباين الأخطاء العشوائية، والتي أعطت النتائج الآتية:

الجدول رقم 24: نتائج تقدير نموذج الأثار الفردية الثابتة

Dependent Variable: MCR				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 11/17/18 Time: 18:55				
Sample (adjusted): 2003 2013				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 6				
Total panel (unbalanced) observations: 50				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.027176	0.006178	4.398933	0.0001
X2	-0.005859	0.001796	-3.262521	0.0022
X3	2.01E-05	2.44E-05	0.823912	0.4148
C	1.321712	0.205251	6.439488	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.909830	Mean dependent var	1.737730	
Adjusted R-squared	0.892236	S.D. dependent var	1.397590	
S.E. of regression	0.450077	Sum squared resid	8.305349	
F-statistic	51.71231	Durbin-Watson stat	1.982862	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على مخرجات 9.Eviews.

الفرع الثالث: نموذج الأثار الفردية العشوائية

تقوم فكرة نموذج الأثار العشوائية على معاملة الحد الثابت في النموذج كمتغير عشوائي، ولتقدير النموذج نستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Squares)، والتي أعطت النتائج الآتية:

الجدول رقم 25: نتائج تقدير نموذج الأثار الفردية العشوائية

Dependent Variable: MCR					
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					
Date: 11/11/18 Time: 21:35					
Sample (adjusted): 2003 2013					
Periods included: 11					
Cross-sections included: 6					
Total panel (unbalanced) observations: 50					
Swamy and Arora estimator of component variances					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
X1	0.016753	0.013966	1.199569	0.2364	
X2	0.001184	0.002655	0.445897	0.6578	
X3	-3.55E-06	1.09E-05	-0.325685	0.7461	
C	0.559566	0.271621	2.060099	0.0451	
Effects Specification				S.D.	Rho
Cross-section random				0.231717	0.2040
Idiosyncratic random				0.457726	0.7960
Weighted Statistics					
R-squared	0.041420	Mean dependent var	0.432418		
Adjusted R-squared	-0.021096	S.D. dependent var	0.471394		
S.E. of regression	0.483467	Sum squared resid	10.75203		
F-statistic	0.662553	Durbin-Watson stat	1.402929		
Prob(F-statistic)	0.579326				

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 9.Eviews. ويمكن تلخيص نتائج النماذج الثلاثة السابقة في الجدول الآتي:

الجدول رقم 26: ملخص نماذج الدراسة

<i>FIXED</i> المتغيرات	المتغير التابع المعاملات	MCR الخطأ المعياري	ستودنت	الاحتمالية
X1	0.03	0.01	4.40	0.00
X2	-0.01	0.00	-3.26	0.00
X3	0.00	0.00	0.82	0.41
C	1.32	0.21	6.44	0.00
<i>POOLD</i> المتغيرات	المتغير التابع المعاملات	MCR الخطأ المعياري	ستودنت	الاحتمالية
X1	0.02	0.02	1.09	0.28
X2	0.00	0.00	0.98	0.33
X3	-0.00	0.00	-2.19	0.03
C	0.43	0.22	1.94	0.06
<i>RANDOM</i> المتغيرات	المتغير التابع المعاملات	MCR الخطأ المعياري	ستودنت	الاحتمالية
X1	0.02	0.01	1.20	0.24
X2	0.00	0.00	0.45	0.66
X3	-0.00	0.00	-0.33	0.75
C	0.56	0.27	2.06	0.05

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على مخرجات 9 Eviews .

المطلب الثالث: أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية

تندرج تحت منهجية بيانات البانل، ثلاثة نماذج انحدار يمكن تقديرها، وبناءً عليه تم تقدير النماذج الثلاثة، ولكن الأهم من ذلك هو تحديد النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة.

لذا سيتم الاعتماد على اختبار (F) للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونماذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، واختبار (Hausman) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

الفرع الأول: المفاضلة بين النموذج التجميعي ونماذج الآثار الفردية الثابتة والعشوائية

سيتم اختبار وجود آثار فردية ثابتة، واختبار وجود آثار فردية عشوائية، من أجل المفاضلة بين النموذج التجميعي، ونموذج الآثار الثابتة، ونموذج الآثار العشوائية.

1- اختبار وجود آثار فردية ثابتة:

ونقصد بذلك المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية الثابتة، أي معرفة فيما إذا كانت الدول تسلك سلوكًا موحدًا (هناك تجانس) فيما يخص الحد الثابت، أم أنّ لكل دولة سلوكها الخاص. وللقيام بهذه المفاضلة تم استخدام الاختبار الذي يوفره برنامج 9 eviews وهو اختبار Redundant Fixed Effects Tests والذي يعتمد أيضًا على اختبار فيشر.

هذا الاختبار أعطى النتائج الآتية:

الجدول رقم 27: نتائج اختبار Redundant Fixed Effects Tests

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.694628	(5,41)	0.0075
Cross-section Chi-square	18.597637	5	0.0023

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 9 Eviews.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنّ احتمالية الاختبار أقل من 0,05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية، وقبول فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنةً مع النموذج التجميعي.

2- اختبار وجود آثار فردية عشوائية:

نقصد بذلك المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية العشوائية، وللقيام بهذه المفاضلة سنعتمد على الاختبار الذي يوفره برنامج 9 eviews وهو اختبار Breusch-Pagan. هذا الاختبار أعطى النتائج الآتية:

الجدول رقم 28: نتائج اختبار Breusch-Pagan

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.545358 (0.4602)	0.502108 (0.4786)	1.047467 (0.3061)
Honda	0.738484 (0.2301)	0.708596 (0.2393)	1.023240 (0.1531)
King-Wu	0.738484 (0.2301)	0.708596 (0.2393)	1.006040 (0.1572)

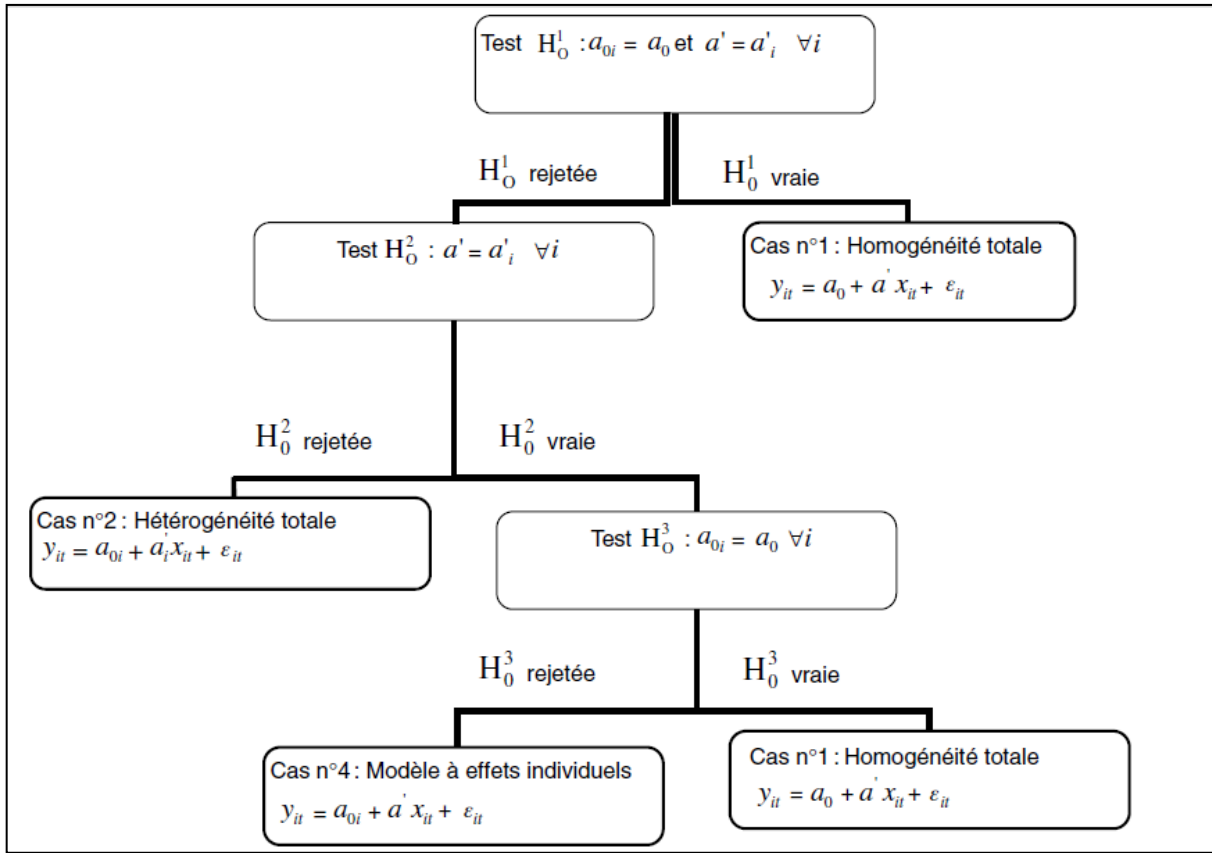
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على مخرجات 9 Eviews.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنّ احتمالية اختبار (Breusch-Pagan LM(1980) تساوي 0.46 أي أكبر من 0.05، ممّا يعني قبول فرضية غياب الآثار الفردية العشوائية، أي النموذج الأفضل هو النموذج التجميعي مقارنةً بنموذج الآثار الفردية العشوائية. ولتأكيد هذه النتيجة قمنا بعرض - في الجدول نفسه - اختبارات أكثر قوة من الاختبار السابق، والمتمثلة في كل من اختبار Honda (1985) ، و King and Wu (1997) ، حيث أعطت النتيجة نفسها، وهي تفضيل النموذج التجميعي على نموذج الآثار الفردية العشوائية، لأنّ احتمالية كل من الاختبارين أكبر من 0,05 (0,23).

إذن بعد القيام بهذين الاختبارين (Breusch-Pagan، Redundant Fixed Effects Tests) تبين أنّ نموذج الآثار الفردية الثابتة أفضل من النموذج التجميعي، والنموذج التجميعي أفضل من نموذج الآثار الفردية العشوائية. ولتأكيد هذه النتائج واختبار احتمال عدم التجانس التام (لكل دولة نموذجًا خاصًا بها) قمنا باستخدام استراتيجية Hsiao.

حيث أنّ الاستراتيجية التي وضعها Hsiao (1986) تتمثل كالآتي:

الشكل رقم 17: استراتيجية Hsiao



المصدر: Régis Bourbonnais, **Économétrie**, 9^{eme} edition Dunod, Paris, 2015, p : 349.

- عند القيام بهذه الاختبارات وفق التسلسل المبين أعلاه سنصل إلى إحدى النتائج الآتية :
- ✓ اختيار النموذج التجميعي (التجانس التام): وهذا يتحقق في حالة قبول الفرضية الصفرية الأولى أو قبول الفرضية الصفرية الثالثة.
 - ✓ عدم التجانس التام (كل دولة لها نموذجًا خاصًا): وهذا يتحقق في حالة قبول الفرضية الصفرية الأولى، ثم رفض الفرضية الصفرية الثانية.
 - ✓ وجود آثار فردية: وهذا يتحقق في حالة رفض الفرضية الصفرية الأولى، ثم قبول الفرضية الصفرية الثانية، ثم رفض الفرضية الصفرية الثالثة.
- لاختبار الفرضيات السابقة يتم استخدام إحصائية فيشر لكل اختبار، بالنسبة للفرضية الأولى نستخدم الإحصاء التالي:

$$H_0^1 : a_{0i} = a_0 \text{ et } a' = a'_i$$

نقوم بحساب قيمة فيشر وفق الصيغة الآتية:¹

$$F_1 = \frac{(SCR_{c1} - SCR)/(N - 1)(k + 1)}{SCR/(N \times T - N(k + 1))}$$

حيث :

SCR_{c1} : مجموع مربعات البواقي للنموذج الخاضع للفرضية الصفرية (المقيد) والذي يمثل النموذج التجميعي.

SCR : مجموع مربعات البواقي للنموذج غير المقيد، والذي يمثل مجموع مربعات بواقي جميع النماذج الممكنة.

N : عدد الدول.

T : عدد السنوات.

أما الاختبار الثاني :

$$H_0^2 : a' = a'_i \quad \forall i$$

ولاختبار هذه الفرضية نستخدم معادلة اختبار فيشر الآتية:²

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR)/((N - 1) \times k)}{SCR/(N \times T - N(k + 1))}$$

حيث :

SCR_{c2} : مجموع مربعات البواقي للنموذج الخاضع للفرضية الصفرية (المقيد) والذي هو نموذج الآثار الثابتة.

SCR : مجموع مربعات البواقي للنموذج غير المقيد، والذي يمثل مجموع مربعات بواقي جميع النماذج الممكنة.

أما الاختبار الثالث:

$$H_0^3 : a_{0i} = a_0 \quad \forall i$$

¹ Régis Bourbonnais, Économétrie , 9^{eme} edition Dunod, Paris, 2015, p :350.

² Ibid, p : 350.

ولاختبار هذه الفرضية نستخدم معادلة اختبار فيشر الآتية:¹

$$F_3 = \frac{(SCR_{c1} - SCR_{c2}) / (N - 1)}{SCR_{c2} / (N \times (T - 1) - k)}$$

وبعد القيام بهذه الاختبارات تم تلخيصها في الجدول الآتي:

الجدول رقم 29: نتائج اختبار Hsiao

Specification Tests of Hsiao (1986)		
H1 = Null Hypothesis : panel is homogeneous versus Alternative Hypothesis : H2		
H2 = Null Hypothesis : H3 versus Alternative Hypothesis : panel is heterogeneous		
H3 = Null Hypothesis : panel is homogeneous versus Alternative hypothesis : panel is partially homogeneous		
Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	12.39130	1.11E-08
H2	1.561233	0.154774
H3	3.694628	0.007491

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج 9 Eviews.

من الجدول أعلاه نلاحظ أنّ احتماليه اختبار الفرضية الأولى أقل من 0,05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية الأولى والانتقال إلى الفرضية الثانية.

بالنسبة لاحتمالية الاختبار الثاني نلاحظ أنّها أكبر من 0,05 (0,154774) مما يعني قبول الفرضية الصفرية الثانية، وبالتالي ننتقل إلى الفرضية الثالثة.

نلاحظ أنّ احتمالية الاختبار أقل من 0,05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية الثالثة، أي أنّ النموذج المناسب للبيانات هو نموذج الآثار الفردية، وهي النتيجة نفسها التي تم التوصل إليها باستخدام الاختبارات السابقة.

بقي الآن المقارنة بين نموذج الآثار الفردية الثابتة ونموذج الآثار العشوائية.

¹ Régis Bourbonnais, op_cit, p :351.

الفرع الثاني: المفاضلة بين نموذج الآثار الفردية الثابتة و نموذج الآثار الفردية العشوائية للاختبار بين هذين النموذجين تم استخدام اختبار Hausman الذي أعطى النتائج الآتية:

الجدول رقم 30: نتائج اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	8.630291	3	0.0346

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على مخرجات 9.Eviews.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنّ احتمالية اختبار Hausman (0,0346) أقل من 0.05، ممّا يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، التي تنص على أنّ نموذج الآثار الفردية الثابتة أفضل من نموذج الآثار الفردية العشوائية.

وبهذا تبين أنّ نموذج الآثار الفردية الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة، لذلك سنعتمد عليه، ونكمل القيام بالاختبارات المناسبة لدراسة صلاحيته.

المطلب الرابع: دراسة صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية والقياسية

عند القيام بتقدير النموذج المناسب لبيانات الدراسة (نموذج الآثار الفردية الثابتة)، يتم الأخذ في الاعتبار الآتي:

- أن تكون النتائج خالية من مشاكل الاقتصاد القياسي.

- أن يكون النموذج المستخدم جيدًا من الناحية الإحصائية.

ولذلك سنقوم أولاً بعرض نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة، والموضحة في الجدول الآتي:

الجدول رقم 31: نتائج تقدير نموذج الأثار الفردية الثابتة

Dependent Variable: MCR				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 11/17/18 Time: 18:55				
Sample (adjusted): 2003 2013				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 6				
Total panel (unbalanced) observations: 50				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.027176	0.006178	4.398933	0.0001
X2	-0.005859	0.001796	-3.262521	0.0022
X3	2.01E-05	2.44E-05	0.823912	0.4148
C	1.321712	0.205251	6.439488	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.909830	Mean dependent var	1.737730	
Adjusted R-squared	0.892236	S.D. dependent var	1.397590	
S.E. of regression	0.450077	Sum squared resid	8.305349	
F-statistic	51.71231	Durbin-Watson stat	1.982862	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 9.Eviews.

الفرع الأول: المعايير الإحصائية

سيتم التأكد من صلاحية نموذج الأثار الفردية الثابتة إحصائياً باستخدام المعايير التالية:

1- اختبار ستودنت:

من خلال نتائج اختبار ستودنت يتبين لنا معنوية المتغيرين X1، X2، لأنّ الاحتمالية أقل من 0.05، حيث بلغت احتمالية المتغير X1 (0.0001)، كما بلغت احتمالية المتغير X2 (0.0022)، ماعدا المتغير X3 والذي بلغت احتمالية اختبار ستودنت الخاصة به 0,41 أي أكبر من 0.10، ممّا يعني عدم معنويته ولو عند مستوى معنوية 10%.

2- اختبار فيشر:

من خلال قيمة مستوى المعنوية لاختبار فيشر (prob F-statistic)، التي كانت أقل من 0,05 يتبين لنا المعنوية الكلية للنموذج. وهنا يتم قبول النموذج إحصائياً، وبالتالي يمكن الاعتماد على النموذج في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع (MCR).

3-معامل التحديد :

بلغت قيمة معامل التحديد 0,909 وهي قيمة كبيرة تدل على قوة تفسيرية ممتازة للنموذج، أي أنّ 90,9% من التغير الحاصل في المتغير التابع، تفسره المتغيرات المستقلة الموجودة في النموذج والباقي (9% فقط)، يمكن عزوه لأخطاء القياس والمتغيرات التي لم يتم تناولها.

الفرع الثاني: المعايير القياسية

تم الاعتماد على المعايير التالية للتأكد من صلاحية النموذج من الناحية القياسية:

1- اختبار مشكلة الارتباط الذاتي:

من أجل اختبار وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية، تم استخدام اختبار LM الذي أعطى النتائج الآتية:

الجدول رقم 32: نتائج اختبار LM

Residual Cross-Section Dependence Test			
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in weighted residuals			
Equation: Untitled			
Periods included: 11			
Cross-sections included: 6			
Total panel (unbalanced) observations: 50			
Test employs centered correlations computed from pairwise samples			
Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	18.47740	15	0.2384
Pesaran scaled LM	-0.460562		0.6451
Bias-corrected scaled LM	-0.760562		0.4469

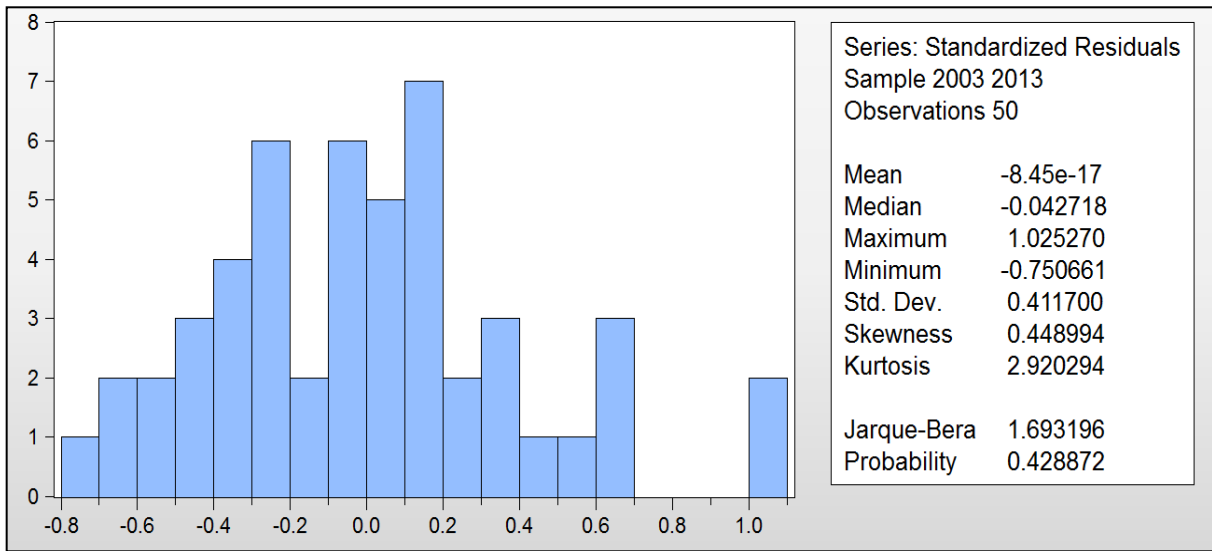
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 9 Eviews.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أنّ احتمالية اختبار LM بمختلف الصيغ أكبر من 0,05، مما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تنص على غياب مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية.

2- اختبار طبيعية الأخطاء العشوائية:

للتحقق من فرضية التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي، تم استخدام اختبار Jarque-Bera الذي أعطى النتائج الآتية :

الشكل رقم 18: نتائج اختبار Jarque-Bera



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على مخرجات 9 Eviews.

من خلال نتائج اختبار جاك بيرا، يتبين لنا أنّ سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي وذلك لأنّ مستوى المعنوية (probability) أكبر من 0,05.

مما سبق يتبين أنّ النموذج الأفضل لتمثيل بيانات الدراسة هو نموذج الأثار الفردية الثابتة ، وبعد دراسة صلاحيته من الناحية الإحصائية والقياسية، نستطيع الاعتماد عليه في تفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة .

المطلب الخامس: عرض ومناقشة النتائج

من أجل فهم ودعم وربط دراستنا بالأدبيات النظرية، حول الأثر الناجم عن الانفتاح التجاري والمالي على أسواق رأس المال ، ومدى مساهمتهما في تدويل الخطر المالي، وعرضنا لمتغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة، سوف نقوم بتحليل وتفسير نتائج النموذج المستخدم في الدراسة.

الفرع الأول: تفسير نتائج نموذج الأثار الفردية الثابتة

من خلال نتائج اختبار النموذج الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة تم التوصل بأنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأكثر ملاءمة لدراسة تأثير كل من معدل التجارة الخارجية، مؤشر الاستثمار

الفصل الرابع : دراسة تحليلية و قياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

الأجنبي المباشر، مؤشر استثمارات المحفظة المالية على مؤشر الرسملة السوقية، فبلغ معدل التحديد لنموذج التأثيرات الثابتة 0.909 وهو ما يدل على قدرة تفسيرية ممتازة للنموذج، أي أنّ نموذج التأثيرات الثابتة يفسر 90.9% من التغير الحاصل في المتغير التابع.

يتضح من خلال الجدول رقم 31 أنّ نتيجة المعامل الثابت $c=1.32$ وهو ما يعبر على القاطع المشترك بين كل الدول عينة الدراسة.

- الإشارة الموجبة لنسبة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد والصادر إلى الناتج الداخلي الخام كانت بمقدار (0.0271)، وهذا يعني أنّ أي زيادة في معدل الاستثمار الأجنبي المباشر ستؤدي إلى الزيادة في معدل الرسملة السوقية بنسبة (0.0271)، وهو ما يعبر عن العلاقة الطردية بين متغير مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشر الرسملة السوقية.

- مؤشر التجارة الخارجية، كانت إشارته سالبة وهذا يعني أنّ زيادة معدل التجارة الخارجية تؤدي إلى انخفاض مؤشر الرسملة السوقية بنسبة (0.0058)، وذلك يعني أنّ معدل التجارة الخارجية يؤثر عكسيًا على معدل الرسملة السوقية.

- بالنسبة للمتغير X3 فلقد توصل النموذج إلى عدم معنويته، وهو ما يفسر بعدم تأثير مؤشر استثمارات المحفظة المالية على مؤشر الرسملة السوقية.

أما بالنسبة للأثار الفردية الخاصة بكل دولة، فهي موضحة في الجدول الآتي:

الجدول رقم 33: الأثار الفردية لدول العينة

الدول	الأثر الفردي الثابت
السعودية	-0.122448
قطر	-0.069426
عمان	-0.451880
الكويت	0.681722
البحرين	0.233176
الإمارات العربية المتحدة	-1.197006

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقًا من نتائج التقدير.

يتضح من الجدول معاملات المتغيرات الوهمية التي تعبر عن كل دولة من دول العينة، التي تم تضمينها في نموذج الدراسة، أنّ التأثيرات الثابتة على المتغير التابع تختلف من دولة إلى أخرى، حيث

بلغت قيمته في السعودية (-0.1224) وهي قيمة سالبة تدل على أنّ هناك تأثيرًا ثابتًا يؤدي لانخفاض مؤشر الرسملة السوقية في دولة السعودية.

كما يوجد تأثير ثابت بمقدار (-0.0694) على مؤشر الرسملة السوقية في دولة قطر، هذا ما يفسر بتأثير ثابت يؤدي لانخفاض مؤشر الرسملة السوقية في دولة قطر.

إضافةً إلى وجود تأثير ثابت سالب يؤدي لانخفاض مؤشر الرسملة السوقية بقيمة (0.4518) في دولة عمان.

في حين يوجد تأثير ثابت موجب يؤدي إلى زيادة مؤشر الرسملة السوقية في دولة الكويت بمقدار (0.6817).

كما يوجد في دولة البحرين تأثير موجب ثابت بمقدر (0.0313)، وأخيرًا في دولة الإمارات العربية يوجد تأثير عكسي على مؤشر الرسملة السوقية يؤدي إلى انخفاضه بقيمة (1.1970).

الفرع الثاني: التحليل الاقتصادي لنتائج الدراسة القياسية

انطلاقًا من النتائج المبينة في الجدول رقم 31 يمكن القول بأنّ العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة قوية جدًا وذلك من خلال معامل التحديد

$R^2 = S - Squared$ والذي يقترب من 1، وهذا يدل على أنّ النتائج المحصل عليها هي نتائج جيدة، كما نلاحظ معنوية النموذج من خلال قيمة F الإحصائية، بالإضافة إلى أنّ أغلبية معاملات المتغيرات معنوية ما عدا متغير استثمارات الحافظة، هذا ما يبين أنّ النموذج قادر على تفسير التغيرات التي تحدث في معدل الرسملة السوقية، كما يبين قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع، وبالتالي يمكن التعبير عن نتائج هذه الدراسة كالآتي:

- المتغير X1 والممثل لمعدل الاستثمار الأجنبي المباشر، والمقاس بمجموع الاستثمار الصادر والوارد كنسبة مئوية إلى الناتج الداخلي الخام، وهو معنوي وإيجابي أي أنّ هناك علاقة طردية بين المتغيرين، وهذا ما يفسر الارتباط الموجود بين الاستثمار الأجنبي المباشر وأسواق رأس المال، حيث إنّ التقلبات في الاستثمار الأجنبي المباشر سواءً الصادر أو الوارد، يؤثر على المتغيرات الاقتصادية الكلية، وهذه المتغيرات تنقل تأثيرها إلى أسواق المال، حيث نجد أنّ الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد، يؤدي إلى نقل التكنولوجيا إلى الدول المضيفة، وبالتالي زيادة الإنتاجية وتطوير طرق الإنتاج، وهو ما يؤدي إلى زيادة الناتج الداخلي، الأمر الذي يؤدي إلى توجيه جزء من هذا الفائض للاستثمار في أسواق رأس المال، وبالتالي التأثير على مؤشر الرسملة السوقية بالزيادة، والعكس يحدث في حالة الانخفاض.

-أما المتغير X2 والمتمثل في معدل التجارة الخارجية والمقاس بمجموع الصادرات والواردات من السلع والخدمات والأسعار الجارية مقيمة بالدولار مقسومة على الناتج الداخلي الخام مقيماً بالدولار*100، فهو معنوي حيث إنَّ التغير في مؤشر التجارة الخارجية في دول مجلس التعاون الخليجي يؤثر على مؤشر الرسملة السوقية بصورة عكسية، وذلك لكون اقتصادها ريعياً، يعتمد بدرجة أساسية على العوائد المرتفعة من النفط، وأنَّ التقلبات في الأسعار أو الإنتاج تعكس في عوائدها، التي توظف قسماً منها في سوق رأس المال.

وباعتبار أنَّ دول العينة من الدول المنتجة والمصدرة للنفط، ممَّا يجعل هذا الأخير يساهم بشكل كبير في ناتجها الداخلي الخام، وبالتالي فإنَّ أسعار النفط الخام تعدّ عاملاً حاسماً في اتجاه حركة أسعار الأسهم في أسواق دول المجلس، فزيادة أسعار النفط الخام تزيد من السيولة في اقتصادياتها، وذلك بسبب زيادة فوائض الموازنات العامة في دول المجلس، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة التدفقات المالية بين الدول، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة زيادة الطلب عليها.

إلا أنَّ ما حدث في فترة الدراسة يعاكس ذلك، وهو ما يفسر بالإشارة السالبة لمعدل التجارة الخارجية، والتي يمكن عزوها إلى أنَّ فترة الدراسة تضمنت السنوات التي تأثرت فيها دول مجلس التعاون الخليجي بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008- وهذا ما تمَّ توضيحه سابقاً في الجانب التحليلي- وذلك بسبب انخفاض أسعار النفط بشكل كبير في فترة الأزمة، لانخفاض الطلب الخارجي عليه، ممَّا أدى في الأخير إلى انخفاض الصادرات، وبالتالي انخفاض العوائد النفطية. وفي المقابل زيادة قيمة الواردات مقارنة بالصادرات، فالواردات مجملها معدات رأسمالية مستوردة من الدول المتقدمة لأغراض إنتاجية، ممَّا أدى إلى حدوث عجز في الميزان التجاري لتلك الدول، وهو ما انعكس في الأخير سلبياً على سوق رأس المال في تلك الدول، وإلى حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.

إنَّ وجود تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم، يجعل المستثمرين يجمعون عن عقد أوراق مالية جديدة، مطالبين بعلاوة تحمل مخاطر أعلى، ممَّا يؤدي في الأخير إلى زيادة تكلفة رأس المال وانخفاض الاستثمار في الأوراق المالية، وبالتالي انخفاض مؤشر الرسملة السوقية كنتيجة لذلك.

-أما بالنسبة للمتغير X3 والمتمثل في استثمارات المحفظة المالية والمقاس بالنسبة بين مجموع استثمارات المحفظة المالية والناتج الداخلي الخام، والمعبر عن الانفتاح المالي، فبالرغم من عدم معنويته إلا أنَّ إشارته الموجبة تعتبر صحيحة نظرياً، فيؤدي توجيه الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة إلى أسواق رأس المال المحلية، إلى زيادة حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد، وهذا من مزاياء أنه يزيد

الفصل الرابع : دراسة تحليلية وقياسية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي

من الطلب على العملة ويرفع من سعرها في الأسواق، وهو ما يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم بارتفاع الطلب عليها، وفي المقابل يؤدي هذا إلى زيادة عرض العملات من الدول التي تخرج منها رؤوس الأموال، وهو ما ينتج عنها هبوط أسعارها.

ويمكن تفسير عدم معنوية مؤشر استثمارات المحفظة المالية في دول مجلس التعاون الخليجي المكونة للعينة محل الدراسة، إلى أنّ استثمارات المحفظة المالية في هذه الدول، لم تصل بعد إلى المستوى الذي يكون لها تأثيرًا ملموسًا على سوق رأس المال.

خلاصة الفصل:

لقد ازداد اعتماد دول مجلس التعاون الخليجي على العالم الخارجي منذ بداية السبعينات عندما ارتفعت أسعار النفط وتزايدت إيراداته، مما ساعدها في تنفيذ كثير من المشروعات التنموية، والتي تم استيراد الغالبية العظمى من مكوناتها من بقية دول العالم، الأمر الذي زاد معه الارتباط بين هذه الدول وبقية دول العالم الخارجي، فهذه الدول تنتج النفط الخام الذي يمثل المكون الرئيسي لصادراتها وإيراداتها ونتاجها المحلي، الذي تصدر غالبيته إلى بقية دول العالم، وتحصل مقابل عائداته على حاجاتها من السلع الرأسمالية والوسيلة والاستهلاكية. فاعتماد اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي على القطاع النفطي يجعلها متشابهة إلى حد كبير، حيث إن أسعار النفط الخام تمثل عاملاً حاسماً في اتجاه حركة أسعار الأسهم في أسواق دول المجلس، فزيادتها تزيد من السيولة في اقتصادياتها، وذلك بسبب زيادة فوائض الموازنات العامة فيها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة التدفقات المالية. هذه الروابط أدت في النهاية إلى ضرورة التأثير والتأثر بالمخاطر التي تحدث في هذه الدول. لقد تم في هذا الفصل توضيح تأثير تدويل الخطر المالي والنتائج بالدرجة الأولى عن الانفتاح التجاري والمالي لدول مجلس التعاون الخليجي وأثره على سوق رأس المال فيها، باعتبارها أكثر الدول ارتباطاً بالأسواق الدولية، حيث تم إعداد نموذج قياسي باستعمال نماذج البانل، إذ أثبت النموذج أنّ الانفتاح التجاري والمالي، يؤثر بنسبة 90.9% على سوق رأس المال في الدول عينة الدراسة، والنسبة الباقية تؤثر فيها متغيرات أخرى، كما درسنا قابلية النموذج إحصائياً وقياسياً، وتوصلنا إلى معنوية كل مؤشر معدل الاستثمار الأجنبي المباشر و مؤشر التجارة الخارجية، وعدم معنوية مؤشر استثمارات المحفظة المالية.

الخاتمة العامة

استهدفت الدراسة قياس أثر تدويل الخطر المالي على سوق رأس المال لست دول عربية(المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، سلطنة عمان، دولة قطر، دولة الكويت)، خلال الفترة من 2003 إلى 2013 ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية(نماذج البائل).

نتائج الدراسة:

على ضوء الدراسة النظرية والتطبيقية، المتعلقة بدراسة موضوع تدويل الخطر المالي وأثره على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، ومن أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية التي نتجت عنها، قمنا في بداية الدراسة بصياغة عدد من الفرضيات، وفيما يأتي سنقوم باختبار صحة الفرضيات من عدمها، والتي على أساسها نقوم بصياغة نتائج الدراسة كالاتي:
-تمثل قناة التجارة الخارجية، القناة الأكثر تأثيرًا في تدويل الخطر المالي، وانتقاله إلى أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، وهو ما يرتبط بطبيعة الصادرات والواردات.

حيث أنّ دول مجلس التعاون الخليجي من بين الدول المصدرة للنفط، وبالتالي فالموارد النفطية تحتل المرتبة الأولى في موارد الميزانية في هذه الدول، فبسبب الأزمة المالية العالمية انخفضت أسعار النفط بسبب انخفاض الطلب عليه، مما أدى إلى انخفاض عوائد الصادرات النفطية لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث انخفضت قيمة الصادرات من 747.644 مليار دولار سنة 2008 إلى 517.252 مليار دولار سنة 2009، وهو ما أدى إلى انخفاض الناتج الداخلي الخام بهذه الدول من 1.136.449 مليار دولار سنة 2008 إلى 908.105 سنة 2009، ممّا سينعكس سلبيًا على عملية التنمية في هذه الدول، وبالتالي التأثير على أسواق رأس المال بها.

فانخفاض الصادرات في هاتين السنتين قابله انخفاض في حجم التداول، وفي القيمة السوقية لأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، ممّا وضّح أنّ قناة التجارة الخارجية قناة لنقل المخاطر بين الدول، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى، وبذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الجزئية الأولى.

- أثرت الأزمة المالية العالمية على تدفقات رؤوس الأموال في دول مجلس التعاون الخليجي بالانخفاض، وهو ما انعكس تأثيره على أسواق رأس المال في هاته الدول.

وذلك من خلال توضيح تقلبات تدفقات رؤوس الأموال خلال فترة ما قبل الأزمة المالية العالمية وما بعدها، حيث انخفضت تدفقات التجارة الخارجية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في غالبية دول

مجلس التعاون الخليجي، وهو ما انعكس بدوره على أداء أسواق رأس المال في هاته الدول. ففي الوقت الذي شهدت فيه تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وتدفقات التجارة الخارجية تذبذباً في قيمها، شهدت مؤشرات أسواق رأس المال تقلبات في الوقت نفسه.

هذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية، وبالتالي نكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية الثانية.

- لا يؤثر الانفتاح المالي معبراً عنه بالاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي تأثيراً إيجابياً.

من خلال الدراسة القياسية اتضح عدم معنوية متغير استثمارات المحفظة المالية" الاستثمار الأجنبي غير المباشر"، وبالتالي عدم تأثيره على مؤشر الرسملة السوقية حتى عند مستوى معنوية 10%، وهو ما يفسر بأن استثمارات المحفظة المالية لم تصل بعد إلى المستوى الذي يسمح لها بتأثير ملموس على سوق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

وهذا نفي للفرضية الثالثة، وبذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية الثالثة.

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانفتاح التجاري، وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

وتم إثبات ذلك بمعنوية متغير معدل التجارة الخارجية والمقاس بالنسبة المئوية لمجموع الصادرات والواردات إلى الناتج الداخلي الخام، وإشارته سالبة، مما يفسر أن ارتفاع نسبة التجارة الخارجية المعبرة عن الانفتاح التجاري، يؤدي إلى انخفاض مؤشر الرسملة السوقية.

-توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وأسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

تم إثبات معنوية متغير الاستثمار الأجنبي المباشر والمقاس بالنسبة المئوية لمجموع الاستثمار الأجنبي الصادر والوارد إلى الناتج الداخلي الخام، فهو معنوي وإيجابي أي أنّ هناك علاقة طردية بين مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشر الرسملة السوقية، وهو ما يثبت صحة الفرضية الخامسة. وبذلك نكون قد أجبنا على الإشكالية الفرعية الرابعة.

من خلال الإجابة على مختلف الإشكاليات الفرعية، نكون قد أجبنا على الإشكالية الرئيسية للدراسة، وبالتالي نستطيع القول: أنّ هناك الانفتاح التجاري والروابط التجارية، وتدفقات رؤوس الأموال تؤثر على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

-إنّ الدول غير المندمجة في الأسواق الخارجية، تكون أقل عرضة لتحويل الخطر المالي إليها، وخير دليل على ذلك، عدم تأثر الدول العربية بالأزمة الآسيوية لسنة 1997، وذلك لعدم انفتاحها في فترة التسعينات على العالم الخارجي.

-لقد ساهمت ظاهرة العولمة المالية والانفتاح في زيادة حجم التبادل التجاري، والاستثمارات الدولية بشقيها الحقيقية والمالية، بين أسواق دول مجلس التعاون الخليجي والأسواق الدولية.

-تؤدي تدفقات رؤوس الأموال بين الدول، دوراً كبيراً في تحويل الخطر المالي، خصوصاً تدفقات رؤوس قصيرة الأجل (الساخنة)، التي تعتبر عاملاً أساسياً في حدوث الأزمات المالية، وانتقالها بين الدول.

-أثرت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، نتيجة الروابط التجارية والمالية بينها وبين الأسواق الأمريكية والأوروبية.

-إن معنوية كل من مؤشر التجارة الخارجية ومؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر، أكدت فكرة أن الانفتاح التجاري -المعبر عنه بالمؤشرين السابقين- يؤثر على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي. فكلما زاد انفتاح الدول على العالم الخارجي، وزادت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر منها والوارد إليها، تأثرت أسواق رأس المال بهذه الدول، سواءً بالزيادة أو بالنقصان.

الاقتراحات:

بعد عرض أهم النماذج والأفكار، والدراسة التطبيقية، وبعد استخلاص نتائج البحث، في ظل إشكالية وفرضيات البحث، يمكننا تقديم جملة من الاقتراحات من بينها:

-إنشاء منظمة مالية قوية وعميقة بهدف إدارة المخاطر المالية.

-ضرورة تحسين مستوى الشفافية والإفصاح عن المعلومات وكشف الشركات المدرجة في البورصة عن واقع أدائها المالي، لتنظّم حملة الأسهم والمستثمرين، بشكل ينعكس على استقرار السوق.

-ضرورة اتخاذ إجراءات تقلل من سرعة حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل، لأنها أحد العوامل الأساسية في حدوث الاضطرابات والأزمات المالية.

-ضرورة إعادة هيكلة القطاع المالي العربي، لمواجهة التحديات التي تفرضها سياسات التحرير المالي.

-العمل على تحقيق الاكتفاء الذاتي من السلع المصنعة محلياً، والعمل على ترشيد الواردات، لا سيما المستهلكة منها.

-تبني استراتيجية لتطوير القطاعات الإنتاجية غير النفطية، ورفع نسبة مساهمتها في الناتج المحلي لدول مجلس التعاون الخليجي.

-ضرورة تشجيع الاستثمارات البينية، ودعم المشروعات المشتركة، من أجل تقليل الاعتماد على الخارج.

- تحرير أسواق المال العربية يكون بالالتزام بقيود معينة، تجعل من الانفتاح لا يتعارض مع السياسة الاقتصادية للدولة.

-العمل على تشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة، لما لها من تأثير على أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي.

أفاق البحث:

نظرًا لطبيعة الموضوع وتداخله وتشعبه وأهميته، فمن الممكن تناول الموضوع من عدة زوايا أخرى، تغطي الزوايا التي تم إغفالها، فيما يأتي:

-إصلاح النظام المالي العالمي في ظل الأزمات.

-العلاقة بين تقلبات سعر الصرف، وأسعار الأوراق المالية المتداولة.

-أثر تحرير سعر الفائدة على أسعار الأوراق المالية.

قائمة المراجع

أولاً: قائمة المراجع باللغة العربية

1-الكتب

- 1-إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 2- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي إسلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004.
- 3- أسعد حميد العلي، إدارة المصارف التجارية: مدخل إدارة المخاطر، الطبعة الأولى، الذاكرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 4- بن حمود سكيينة، أزمات النظام الرأسمالي وتفسيراتها-حالة أزمة 2008 -دار الحديث للكتاب، الجزائر، 2014.
- 5- بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق حبار، إدارة المخاطر-المشتقات المالية-الهندسة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 6- توفيق خير الدين، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2015.
- 7- ثامر علوان المصلح، تقييم قرارات الاستثمار ، الطبعة 1، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
- 8- جليل كاظم مدلول العارضي، زيد متعب عباس العباسي، علي عبودي نعمة الجبوري، إدارة المشتقات المالية-مدخل نظري وتطبيقي متكامل -الدار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 9- جواد كاظم البكري، فخ الاقتصاد الأمريكي: الأزمة العالمية، الطبعة الأولى، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، بيروت، لبنان، 2011.
- 10- حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي ، الطبعة 1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 11- حسين علي بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها ومنشأتها، الطبعة الأولى، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان، 2014.

- 12- حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
- 13- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 14- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 15- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن.
- 16- خليل الهندي، انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- 17- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010.
- 18- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2015.
- 19- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.
- 20- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة 3، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013.
- 21- سليم مجلخ، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية لسنة 2008 وأثارها على الدول النامية، ط1، دار الكتاب الجامعي، 2017.
- 22- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية: ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 23- سهيل مقابلة، كيف تستثمر في سوق الأسهم، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 24- شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

- 25- شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية-الهندسة المالية - دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2015.
- 26- صلاح الدين حسن السيبي، البورصات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014.
- 27- طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 28- عاطف السيد، العولمة في ميزان الفكر، مطبعة الانتصار، الاسكندرية، 2001.
- 29- عاطف عبد المنعم، محمد محمود الكاشف، سيد كاسب، تقييم وإدارة المخاطر، الطبعة الأولى، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، جامعة القاهرة، 2008.
- 30- عاطف وليد أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 31- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 32- عبد الحكيم مصطفى الشراوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم، عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2003.
- 33- عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار-الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 35- عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية: أزمة sub-prime، دار النشر ريجاند، 2017.
- 36- عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة 4، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2006.
- 37- عبد المطلب عبد الحميد، إدارة أزمات العولمة الاقتصادية، الدار الجامعية، 2014.
- 38- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة: الواقع والمستقبل في الأفق الثالثة، الطبعة 1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2002.

- 39- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية: منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، مصر.
- 40- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2002.
- 41- عدنان السيد حسين، الأزمة العالمية، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2010.
- 42- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية - النظرية والتطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2014.
- 43- عرفات إبراهيم فياض، إدارة الأعمال الدولية، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 44- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، مجدلاوي، عمان، 1999.
- 45- علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.
- 46- عمر مصطفى محمد، التكتلات الاقتصادية الإقليمية والتكامل الاقتصادي في الدول النامية، الطبعة الأولى، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2014.
- 47- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الطبعة 1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 48- غالم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 49- فريد النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية: فنون الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 50- فهد خليل زايد، محمد صلاح رمان، العولمة الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي، عمان، الأردن، 2015.
- 51- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، الطبعة 1، دار وائل وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008.

- 52- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 53- محسن أحمد الخضيرى، العولمة الاجتياحية، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2001.
- 54- محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 55- محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 56- محمد الفنيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية: حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، الطبعة الأولى، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية.
- 57- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل-التحليل المالي، الطبعة 1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 1999-2000.
- 58- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل-التحليل المالي، الطبعة 1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 1999-2000.
- 59- محمد صفوت قابل، الدول النامية والعولمة، الدار الجامعية، القاهرة، 2003-2004.
- 60- محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية: قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 61- محمد عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 62- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2013.
- 63- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013.
- 64- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

- 65- محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الطبعة 1، الاستثمار في البورصة: أسهم-سندات-أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 66- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011.
- 67- محمد محمود الكاوي، الأزمات الاقتصادية العالمية، الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2012.
- 68- محمد مطر، فايز تيم، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة 1، دار وائل للنشر والتوزيع والطباعة، 2005.
- 69- محمود خالد المسافر، العولمة الاقتصادية: هيمنة الشمال والتداعيات على الجنوب، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، العراق، 2002.
- 70- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات-أوراق-بورصات، الطبعة 1، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- 71- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة 2، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
- 72- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2011.
- 73- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون سنة نشر.
- 74- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية، الجزء 2، المشتقات، العقود الآجلة والعقود المستقبلية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015.
- 75- مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الإستثمار في المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 76- نبيل جعفر عبد الرضا، عدنان فرحان الجوارين، تاريخ الأزمات الاقتصادية في العالم، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجامعي، 2014، بدون بلد النشر.

77- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

78- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة 1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.

79- هيثم يوسف عويضة، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها الاقليمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2015.

80- هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، الطبعة 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2014.

81- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، الطبعة 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.

82- يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.

83- Loannis Akkizidis, Sunil Kumar Khandelwal، إدارة المخاطر المالية في أعمال الصيرفة الإسلامية، ترجمة عبير فوزان العبادي، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2015.

2- المجالات

1- أحمد عبد العزيز، جاسم زكريا، فراس عبد الجليل الطحان، العولمة الاقتصادية وتأثيراتها على الدول العربية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد السادس والثمانون، العراق، 2011.

2- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي إسلام، الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة 1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004.

3- امحمد عبد الكريم بوغزالة، التطور المالي في بلدان المغرب العربي في ظل الانفتاح والتحرير المالي من خلال الفترة 1990-2013، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 8، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015.

4- بان علي حسين المشهداني، دور القطاع المالي للمملكة العربية السعودية في تحقيق النمو الاقتصادي على ضوء انضمامها لمنظمة التجارة العالمية، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد 31، جامعة البصرة، مارس، 2017.

5- بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد 07، 2010.

6- بلقاسم بن علال، دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 2، جامعة أم البوق، ديسمبر 2014.

7- بن رجم محمد خميسي، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث إدارية واقتصادية، العدد الثامن، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2010.

8- بن شاعة نادية، راتول محمد، شروط تكيف بورصات الأوراق المالية العربية مع المحيط الاقتصادي الدولي الجديد مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف السداسي الثاني، 2017.

9- جليل كاظم مدلول العارضي، توظيف العقود الآجلة لأغراض التحوط، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العدد 3، 2010.

10- حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 11، ماي 2007.

11- حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، فيفري 2004.

12- حسن كريم حمزة، حسن شاكر الشمري، أسواق الأوراق المالية العربية بعد عام من الأزمة المالية، الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 17، جامعة الكوفة.

13- حسين جواد كاظم، حسين كريم السعيد، استخدام نظريتي الخيارات المالية والمحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر الاستثمارية، مجلة الاقتصاد الخليجي، العراق، العدد 29، سبتمبر 2016.

14- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011.

17- رتيعة محمد، استخدام نماذج بيانات البائل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 2، 2014.

18- زكريا يحي جمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012.

- 19- زكرياء شعباني، البنوك الإسلامية: الحل الأمثل لمشاكل الأزمات المالية (الأزمة المالية العالمية 2008 مثالا)، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، ورقلة، العدد الثاني، جوان 2015.
- 20- صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 2، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2002.
- 21- صديقي مليكة، بركروح بهية، العولمة المالية والاستقرار المالي، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016.
- 22- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، الطبعة 1، 1998.
- 23- طيبة عبد العزيز، أثر الانفتاح المالي في النمو الاقتصادي؛ دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2009، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مجلة تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 55-56، 2011.
- 24- عبد الرزاق حمد حسين، علي خضير عباس، العولمة وأثارها الاقتصادية على الجهاز المصرفي في البلدان النامية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 8، العدد 24، 2012.
- 25- علي جيران عبد علي الخفاجي، التوريق بآلية التحويل المباشر كبديل عن التمويل المركزي لقروض السكن في العراق، القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 9، العدد 4، 2007.
- 26- عمر خضيرات، عبد السلام نجادات، الأزمات المالية العالمية: الأثار والمسببات، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد السابع والعشرون، 2010.
- 27- عمر هاشم طه، دور سياسات منح الائتمان المصرفي في تقليل المخاطر وزيادة الأرباح، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 3، العدد 2، 2013.
- 28- عناء عبد الغفار حمود، إطار تحليلي لمبررات وتداعيات الأزمة المالية العالمية، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد الثامن عشر، 2008.
- 29- عيساوي سهام، مرغاد لخضر، استخدامات المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 25، جوان 2014.
- 30- عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس 2004.

- 31- فضيل رباح، الأزمة المالية العالمية الأسباب، الانعكاسات والحلول، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2010.
- 32- قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، القاهرة، 2009.
- 33- ماهر علي الشام، استخدام محاسبة الحماية (التحوط) في إدارة المخاطر المالية في منشآت الأعمال، تنمية الرافدين، العدد 107، مجلد 34، 2012.
- 34- مايح شبيب هدهود، القطاع المالي والمصرفي بين إشكاليات الواقع وآفاق الإصلاح-دراسة في أقطار عربية مختارة-، الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة.
- 35- محمد يونس الصائغ، شيماء عبد الستار جبر الليلة، الأزمات المالية العالمية أسبابها وسبل تجنبها، مجلة الرافدين للحقوق، المجلد 15، العدد 52، 2017.
- 36- مفتاح صالح، بوعبد الله علي، واقع الاستثمار الأجنبي في أسواق الأوراق المالية العربية، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الرابع عشر، ديسمبر 2013.
- 37- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية-دراسة لواقع أسواق 39- الأوراق المالية العربية وسبل كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
- 38- مناضل عباس حسين الجواري، اقتصاد الأزمات والفقاعات مع التركيز على الأزمة المالية العالمية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد الثامن والعشرين.
- 39- نبار محمود قصبه، تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب والتداعيات والعلاج، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الأول 2012.
- 40- نزهان محمد سهو، الأزمة المالية العالمية الراهنة: المفهوم، الأسباب، التداعيات، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الثالث والثمانون، العراق، 2010.
- 41- هالة حلمي سعيد، دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية، سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي، العدد 62، سبتمبر 2000.

42- هوارى السويسى، غالية ملك، أثر التنوع الدولى على خصائص المحفظة المالية، مجلة الباحث، عدد 13، ورقة، 2013.

3-الملتقيات

1-أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية، المؤتمر العلمى الرابع: الريادة والابداع استراتيجيات الاعمال فى مواجهة تحديات العولمة، جامعة فيلادفيا، الأردن، 15-16 مارس 2005.

2- بالرقى تيجانى، تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على اقتصاديات دول المينا وأسبابها فى ضوء ظروفات مفكرى الاقتصاد الإسلامى، الملتقى العلمى: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

3- بربرى محمد أمين، طرشى محمد، التحرير المالى والمصرفى كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية فى الجزائر، المؤتمر العلمى الدولى الثانى حول: إصلاح النظام المصرفى الجزائرى فى ظل التطورات الراهنة، جامعة قاصدى مرياح ورقة، 11-12 مارس 2008.

4- بوشنين لىلى، دور منتجات الهندسة المالية فى استقرار الأسواق المالية، المؤتمر الدولى الأول، منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية 05-06 ماي 2014، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2014.

5- بوعافية سمير، قريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية، الملتقى الدولى: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

6- بوهزة محمد، مرزوقى رقيق، الأزمة المالية والعالمية وآثارها على الاقتصادات العربية، الملتقى الدولى: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

7- سحنون محمود، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمته فى خلق الأزمات، ملتقى دولى حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

- 8- صفية أحمد ابو بكر، أثر الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات GATS على سوق التأمين العربي، الملتقى العربي الثاني: التسويق في الوطن العربي: الفرص والتحديات، الدوحة، 6-8 أكتوبر 2003.
- 9- طارق بلحاج، التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: مشكلة الخطر الأخلاقي في البنوك الإسلامية، جامعة غرداية، بدون سنة.
- 10- عبد الغني حريري، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 11- عبد القادر شلالي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، الملتقى الدولي الأول حول: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، جامعة آكلي أمحمد أولحاج بالبويرة، 26-27 نوفمبر 2013.
- 12- عصماني عبد القادر، أهمية بناء أنظمة إدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات الاقتصادية، الملتقى العلمي الدولي، الأزمة المالية العالمية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 14- مجدي الشورجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، الملتقى الدولي حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، جامعة الشلف، 1-14 ديسمبر 2011.
- 15- ملياني حكيم، شوقي طارق، المشتقات المالية من أدوات للتغطية والتحوط ضد المخاطر إلى مسببا للأزمة المالية، الملتقى الدولي: منتجات تطبيق الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، 5-6 ماي 2014.
- 16- ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 17- نبيل حركاتي، عثمان بودحوش، الأثار المالية والاقتصادية لعقود الخيارات المالية، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، 5-6 ماي 2014.

18- نور الدين بربار، سوسن زيرق، إسهامات تطبيقات الهندسة المالية في معالجة المخاطر المصرفية، الملقى الدولي الأول حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة سكيكدة، 17-18 نوفمبر 2015.

19- يونس صوالحي، آدم وضاح، أدوات التحوط (المشتقات) بين الابتكار والمحاكاة، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 17-18 نوفمبر 2015.

4- أطروحات الدكتوراه ورسائل الماجستير

4-1- أطروحات الدكتوراه:

1- آسيا قاسمي، أثر العولمة المالية على تطوير الخدمات المصرفية وتحسين القدرة التنافسية للبنوك التجارية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2014-2015.

2- بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.

3- بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار اسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.

4- رشام كهينة، أسواق الأوراق المالية واستراتيجيات مواجهة الأزمات المالية العالمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2014-2015.

5- سعاد بوشلوش، إدارة المخاطر المالية في شركات التأمين وإجراءات الرقابة عليها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2015.

6- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.

7- عادل زقير، أثر تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.

8- عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2011-2012.

- 9- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014 - 2015.
- 10- العقريب جمال، القطاع المالي في ظل تحرير حركة رؤوس الأموال وتحدي الأزمات المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- 11- محمد عبد الحميد عبد الحي، استخدام تقنيات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة دكتوراه في العلوم المالية والمصرفية، سوريا، 2014.
- 12- محمد علي، إدارة المخاطر المالية، أطروحة دكتوراه في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2005.
- 13- مداني أحمد، أساليب حماية أسواق الأوراق المالية العربية من الأزمات المالية-حالة الأسواق الناشئة - أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بوعلي سطيف، 2013-2014.
- 14- معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016.
- 15- نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج- دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013.
- 16- نجار حياة، إدارة المخاطر المصرفية وفق إتفاقيات بازل، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس 1، 2014.
- 17- نوردين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف، 2014-2015.
- 18- هند مهداوي، التمويل المصرفي الإسلامي حل بديل للأزمات المالية العالمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2015-2016.
- 19- يابسي لياس، الأثار المحتملة لتحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات GATS، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013.

4-2 رسائل الماجستير:

- 1- حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رسالة ماجستير إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، دمشق، سوريا، 2009.
- 2- حمد مصطفى البطران، العلاقة بين اللامساواة في توزيع الدخل والنمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الأزهر بغزة، فلسطين، 2013.
- 3- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2008، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2011-2012.

5-التقارير:

- 1- أحمد طلفاح، الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية، المعهد العربي للتخطيط.
- 2- تقرير اتحاد الشركات الاستثمارية، أهم البورصات العالمية، الطبعة الأولى نوفمبر 2008.
- 3- التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2006.
- 4- التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2007.
- 5- التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2008.
- 6- التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2009.
- 7- التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2010.
- 8- ديما وليد حنا الرضي، الأسواق المالية: تركيبها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2015.
- 9- مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2005.
- 10- مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2006.
- 11- مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2007.
- 12- مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2008.
- 13- مناخ الاستثمار في الدول العربية لسنة 2009.
- 14- صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2005.
- 15- صندوق النقد الدولي، مارس 2010.

16- نشرة الإحصائيات الاقتصادية للدول العربية، 2013.

6- مواقع الانترنت

1- شعبان فرج، العمليات المصرفية وإدارة المخاطر، من الموقع: www.qu.edu.iq

2- <http://www.businessdictionary.com/definition/dynamic-risk.html> - القاموس

التجاري.

3- WWW.WORLDBANK.org

4- <http://www.legalaffairs.gov.bh/Media/LegalPDF/L0487.pdf>

الجريدة الرسمية، العدد 1736، مارس 1987، ص: 05.

ثانياً: قائمة المراجع باللغة الانجليزية

1- الكتب

1- Andria Vander Merwe, Market liquidity risk, First edition, Palgrave Macmillan, new York, 2015.

2- Antonio Borghesi, Barbara Gaudenzi, Risk management, springer, new york, 2013.

3- David Murphy, Understanding Risk, The theory and practice of financial risk management, London, 2008.

4- Dilip k .Das, financial globalization ; growth, integration, innovation and crisis, 1^{er} edition, Palgrave macmillan, 2010.

5- Douglas Robertson, Managing operational risk, 1st edition, Palgrave Macmillan, new York, 2016.

6- Francisco Javier Poblacion Garcia, Financial risk management, Palgrave macmillan, New York, 2017.

7- Frank J. Fabozzi, Strategies, risks, and rewards, john wiley & sons, Canada, 2004.

8- Gordon L. Clark, Adam D. Dixon and Ashby H.B. Monk, Managing financial risks, oxford university pres, new York, 2009.

9–Imad A.Moosa, **International financial operations**, Palgrave Macmillan, new York, 2003.

10–Joseph R.Bisignon, Wiliam C. Hunter, George G.Kaufman, **Global Financial Crisis**, springer sience and business media LLC, new York, 2000.

11–Karen A.Horcher,**Essential of financial risk management**,John wiley&sons, Canada, 2005.

12–Konrad Raczkowski, Maria Noga, Jaroslaw Klepacki, **Risk management in the polish financial system**, 1st edition, palgrave Macmillan, new York, 2015.

13–Marc Levinson, **Guide to financial markets**, 6th editin, profile books ltd, London, 2014.

14–Marek Dabrowski, **currency crises in emerging markets**, springer science&business media, new York,2003.

15–Peter Moles, **financial risk management**, Hiriott–watt university,Scotland, 2016.

16–Philipe Jorion , **Value at risk**, third edition,united states of America, 2007.

17–Pierre–Richard Agénor and al, **Financial crisis, couses, contagion and consequences**, combridge university press, new York, 1999.

18–Richard Mourhead , Steven Vaughan,**legal risk : definition management and athics** ,London.

19–Robert W.Kalb, **financial contagion** , john wiley& sons, canada, 2011.

20–Shapiro , Alan C. , **Multinational Financial Management** , 7th ed, John Wiley & Sons, New York,2003.

21–Stijn Claessens, Kristing J.Forbes, international financial contagion ,
springer science & business media, new York, 2001.

22–T.R. Hurd, contagion :systemic risk in financial networks, springer,
switzerland, 2016.

23–Tennent ,John,Guide to financial management , profile books
Ltd,London,2008.

24–Walf .M, Fixing global finance, the Johns Hopkins university press,
Maryland,2008.

2-المجلات:

1–Josephe.Stiglitz, Financial markets and development, oxford review of –
economic policy, vol.5, no.4.

2– Naseem A Rahahleh, M.Ishaq Bhatti, Faridah Najuna Misman,
Developments in risk managrment in Islamic finance, journal of risk
financial management, vol 12(1), 37, 2019.

3– Osman Kilic, Surya chelikani, and Thomas Coe, Financial crisis and
contagion:The Effect of 2008 Financial crisis on Turkish Financial
sector, international journal of applied economics, 11(2), septembre 2014.

4–Rudiger Dornbusch, Yung Chul, Stijin Claessens, contagion:
understanding how it spreads, the worlb bank research observer, vol 15,
no.2, 2000.

5–Yangs Tracy, crises, contagion and Est Asia stock market , economics
and financial, no.01, 2002.

6–G.Brindha, M.Ganesan, global financial crises and in indian scenario,
international journal of innovative research in science, engineering and
technology, vol.3, issue1, January 2014.

3 – المذكرات

1–Chan Pui Man, **Risk management in the financial market**, master’s thesis of business administration, the Chinese university of Hong Kong,1996.

2–Chhiv Sok Thet, **financial investment**, doctoral thesis in management, Pannasatra university, combodia, 20014.

3–Jacopo Carmassi, **A Proposal of a new approach to financial crisis**, doctoral thesis in economy,Luiss Guido Carli university, Roma, 2008.

4–Jilber Andrés Urbina Calero, **essays on financial contagion**, doctoral thesis, Rovira I Virgili university,Spain, 2013.

5–Lau Chi Yuen, Joseph and Wong Chi Ho, **The functions of derivatives in financial risk management**, master’s thisis of business administration, the Chinese university of Hong Kong, 1995.

6–Sara Cecchetti, **Analysis of credit risk financial indicators**, doctoral thesis,Luiss Guido Carli, roma, 2012.

4-مواقع الانترنت:

1–Gao Shangquan, **economic globalization : trends, risks and risk prevention**, available from:

http://www.un.org/en/development/desa/policy/cdp/cdp_background_papers/bp2000_1.pdf, 21-03-2019 , at 14:15.

2–Stijn Claessens, Ayhan Kose, **financial crises :explanation, types , and implications** ,electronic journal, february 2013, Available from: www.researchgate.net

ثالثا: قائمة المراجع باللغة الفرنسية

1-الكتب

1–Eddy Fougier, **Parlons mondialisation en 30questions**, édition la documentation française, paris,2012.

2–François Combe, Thibaut Lepinat, **Problèmes monétaire et financiers internationaux**, édition Gualino, paris,2004.

3–Girardin Eric ,**Finance internationale l'état actuel de la théorie**, édition economica, paris, 1992.

4–Henri Bourguinat,**Finance international**, édition press universitaires de France, 1992.

5–Pierre Rammage, **le marché financier**, édition organisation, paris, 2002.

6–Yves Jegourel, **les produits financiers dérivés**, édition découverte, paris,2005.

2-الملتقيات:

1–F.Mishkin, **comment on systemic risk**,conference:banque, marches financières et risqué systémique, 1994.

3 –التقارير:

1–Burkat Olivier, **les crises de change dans les pays émergents**, bulletin de la banque de France, n.74, 2000.

الملاحق

الملحق رقم 01: مؤشر الرسملة السوقية لدولة السعودية

السنوات	مؤشر الرسملة السوقية
2003	0.733114
2004	1.223364
2005	2.048985
2006	0.917772
2007	1.351975
2008	0.525463
2009	0.863407
2010	0.670829
2011	0.050594
2012	0.515506
2013	0.624413

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على نشرة الإحصائيات الاقتصادية للدول العربية 2013، 2015 (الناتج الداخلي الخام)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لصندوق النقد العربي للسنوات محل الدراسة (القيمة السوقية).

الملحق رقم 02: مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشر التجارة الخارجية لدولة السعودية

مؤشر التجارة الخارجية	السنوات	مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر	السنوات
69.8312	2003	-0,0526	2003
75.08284	2004	-0.09878	2004
81.95408	2005	3.579317	2005
89.9446	2006	4.849822	2006
94.86332	2007	5.817561	2007
96.10263	2008	8.263514	2008
84.85834	2009	9.003759	2009
82.54983	2010	6.273969	2010
85.54352	2011	2.940563	2011
83.5118	2012	2.253327	2012
82.70906	2013	1.849332	2013

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على بيانات البنك العالمي للسنوات محل الدراسة.

الملحق رقم 03: مؤشر الرسملة السوقية لدولة قطر

السنوات	مؤشر الرسملة السوقية
2003	1.134618
2004	1.274176
2005	2.052218
2006	1.072838
2007	1.344365
2008	0.74902
2009	0.894388
2010	0.988164
2011	0.73966
2012	0.676996
2013	0.753712

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على نشرة الإحصائيات الاقتصادية للدول العربية 2013، 2015 (الناتج الداخلي الخام)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لصندوق النقد العربي للسنوات محل الدراسة (القيمة السوقية).

الملحق رقم 04: مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشر التجارة الخارجية لدولة عمان

السنوات	مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر	السنوات	مؤشر التجارة الخارجية
2003	0.524152	2003	82.55392
2004	0.616493	2004	90.24744
2005	5.700778	2005	89.3398
2006	5.02673	2006	87.83675
2007	7.829166	2007	94.86332
2008	5.806193	2008	96.47258
2009	3.296373	2009	95.66105
2010	4.673585	2010	106.8618
2011	4.198017	2011	115.7827
2012	2.933496	2012	105.3264
2013	3.225421	2013	116.5541

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على بيانات البنك العالمي للسنوات محل الدراسة.

الملحق رقم 05: مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشر التجارة الخارجية لدولة الكويت

السنوات	مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر	السنوات	مؤشر التجارة الخارجية
2003	-10.5	2003	86.55639
2004	4.3826	2004	89.29611
2005	6.653245	2005	92.24346
2006	8.204608	2006	89.71157
2007	8.631908	2007	91.73138
2008	6.163408	2008	92.68299
2009	9.155253	2009	88.8641
2010	6.233349	2010	97.02803
2011	9.110055	2011	99.11648
2012	5.523006	2012	101.0114
2013	10.38213	2013	97.6067

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على بيانات البنك العالمي للسنوات محل الدراسة.

الملحق رقم 06: مؤشر استثمارات المحفظة المالية لدولة البحرين

السنوات	مؤشر استثمارات المحفظة المالية
2003	-0.24695
2004	-0.31197
2005	-0.34282
2006	-0.55709
2007	-0.46403
2008	0.381173
2009	0.401845
2010	0.184965
2011	0.192226
2012	0.125318
2013	0.042546

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على نشرة الإحصائيات الاقتصادية للدول العربية 2013،
2015.

الملحق رقم 07: مؤشر الرسملة السوقية لدولة الإمارات العربية المتحدة

السنوات	مؤشر الرسملة السوقية
2003	0.214277
2004	0.522468
2005	0.883408
2006	0.497791
2007	0.659334
2008	0.263274
2009	0.306465
2010	0.229233
2011	0.172639
2012	0.170783
2013	0.224103

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على نشرة الإحصائيات الاقتصادية للدول العربية 2013، 2015 (الناتج الداخلي الخام)، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لصندوق النقد العربي للسنوات محل الدراسة (القيمة السوقية).

الملحق رقم 08: مؤشر الاستثمار الأجنبي لدولة الإمارات العربية
المتحدة

السنوات	مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر
2003	4.219751
2004	8.260817
2005	8.111213
2006	10.66906
2007	11.14868
2008	6.619636
2009	1.521289
2010	3.730932
2011	2.660679
2012	3.230904
2013	4.766186

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادًا على بيانات البنك العالمي للسنوات محل الدراسة.

الملخص:

هدفَ موضوع البحث إلى دراسة قنوات تدويل الخطر المالي، وأثرها على أسواق رأس المال في الدول العربية، ومعرفة مدى مساهمة الانفتاح التجاري والمالي في تدويل الخطر المالي وامتداد أثره على أسواق رأس المال في الدول العربية عامة، ودول مجلس التعاون الخليجي بصفة خاصة، ولتحقيق هدف الدراسة تم تحليل تطور مؤشرات أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي، وتحليل الصادرات والواردات والاستثمار الأجنبي المباشر الصادر والوارد، مدعمين ذلك بدراسة قياسية، باستخدام أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، لعينة متكونة من ست دول (المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، سلطنة عمان، دولة قطر، دولة الكويت)، باعتبارها أكثر الدول العربية انفتاحًا على العالم الخارجي، للفترة الممتدة من 2003 إلى 2013.

الكلمات المفتاحية: عولمة مالية، تدويل الخطر المالي، انفتاح تجاري مالي، أزمات مالية.

Résumé :

L'objectif de cette recherche est d'étudier les canaux d'internationalisation du risque financier, de son impact sur les marchés des capitaux dans les pays arabes, et de connaître l'ampleur de la contribution du commerce et de l'ouverture financière à l'internationalisation de la menace financière ainsi que son impact sur les marchés des capitaux dans les pays arabes en général et les pays du CCG en particulier. Afin d'y parvenir, nous avons analysé l'évolution des indicateurs des marchés de capitaux dans les pays du CCG en analysant les exportations, les importations et l'investissement étranger direct à l'intérieur et à l'extérieur, à l'aide d'une approche empirique, en utilisant la méthode (Panel Data) pour un échantillon composé de six pays (Arabie saoudite, EAU, Bahreïn, Oman, Qatar et Koweït), étant donné qu'ils sont considérés comme les pays arabes les plus ouverts sur le monde extérieur. L'étude a constaté, entre 2003 et 2013.

Mots clés : mondialisation financière, internationalisation des risques financiers, ouverture commerciale et financière, crises financières.

Abstract :

The purpose of the research title is to study the channel's financial risk, and its effects on the equity capital's markets in the Arabic countries, and to know how the commercial openness contributes in the internationalization of the financial risk and its extension's effect on capital markets generally of the Arabic counties and specially on the countries of the Gulf Cooperation Council (GCC). Yet, in order to achieve this purpose, we make an analyses on the development of the indicators of markets in the GCC 's countries , via

analyzing the imports and the exports and the direct input/ output foreign investments supported by a standard study using a panel data for a sample which consists of six countries(Saudi Arabia, Emirate, Bahrain, Oman, Qatar, Kuwait) , since it is considered as the most Arabic countries openness to the outside world, in the period from 2003 till 2013.

Key words: financial globalization, internationalization's financial risk, commercial and financial openness 's, financial crisis.