

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة أمحمد بوقرة *بومرداس*



كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

أطروحة دكتوراه الطور الثالث ل.م.د

شعبة: علوم اقتصادية
تخصص: اقتصاد كمي

العلاقة بين سوق الأوراق
المالية والاقتصاد الحقيقي
- دراسة قياسية لحالة بعض
الدول النامية -

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

سعيج عبد الحكيم

من إعداد الطالبة:

محصر مريم

نوقشت وأجيزت يوم: 2023/01/19

وتتكون لجنة المناقشة من:

رئيسة	جامعة بومرداس	أستاذة التعليم العالي	أوكيل نسيمة
مشرفا ومقررا	جامعة بومرداس	أستاذ التعليم العالي	سعيج عبد الحكيم
ممتحنا	جامعة بومرداس	أستاذ التعليم العالي	بوشة محمد
ممتحنا	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر - أ -	جنان أحمد
ممتحنا	جامعة الجزائر 3	أستاذ التعليم العالي	بلمهدي طارق

السنة الجامعية: 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

اللهم لك الحمد والشكر ملء السموات والأرض وملء ما بينهما، على توفيقك لنا لإكمال هذه الأطروحة وعلى حسن تدبيرك لكل أمورنا،

ومن منبرنا هذا نتقدم بالشكر الجزيل إلى من كان له الفضل وطول الصبر في تحمل قراءة أطروحتنا وتصحيح فصولها، إلى أستاذنا ومرشدنا البروفيسور "سعيد عبد الحكيم"، الذي غمرنا بفائض كرمه وتوجيهاته القيمة والذي كان له الأثر الطيب في إخراج هذه الرسالة في صورتها النهائية.

ويسعدنا مع انتهاء هذه الدراسة المتواضعة و من دواعي الاعتراف بالجميل أن نتقدم أيضا بالشكر الجزيل وفائق الاحترام والتقدير إلى من علمنا حرفا أو رمزا أو حكمة منذ نشأتنا إلى اليوم؛ إلى جميع أساتذتنا في الطور الابتدائي، المتوسط خاصة، الثانوي وكل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية لجامعة أمحمد بوقرة وعمالها على ما قدموه لنا، ونختص بالذكر أستاذنا الدكتور "بوشة محمد"

ونتقدم بالشكر إلى كل من ساهم بالتشجيع، السؤال أو المساعدة قبل وأثناء إعداد هذا البحث، خاصة زميلاتي في القسم: "وسيلة"، "حفصة"، "قورايا" والدكتور: "خدير زكريا"،

وأوجه مسبقا كل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة، لقبولهم مناقشة أطروحتنا وعلى سعة صبرهم لقراءة وتقييم هذا البحث.

فلعل هؤلاء وأولئك الذين لا يتسع المقام هنا لذكرهم جميعا نوجه شكرنا ومحبتنا، جزاكم الله عَنَّا خَيْرَ الْجَزَاءِ ووفقتنا وإياكم.

والحمد لله من قبل ومن بعد، فهو ولي كل توفيق

مريم

إهداء

إلى من ضحت من أجلنا، إلى من ربنا على حب العلم وتحمل مشقاته، أمي حفظها الله
إلى عشقي الأزلي، إلى قدوتي الأولى ونبراسي الذي ينير دربي ، أبي قرّة عيني
إلى روح أجدادي الذين أحبهم، رحمكم الله جميعا
إلى زوجي، وإلى والديه الكريمين أطال الله في عمرهما
إلى أختاي لبنى وخولة وعائلتيهما
إلى أخوأي: عبد الرحمان وطه ياسين
إلى أبنائي محمد عبد الجليل، لقمان ويونس

إلى كل الذين أحاطوني بمساعدتهم وبحبهم: أهلي وأبنائهم وإلى كل عائلة تولماتين، محصر، بن
عمر وش، بن نافلة، بن صالح، سفيان
إلى رفيقات دربي وصديقاتي خاصة: أمينة، فاطمة ومنال
إلى كل من علموني أن العلم سلاح والأخلاق نخيرته، أساتذتي في كل الأطوار
إلى كل أم تحارب من أجل الوصول إلى هدفها رغم كل الظروف
إلى كل مخترع ومطور للتكنولوجيا، وإلى كل من ساعد في إيصالها لنا
إلى كل من قضى زهرة شبابه في محراب العلم المقدس
إلى كل من فتح هذه الرسالة وتصفح أوراقها بعدي
إلى المتيمين حبا وإخلاصا لدينهم ووطنهم
إلى الجزائر مطلع المعجزات

أهدي هذا العمل

الفهرس

الصفحة	المحتوى
III	كلمة شكر وتقدير
IV	الإهداء
V	الفهرس
IX	قائمة الجداول، الأشكال والملاحق
XII	قائمة الرموز والمختصرات
XIII	المستخلص
أ-ظ	مقدمة
1	الفصل الأول: الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول: مفهوم السوق المالي وسوق الأوراق المالية
19	المطلب الثاني: خصائص ووظائف أسواق الأوراق المالية وشروط قيامها
26	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية
41	المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية
41	المطلب الأول: ماهية الأسهم
53	المطلب الثاني: ماهية السندات
61	المطلب الثالث: الأدوات المالية المبتكرة (المشتقات)
67	المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية ومؤشرات المالية
67	المطلب الأول: كفاءة أسواق الأوراق المالية
71	المطلب الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
80	خلاصة الفصل
81	الفصل الثاني: مؤشرات الاقتصاد الحقيقي (مؤشرات الأداء الاقتصادي)
82	تمهيد
83	المبحث الأول: الإطار النظري لمؤشرات الاقتصادية الكلية
83	المطلب الأول: مفهوم الناتج المحلي الإجمالي
85	المطلب الثاني: ماهية النمو الاقتصادي
90	المطلب الثالث: التضخم مفهومه ومؤشرات قياسه
102	المبحث الثاني: المؤشرات المالية والنقدية والمؤشرات التنافسية
102	المطلب الأول: ماهية سعر الصرف
112	المطلب الثاني: الجوانب النظرية لسعر الفائدة
122	المبحث الثالث: المؤشرات الاقتصادية الخارجية

122	المطلب الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي المباشر
129	المطلب الثاني: مفاهيم ميزان المدفوعات
132	المطلب الثالث: مفاهيم التجارة الخارجية
139	خلاصة الفصل

140 الفصل الثالث: الأزمات المالية التي ضربت اقتصاديات الدول النامية

141	تمهيد
142	المبحث الأول: مدلول الأزمة والأزمة المالية
142	المطلب الأول: التعريف بالأزمة والأزمة المالية
145	المطلب الثاني: خصائص ومميزات الأزمة المالية وأنواعها
154	المطلب الثالث: العوامل المسببة للأزمات المالية
159	المبحث الثاني: أهم الأزمات المالية المعاصرة
160	المطلب الأول: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997
172	المطلب الثاني: أثر أزمة الرهن العقاري 2008 على الدول النامية
200	المطلب الثالث: أزمة الديون السيادية الأوروبية
219	المبحث الثالث الأول: اقتصاديات الدول النامية وتأثرها بالأزمات المالية
219	المطلب الأول: الملامح الأساسية لاقتصاديات الدول النامية
223	المطلب الثاني: معوقات النمو الداخلية للدول النامية وعلاقتها بوتيرة انتشار الأزمات المالية
228	المطلب الثالث: معوقات النمو الخارجية للدول النامية وعلاقتها بتفشي الأزمات المالية
231	خلاصة الفصل

232 الفصل الرابع: دراسة قياسية باستعمال نموذج ARDL bound test

233	تمهيد
234	المبحث الأول: دراسة نظرية حول استقرار السلاسل الزمنية ونموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة بمقاربة اختبار الحدود
234	المطلب الأول: دراسة نظرية حول استقرار السلاسل الزمنية
243	المطلب الثاني: نماذج الانحدار الذاتي ونماذج الإبطاء الموزعة بمقاربة اختبار الحدود (<i>Autoregressive Distributed Lag (Ardl bound testing) approach</i>)
249	المبحث الثاني: دراسة العلاقة بين مؤشرات الاقتصاد الحقيقي والمؤشر العام للسوق الرأسمالي (توصيف النموذج القياسي للدراسة)
250	المطلب الأول: مقارنة بحثنا ببعض الدراسات السابقة
254	المطلب الثاني: نموذج من بورصات دول العجز المالي

279	المطلب الثالث: نموذج من بورصات دول الفائض المالي
303	خلاصة الفصل
304	الخاتمة
310	الملاحق
322	قائمة المراجع

قائمة الجداول، الأشكال والملاحق

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
50	أنواع الأسهم العادية	(1-1)
66	أهم الفوارق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	(2-1)
79	أهم مؤشرات البورصات العالمية والعربية	(3-1)
126	الآثار الايجابية والسلبية للاستثمار الأجنبي المباشر	(1-2)
-250 253	نظرة قياسية عن الدراسات السابقة	(1-4)
255	التحليل الاحصائي لمتغيرات الدراسة (الأردن)	(2-4)
261	جدول يوضح مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة الجديدة المعيارية	(3-4)
263	رموز المتغير التابع والمتغيرات المستقلة لدولة الأردن	(4-4)
266	نتائج اختبار ADF لاستقرارية السلاسل الزمنية لدولة الأردن	(5-4)
266	نتائج اختبار PP لاستقرارية السلاسل الزمنية لدولة الأردن	(6-4)
267	نتائج اختبار Hegy test لاستقرارية السلاسل الزمنية لدولة الأردن	(7-4)
272	تقدير نموذج <i>ARDL bound test</i> (الأردن)	(8-4)
268	نتائج اختبار فترة التباطؤ لبيانات الدراسة (الأردن)	(5-4)
272	نتائج اختبار <i>ARCH</i> (الأردن)	(9-4)
270	نتائج اختبار <i>Glejser</i> (الأردن)	(10-4)
273	نتائج/ اختبار <i>LM test</i> (الأردن)	(11-4)
274	نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك (الأردن)	(12-4)
276	نتائج اختبار العلاقة قصيرة الأجل <i>Ecm</i> (الأردن)	(13-4)
278	اختبار التكامل المشترك وفق منهجية <i>ARDL bound test</i> (نتائج اختبار العلاقة طويلة الأجل)، (الأردن)	(14-4)
284	التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة (الكويت)	(15-4)
289	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المعيارية (الكويت)	(16-4)

288	رموز المتغير التابع والمتغيرات المستقلة لدولة الكويت	(17-4)
293	نتائج اختبار ADF لاستقرارية السلاسل الزمنية (الكويت)	(18-4)
294	نتائج اختبار PP لاستقرارية السلاسل الزمنية (الكويت)	(19-4)
295	اختبار Hegy test لاستقرارية السلاسل الزمنية الفصلية (الكويت)	(20-4)
299	نتائج تقدير النموذج $ARDL(2,4,4,4,3,2,2,3)$ (الكويت)	(21-4)
300	نتائج اختبار ARCH (الكويت)	(22-4)
300	نتائج اختبار Glejser (الكويت)	(23-4)
301	نتائج اختبار LM test (الكويت)	(24-4)
302	اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bound test) (الكويت)	(25-4)
303	نتائج اختبار العلاقة قصيرة الأجل Ecm (الكويت)	(26-4)
306	نتائج اختبار العلاقة طويلة الأجل (الكويت)	(27-4)

قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
126	محددات الاستثمار الأجنبي المباشر	(1-2)
264	شكل الانتشار لمتغيرات دولة الأردن	(1-4)
270	نتائج اختبار فترة التباطؤ لبيانات الدراسة (الأردن)	(2-4)
274	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي تقدير النموذج $ARDL$ (الأردن)	(3-4)
280	إختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM لدولة الأردن	(4-4)
280	إختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM-Q لدولة الأردن	(5-4)
292	شكل الانتشار لمتغيرات دولة الكويت	(6-4)
298	نتائج اختبار فترة التباطؤ لبيانات الدراسة (الكويت)	(7-4)
301	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي تقدير النموذج $ARDL$ (الكويت)	(8-4)
308	اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM (الكويت)	(9-4)
308	اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM Q (الكويت)	(10-4)

قائمة الملاحق:

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
--------	--------------	------------

311	بتحديد عدد درجات الإبطاء باستخدام نموذج الـ VAR واختبار Lag Length Criteria	(1)
-----	---	-----

قائمة الرموز والمختصرات:

الرمز	الدلالة
<i>ARDL bound test</i>	نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة بمقاربة اختبار الحدود
<i>Cpi</i>	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (2010=100)-نقطة التضخم
<i>Infl</i>	التضخم
<i>Bcmr</i>	الميزان التجاري
<i>Cpmer</i>	الحساب الجاري
<i>Expo</i>	الرقم القياسي لأسعار المستوردات
<i>Impo</i>	الرقم القياسي لأسعار الصادرات
<i>m2</i>	عرض النقد (2ع)
<i>Resc</i>	سعر إعادة الخصم-نسبة مئوية
<i>Pib</i>	الناتج المحلي الإجمالي
<i>Relexchg</i>	سعر الصرف الحقيقي
<i>Intrst</i>	سعر فائدة الإيداع قصير الأجل
<i>ADF</i>	ديكي فولر الموسع
<i>PP</i>	فيليبس بيرون
<i>HEGY</i>	<i>Hylleberg, Engle, Granger and Yoo</i>

المستخلص:

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد الحقيقي لعينة من الدول النامية، كإجابة على الإشكالية التي طرحناها والمتمثلة في: ما مدى تأثير مؤشرات الاقتصاد الكلي على سوق الأوراق المالية في حالة الدول النامية على المدىين الطويل والقصير؟، ولذلك قمنا في دراستنا التحليلية بتطبيق منهجية التكامل المشترك لفحص تأثير المدى الطويل والقصير باستخدام منهجية نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع بمقاربة اختبار الحدود *ARDL bound testing approach*. واستخدمنا فيها بيانات فصلية ممتدة من الفصل الأول لعام 2006 إلى الفصل الرابع لعام 2020.

وتمثلت عينة الدراسة في سوق الأردن للأوراق المالية وسوق الكويت للأوراق المالية وأخذنا البيانات من مواقع البنوك المركزية والبورصات لهذه الدول، وكشفت هذه النتائج عن عدم وجود علاقة بين بعض المتغيرات المختارة والمؤشر العام للبورصة، كما دلت نتائج الاختبار أيضاً على وجود علاقة تكامل مشترك وعلاقة طويلة وقصيرة الأجل تتجه من مؤشرات الاقتصاد الكلي إلى المؤشر العام لسوق الأوراق المالية، مثل كل من العرض النقدي، الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة على الودائع، الرقم القياسي للاستهلاك، الحساب الجاري، سعر الصرف وسعر الخصم.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، مؤشرات الاقتصاد الحقيقي، اقتصاد البلدان النامية، الأزمات المالية، نموذج *ARDL bound testing approach*.

Abstract:

This study sets out to assess the interaction/correlation/relationship between the stock market in a sample of developing countries and their economy. In doing so, we aim to effectively answer our following research problem :

What is the extent of the macroeconomic indicators impact on stock market's in the case of developing countries in the long and short term?

In our analytical study, we applied the methodology of Co-integration to examine the effect of the long and short run using the autoregressive distributed time lag model methodology with the *ARDL bound testing approach*. We used quarterly data from the first quarter of 2006 to the fourth quarter of 2020.

The samples of the study were the Kuwait Stock Exchange and the Jordan Stock Exchange where both countries' data were collected from the official website of the central banks as well as their respective stock exchange statistics.

these results revealed that there is no relationship between some selected variables and the general stock index.

The results of the test also indicated the existence of a co-integration relationship and a long-short term relationship moving from the macroeconomic indicators to the general index of the stock market as; money supply, gross domestic product, interest rate on Deposits, consumption, the current account, the exchange rate and the discount rate.

Keywords: stock market, real economy indicators, economy of developing countries, financial crises, *ARDL bound testing approach*.

مقدمة

تمهيد:

يسيطر المال على الجزء الأكبر من اهتمامات وأولويات الناس والدول على حد سواء، فهو وسيلة هامة لتلبية الحاجيات الضرورية للإنسان كما أنه يتيح فرصا عظيمة لاختيار الأفضل دائما والوصول إلى الحرية المبتغاة، فهو وبلا منازع يعتبر مؤشر مهم لتقدم ونهوض المجتمع والدولة اقتصاديا على مر العصور والأزمنة المختلفة.

وعليه وجب علينا إدراك دور وأهمية القطاع المالي وعدم إهماله فهو الذي يعمل كمحفز في تعزيز النشاط الاقتصادي للدولة. كما أنه مرآة عاكسة للأداء الاقتصادي فيها. وينشط القطاع المالي

إلى فرعان رئيسيان الأول هو القطاع المصرفي والثاني هو سوق رأس المال، هذا الأخير والذي يشمل سوق الأوراق المالية.

إذ مع تزايد الانفتاح المالي وبالتالي تحرير المعاملات المالية، برزت أهمية التمويل غير مباشر كأحد الآليات الهامة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية على حد سواء، وتبلورت فكرة تطويرها بالحاجة إلى إنشاء جهاز تمويلي عبارة عن أسواق المال عامة، والبورصة خاصة والتي تمثل القناة التي تتساقط فيها الأموال من وإلى مختلف فئات وقطاعات المجتمع والدول وتسمح بتدخل متعاملين ماليين للتوفيق بين الطالبين والعارضين بصفة عامة.

إذ تحفز سوق الأوراق المالية المنظمة على تنشيط فرص الاستثمار حول العالم من خلال تعبئة المدخرات وتمويل المشاريع الإنتاجية عوضاً عن بقائها مجمدة، ما يساعد على تخصيص كفاءة رأس المال، زيادة سيولة الأصول المالية، إمكانية تنويع لتجنب المخاطر، العالمية والمحلية، تسهيل تبادل السلع والخدمات، وهذا كله بدوره يحفز النشاط الاقتصادي الحقيقي للدول.

حتى أن الأكاديميون ركزوا على المساعدة البناءة للقطاع المالي لمؤشرات الاقتصاد الكلي في القرنين التاسع عشر والعشرين. على الرغم من اتجاه السببية لم يكن واضحاً بين النمو الأعلى في القطاع المالي ومعدلات نمو الاقتصاد الحقيقي للدول. أولت الأدبيات الحديثة اهتماماً كبيراً ومتزايداً حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. إذ أجريت معظم هذه الدراسات على الأسواق المتقدمة حيث تكون جميع الجوانب أكثر كفاءة ومرتبطة بشكل جيد مع الاقتصاد العام. كما تبلغ القيمة الإجمالية للسوق نسبة كبيرة من الإجمالي الناتج المحلي (GDP) للدول. لكن في الجانب الآخر يعتقد منظرو الاقتصاد التقليديون أنه لا توجد علاقة بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد العيني. فهم يرون أن أسواق الأوراق المالية ليست مؤسسات ضرورية لتحقيق مستويات عالية من النمو الاقتصادي. وهي عبارة عن عامل يضر بالتنمية الاقتصادية بسبب قابليتها للتأثر بفشل السوق أو الأزمات، والذي يتجلى غالباً في الطبيعة المتقلبة لأسواق الأوراق المالية في العديد من البلدان النامية. لكن هناك عدد قليل جداً من الدراسات التي تحلل العلاقة في الأسواق النامية والناشئة. ولهذا أردنا أن يكون هذا البحث كإضافة حول هذه الأسواق.

إذ يتحرى هذا البحث في العلاقة طويلة المدى وكذلك على المدى القصير بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية في بعض الدول النامية. أما عن الدول المنتقاة فهي الدول التي تحولت نحو اقتصاد السوق، وإتباع برامج الخصخصة، وإتباع أدوات الإصلاح الاقتصادي الهيكلي بعد إثبات عجز القطاع العام لوحده في تحقيق معدلات عالية من النمو. ما أدى إلى حدوث تحولات كبيرة في استراتيجيات التنمية المتبعة فيها، واتخاذ سلسلة إجراءات لتعزيز جاذبية هذه الأسواق للاستثمارات المالية المحلية والأجنبية، ومن بين الإجراءات التي اتخذتها في ذلك إنشاء وإعادة هيكلة الأسواق المالية بهدف حشد الموارد المالية.

أولاً. طرح الإشكالية

- تؤدي أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، وفي بحثنا هذا سلطنا الضوء على أثر متغيرات الاقتصاد الحقيقي في أسواق الأوراق المالية للدول النامية ويهدف البحث إلى الإجابة على الإشكالية التالية:
- ما مدى تأثير مؤشرات الاقتصاد الكلي على سوق الأوراق المالية في حالة الدول النامية على كل من المدى الطويل وال المدى القصير؟
- وتتفرع إشكالية البحث إلى الأسئلة الفرعية التالية:
- ما المقصود بأسواق الأوراق المالية؟، ما هي الظروف التي أدت إلى ظهورها؟، ما هي آلية عملها؟ وما هي الأدوات المالية المتداولة فيها؟،
 - ماهي مؤشرات الاقتصاد الحقيقي؟،
 - ماهي أبرز الأزمات المالية العالمية الحديثة، وفيما تتمثل الإجراءات والسياسات التي احتوت الآثار السلبية لها؟
 - ماهي مميزات اقتصاديات الدول النامية؟،
 - هل تؤثر مؤشرات الاقتصاد الكلي بالإيجاب أو السلب على أسواق الأوراق المالية؟.

ثانياً. فرضيات الدراسة

- في إطار بحث هذا الموضوع انطلقت الدراسة من الفرضيات التالية والتي يجب إثباتها أو نفيها ضمن نتائج الدراسة:
- الفرضية الأولى:** توجد علاقة قصيرة أو طويلة الأجل بين المؤشر العام لسوق الأوراق المالية وبعض مؤشرات الاقتصاد الكلي.
- الفرضية الثانية:** لا يوجد تأثير معنوي لبعض مؤشرات الاقتصاد الحقيقي على سوق الأوراق المالية في البلدان النامية.

ثالثاً. أهمية الدراسة

تتمثل أهمية هذه الدراسة في كون سوق الأوراق المالية من ممولي الاقتصاد الوطني، وبالتالي تعتبر مطور ومنعش للاستثمار وبناء اقتصاديات متينة، تتنوع وتختلف فيها الموارد المتاحة للتمويل. إذ أسالت فكرة الأسواق المالية الكثير من الحبر والجدل والنقاش في الاقتصاديات المعاصرة بينما لم تلقى نفس الاهتمام من طرف الدول النامية. كما تعتبر الأسواق المالية الحيز الذي يتم فيه عرض المدخرات من جانب والطلب عليها في التمويل بالجانب الآخر، وهي بذلك تعد من أهم وسائل الاستثمار للأفراد والشركات، فضلاً عن الدور بالغ الأهمية الذي تؤديه عبر آلياتها في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية.

وبهذا تكمن أهمية هذه الدراسة في تسليط الضوء على أسواق الأوراق المالية في الدول النامية وعلاقتها بمؤشرات الاقتصاد الكلي فيها.

رابعاً. هدف الدراسة

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

- محاولة الإحاطة بشتى الجوانب النظرية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية،
- محاولة التعرف على مؤشرات الاقتصاد الحقيقي،
- محاولة الكشف عن أهم أزمات أسواق الأوراق المالية العالمية، وآثارها على أسواق الأوراق المالية والحلول التي طرحت للخروج منها،
- محاولة الكشف عن أثر التغيير في المتغيرات الاقتصادية المختارة على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة باستخدام بيانات فصلية وما إذا كانت هناك علاقة طويلة أو قصيرة الأجل في حالة البلدان النامية، باستخدام منهجية ARDL bound test.

خامساً. منهج الدراسة

نظراً لطبيعة موضوعنا وبغية إحاطته بجميع جوانبه للوصول للعلاقة المطلوبة قمنا بمزج عدة مناهج وهي: المنهج الوصفي والتحليلي (القياسي). إذ اعتمدنا على المنهج الوصفي فيما يخص الجانب النظري للموضوع والذي تناولنا فيه عرض العناصر المتطلبة لإقامة سوق الأوراق المالية، وعرفنا فيه الأدوات المالية المتداولة فيها. كذلك تعرفنا على مؤشرات الاقتصاد الكلي والأزمات المالية العالمية كذلك أخذنا لمحة عن اقتصاديات الدول النامية.

بالإضافة إلى المنهج التحليلي (القياسي) باتخاذ نموذج قياسي اعتماداً على بيانات السلاسل الزمنية السنوية للفترة الممتدة من الفصل الأول 2006 إلى الفصل الرابع 2020. وللإجابة على الإشكالية المطروحة، واختبار مدى صحة الفرضيات المقدمة.

سادساً. حدود الدراسة الزمانية والمكانية

تحاول هذه الدراسة تحليل العلاقة بين لسوق الأوراق المالية ومؤشرات الاقتصاد الحقيقي للبلدان النامية خلال الفترة الممتدة ما بين الفصل الأول ل2006- الفصل الرابع ل2020.

وقد اعتمدنا في دراستنا على سوق الأردن للأوراق المالية كونها تعد سوق دولية جد متفتحة إذ أنها ترتبط ارتباطاً وثيقاً بأسواق الأوراق المالية العالمية وتعتبر من أهم أسواق الأوراق المالية في الشرق الأوسط كما أنها تتميز بالتنظيم المحكم وهذا باستعمال أحدث وسائل التداول، وتنتهي دولة الأردن إلى دول العجز في الدول النامية.

كما أضفنا في دراسنا هذه سوق الكويت للأوراق المالية وهذا باعتبارها سوق دولية وكذا سوق عربية مهمة وهذا من حيث عدد الشركات المدرجة، حجم التداول، استعمال أحدث وسائل الاتصال والتكنولوجيا للإحكام التنظيم في البورصة، والعديد من المعايير الأخرى غير أن دولة الكويت تعتبر من دول الفائض في دول الخليج.

سابعاً. أسباب اختيار الموضوع

اختيار هذا الموضوع ليس وليد الصدفة بل نتيجة لحاجة واقعية ونظرية حول علاقة سوق الأوراق المالية بالاقتصاد الكلي هذا من جهة. العمل بنظام البورصة في البلدان المتقدمة منذ أكثر من عقد من الزمن، ومعرفة مكانة الدول النامية في العالم خاصة ضمن العولمة المالية والاقتصادية ومن جهة أخرى موضوع بورصة الأوراق المالية من المواضيع المستحدثة، والتي أصبحت تثير الكثير من الجدل حول مدى فعاليتها وصمودها خاصة عند حدوث الأزمات المالية كذلك النقص الكبير فيما يتعلق بالدراسات حول هذا الموضوع فيما يخص الدول النامية.

ثامناً. مساهمة الدراسة

بما أن الدراسة التي بين أيدينا تعتبر من مواضيع الساعة فإنها ستساهم أساساً في:

- توضيح الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية والاقتصاد الكلي،
- معرفة الأسباب الحقيقية التي أدت إلى الأزمات المالية الحديثة حول العالم،
- الإحاطة بنظرة حول واقع اقتصاديات البلدان النامية،
- محاولة عرض دراسة قياسية تبين مدى تأثير مؤشرات الاقتصاد الحقيقي على سوق الأوراق المالية للفترة من الفصل الأول 2006 إلى الفصل الرابع 2020 في بعض الدول النامية، وباستعمال بيانات فصلية.

تاسعاً. الدراسات السابقة

اكتسب موضوع دراستنا أهمية متزايدة في الآونة الأخيرة إذ هناك العديد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع إما نظريا أو قياسيا. وفيما يلي سنحاول تلخيص بعض الدراسات التي تم الاطلاع عليها:

1- دراسة **John Jideofochizea** بعنوان Stock Market Development and Economic Growth in nigeria; A time series study for the period 1980-2007.

تطور السوق المالي والنمو الاقتصادي في نيجيريا: دراسة السلاسل الزمنية للفترة الممتدة بين 1980-2007. عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة من طرف مدرسة إدارة الأعمال بجامعة نورث ومبريا ببريطانيا سنة 2012 بحيث تدور إشكالية هذه الدراسة حول على ما إذا كان تطوير السوق المالي كان له تأثير على النمو الاقتصادي في نيجيريا.

وقد قسم الباحث رسالته إلى قسمين، حيث يتناول القسم الأول القاعدة النظرية للموضوع من خلال الفصول الأربعة الأولى، فتناول الفصل الأول مقدمة الأطروحة، أما الفصل الثاني الدراسة النظرية لكل من السوق المالي والنمو الاقتصادي أما الفصل الثالث فتناول البحث التجريبي للسوق المالي مع تبيان حالة نيجيريا وأخيرا الفصل الرابع الذي يتناول اقتصاد نيجيريا ونظامها المالي.

أما القسم الثاني التطبيقي فقسمه إلى ثلاث فصول إذ تناول الفصل الخامس طريقة البحث، وتطرق في الفصل السادس إلى مناقشة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في نيجيريا، أما أخيرا وفي الفصل السابع فقد لخص النتائج والخاتمة.

تدرس الأطروحة العلاقة السببية طويلة المدى بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. باستخدام بنكا واحداً وثلاثة مقاييس لتطوير سوق الأوراق المالية. تطبق الدراسة بشكل خاص نماذج (VAR) ونماذج (VECM) في اختبار وجود علاقة. تشير النتائج التي تم الحصول عليها من الدراسة إلى وجود تكامل مشترك بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في المدى القصير والطويل. هذا يشير إلى أن تطوير سوق الأوراق المالية يؤثر على النمو الاقتصادي في نيجيريا.

كما تشير نتائج اختبار جرانجر للسببية إلى وجود اتجاهين في العلاقة بين تطوير سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. نتائج الدراسة تدعم الرأي القائل بأن تطوير سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في نيجيريا مكملين لبعضهما وأي تحسينات فيه سيكون لسوق الأوراق المالية تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي في نيجيريا.

2- دراسة **Rateb Mohamed Abu-Sharia** بعنوان A theoretical and empirical study of stock reform and economic growth: a case study of arab market development, economic countrie.

دراسة نظرية وقياسية لتطور سوق الأوراق المالية والإصلاح الاقتصادي والنمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول العربية. عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة من طرف كلية إدارة الأعمال فرع العلوم الاقتصادية والمال بجامعة ويسترن سيدني أستراليا سنة 2005 بحيث تدور إشكالية هذا البحث حول على ما إذا كان تطور سوق الأوراق المالي والإصلاح الاقتصاد له تأثير على النمو الاقتصادي، وإن كان كذلك، كيف يكون هذا التأثير؟.

وقد قسم الباحث رسالته إلى قسمين، حيث يتناول القسم الأول القاعدة النظرية للموضوع من خلال الفصول الأربعة الأولى، فتناول الفصل الأول الإطار النظري للموضوع، أما الفصل الثاني فتحدث عن مراجعة الدراسات لكل من تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، أما الفصل الثالث فتناول الجانب النظري لسوق الأوراق المالية والإصلاح الاقتصادي والنمو الاقتصادي. الفصل الرابع الذي يتناول نظرة عامة على الاقتصاديات العربية وسوق الأوراق المالية. وأخيراً الفصل الخامس الذي يقارن فيه الأسواق المالية العربية وأسواق شرق آسيا والمحيط الهادئ وأسواق مجموعة الدول الصناعية الكبرى.

أما القسم الثاني التطبيقي فقسمه إلى ثلاث فصول إذ تناول الفصل السادس دراسة قياسية لأسواق الأوراق المالية العربية، وشمل الفصل السابع: دراسة قياسية مقارنة للدول المذكورة في الفصل الخامس أما ختاماً وفي الفصل الثامن فقد تحدث عن الأبحاث المستقبلية، التوصيات والخاتمة.

استعمل الباحث في الدراسة القياسية نماذج panel مستخدماً ثلاثة طرق قياسية مختلفة لمقدرات OLS وSLS2 وGMM للعينة الأساسية من الدول العربية. ثم قارن نتائج التقدير مع نتيجتين مختلفتين وهي دول شرق آسيا والمحيط الهادئ واقتصادات مجموعة السبع الكبرى، خلال الفترة 1980-2002. أشارت أهم النتائج إلى أن البورصات العربية ليس لها تأثير معنوي على النمو الاقتصادي بسبب الافتقار إلى الشفافية وعدم السيولة التي تحد من فعالية هذه الأسواق في الاقتصاد. في المقابل، النتائج من دول شرق آسيا والمحيط الهادئ واقتصادات مجموعة السبعة الكبرى اقترحت أن تطوير سوق الأوراق المالية له تأثير كبير على النمو الاقتصادي ويرتبط إيجابياً به.

3-دراسة **Sarkar Agnirup** بعنوان: Analysis of Stock Market Dynamic General Equilibrium Economy Behaviour in a Growing.

تحليل التوازن العام الديناميكي لسلوك سوق المال في الاقتصاديات النامية، عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة من طرف مدرسة إدارة الأعمال بجامعة دورهان ببريطانيا سنة 2016، بحيث تدور إشكالية هذا البحث حول إمكانية تأثير الأسواق المال على النمو الاقتصادي.

وقد قسم الباحث رسالته إلى ثلاث فصول، فتناول الفصل الأول التمهيدي الإطار النظري للعلاقة بين نسبة رسملة السوق والنمو. كما تطرق إلى الجانب النظري القياسي، أما الفصل الثاني فتحدث عن رسملة السوق والنمو في إطار التوازن العام مع قيد الاقتراض، كما تطرق الفصل الثالث إلى رسملة السوق، النمو في إطار التوازن العام مع قيد الاقتراض.

تتحقق هذه الأطروحة من السلوك قصير المدى الأني لسوق الأوراق المالية والنمو في إطار التوازن العام الديناميكي العشوائي، إذ أثبتت النتائج وجود ارتباط إيجابي وهام بين نسبة الرسملة السوقية والنمو يتحركان في نفس الاتجاه في المدى القصير. كما أشار اختبار السببية إلى أن رسملة سوق الأوراق المالية تسبب النمو وليس العكس هذا بالنسبة لمعظم دول العينة كما أشار تحليل VAR إلى أن نمو نصيب الفرد يتأثر بشكل كبير بالقيم السابقة لنسبة رسملة السوق، على الرغم من أن العكس ليس كذلك.

وفي سوق المنافسة الغير تامة باستعمال متغير الأسعار المرنة كانت أيضا نتائج ايجابية بين متغيري الدراسة أما الاختلاف كان في قيمة الارتباطات المختلفة في حالة الدول المتقدمة والنامية. كذلك تم إدخال متغيرين آخرين لنموذج سوق المنافسة الغير تامة وهما مؤشر التضخم وثبات الأسعار فحصلنا على ايجابية العلاقة أيضا لكن الارتباطات بدأت بالتناقص حتى أصبحت سالبة.

وتوصي هذه الدراسة بإدخال متغيرات جديدة للنموذج المؤثرة على الرسملة السوقية والنمو ليصبح لدينا نموذج يحاكي هذه العلاقة ويمثلها أحسن تمثيل.

4- دراسة **Rafiqul Md Matin** بعنوان: Relationship between Stock Market Index and Empirical Evidence from Bangladesh Macroeconomic Indices.

العلاقة بين مؤشر سوق الأسهم ومؤشرات الاقتصاد الكلي: دراسة قياسية من عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة من طرف كلية إدارة الأعمال بجامعة دكا بينغلا داش سنة 2018، بحيث تدور إشكالية هذا البحث حول هل توجد أي علاقة توازن مهمة طويلة المدى بين سوق الأوراق المالية، ممثلة بالمؤشر العام لبورصة دكا (DSEGEN)، وستة متغيرات اقتصادية كلية: وهي مؤشر الإنتاج الصناعي، وسعر الفائدة، والتضخم، وسعر الصرف، والعرض النقدي، وسعر الذهب؟ ما هي العلاقة بين DSEGEN والاقتصاد الحقيقي لبينغلا ديش؟

وقد قسم الباحث رسالته إلى قسمين، حيث يتناول القسم الأول القاعدة النظرية للموضوع من خلال الفصول الأربعة الأولى، فتناول الفصل الأول منهجية البحث، أما الفصل الثاني عبارة عن مراجعة للدراسات السابقة، أما الفصل الثالث فتطرق إلى الجانب النظري للدراسة. أما القسم الثاني القياسي فقسمه إلى خمس فصول إذ أن الفصل الرابع تناول العلاقة السببية لمتغيرات الدراسة والتوازن الطويل المدى. أما الفصل الخامس العلاقات أثناء فترات الفقاعة والانهيال والتعافي، وعنون الفصل السادس بالعلاقة بين سوق رأس المال وتطاول الاقتصاد الكلي وهذا باستعمال نماذج

Arch، وكان لب الأطروحة من نصيب الفصل السابع المعنون بالعلاقة بين سوق رأس المال والاقتصاد الحقيقي، وانتهت هذه الأطروحة بفصل ثامن لخص فيه الباحث النتائج والخاتمة. استخدمت هذه الدراسة أدوات اقتصادية قياسية متطورة مثل: VAR، ARDL و GARCH في فترة قدرت بـ 25 سنة، من يناير 1991 إلى ديسمبر 2015، والتي كشفت عن وجود علاقة توازن طويلة المدى وعدم التوازن في المدى القصير بين سوق الأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد الكلي في بنغلاديش.

كذلك توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية ومتغيرين فقط في لاقتصاد الكلي وهما الإنتاج الصناعي وسعر الصرف، ولكن العكس ليس صحيحًا.

من بين الأزمات التي وقعت في عامي 1996 و 2010، تم العثور على عدم الاستقرار الهيكلي في حوالي عام 1996. النتائج أشارت أيضًا إلى أن سعر الصرف وسعر الفائدة مسؤولان جزئيًا على الأقل في خلق الفقاعة وانهارها عام 1996. ويرجع عائد سوق الأسهم عبر فترات الفقاعة والانهيال والانتعاش إلى أن أسعار الأسهم أحيانًا تكون مدفوعة جزئيًا بالموضات العابرة وغير مرتبطة بالعوامل الاقتصادية، علاوة على ذلك، كشفت نتائج الدراسة أيضًا أنه على الرغم من الإصلاحات العديدة، التدابير والمبادرات الثمينة التي يجري تنفيذها منذ عام 1998، سوق الأوراق المالية في بنغلاديش لم يتم تطويره بشكل كبير بعد للعب الدور الواجب في التأثير على الاقتصاد الحقيقي.

5- دراسة مجاهد كنزة بعنوان: تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال Panel Data Analysis.

عبارة عن رسالة دكتوراه الطور الثالث نظام L.M.D مقدمة من طرف كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، تخصص: اقتصاد نقدي ومالي، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، سنة 2015-2016، بحيث تدور إشكالية هذا البحث حول قيام أنظمة مالية متطورة يعتبر سببا إيجابيا في دعم عملية النمو الاقتصادي، أم أنه ذو تأثير عكسي يؤدي إلى التراجع واختلال عملية التنمية، ومدى تأثير تطور القطاع المالي على معدلات النمو الاقتصادي.

وقد قسم الباحث رسالته إلى أربعة فصول، إذ أن الفصل التمهيدي يتحدث عن الإطار العام للدراسة، أما الفصل الأول فتناول الجانب النظري حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، ونجد في الفصل الثاني الدراسة التطبيقية السابقة حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ثم أخيرا الفصل الثالث الذي يشرح الجانب التطبيقي للدراسة "قياس ومقارنة أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية والمتقدمة".

كما هدفت الدراسة إلى اختبار أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في كل من الدول المتقدمة

والنامية، باستعمال مجموعة من المتغيرات كالفروض الموجهة إلى القطاع الخاص بالنسبة إلى GDP، الكتلة النقدية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ومجموع أصول البنوك التجارية إلى مجموع أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي، ورسملة البورصة، مؤشر حجم تداول الأوراق المالية، معدل الدوران، معدل نمو الناتج الإجمالي الحقيقي كممثل للنمو الاقتصادي، شملت عيني الدراسة على 24 دولة متقدمة و38 دولة نامية. باستخدام نموذج تصحيح الخطأ لبيانات البانل، اختبار السببية، حيث كشفت نتائج الدراسة أن القطاع البنكي يمارس تأثيرات سالبة على النمو الاقتصادي في حالة كل من الدول المتقدمة والنامية. أما بالنسبة لمؤشر تطور الأسواق المالية فإن له تأثير سالب في حالة الدول المتقدمة ويرجع هذا حسب معظم الباحثين إلى أن اقتصاديات هذه الدول أكثر عرضة لتقلبات الأزمات المالية والبنكية. وتأثير موجب في حالة الدول النامية وهذا في حالة المدى الطويل. كما توصل الباحث إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور في القطاع المالي والنمو الاقتصادي في حالة كل من الدول المتقدمة والنامية.

6- دراسة **يونس شميصة، بوعبد الله على** بعنوان: محددات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن: دراسة قياسية تحليلية باستخدام نماذج الفجوات الزمنية المتباطئة ARDL للفترة (1990-2019). عبارة عن مقال نشر في مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 10/ العدد: 02 (2021) إذ تمحورت إشكالية هذا المقال حول ما مدى تأثير أداء سوق الأوراق المالية الأردني بالمتغيرات الاقتصادية المختارة خلال فترة الدراسة، وقسم الباحثان ورقتهما إلى قسمين، حيث يتناول القسم الأول الإطار المفاهيمي لمتغيرات الدراسة المتمثلة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية والعوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية. أما القسم الثاني فيتحدثان فيه عن الجانب القياسي للدراسة باستخدام نماذج الفجوات الزمنية المتباطئة ARDL بكل خطواتها. يتمثل هدف هذه الورقة في الكشف عن أثر التغيير في المتغيرات الاقتصادية المختارة أداء السوق المالي الأردني خلال فترة الدراسة من خلال قياس الأثر على المؤشر العام لأسعار الأسهم باستخدام منهجية (ARDL).

من خلال الدراسة القياسية؛ ثبت أن المعروض النقدي وسعر الفائدة كانت العوامل الرئيسية المحددة لأداء سوق الأوراق المالية الأردني، غير أن التضخم ليس له تأثير بالمؤشر العام لأسعار الأسهم أي أن السوق المالية الأردنية لا تعمل كمعوض للمستثمرين عن ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد الأردني خلال فترة الدراسة.

إذ أوصت الدراسة بأخذ متغيرات الاقتصاد الكلي المؤثرة بعين الاعتبار عند اتخاذ السلطات القرارات الاستثمارية وهذا لهدف تنشيط النمو الاقتصادي في البلاد، كما أوصت بالبحث عن متغيرات أخرى وإعادة النمذجة القياسية في ظروف أفضل.

7- دراسة Ro -- sylinMohd. Yusof, M. ShabriAbd. Majid, Ahmad NazriRazali, بعنوان:
Macroeconomic Variables and Stock Returns in the Post 1997 Financial Crisis: An
Application of the ARDL Model.

عبارة عن ورقة بحثية حول المحاضرات العالمية لإدارة الأعمال والاقتصاد ليومي 15-17 أكتوبر 2006، العدد 6 في جوتمان لمركز المحاضرات بأمريكا، إذ طرح الباحثون التساؤل التالي: هل متغيرات الاقتصاد الكلي المحلية والأجنبية تؤثر على عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة. إذ تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف مدى تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على سلوك سوق الأوراق المالية في الأسواق الناشئة لماليزيا في فترة ما بعد الأزمة المالية لعام 1997. باستعمال نموذج الانحدار الذاتي والفجوات الزمنية المتباطئة (ARDL)، أما عن المتغيرات المختارة فتمثلت في مؤشر ماليزيا كوالالمبور ممثلاً عن سلوك السوق المالي الماليزي، كما أن متغيرات الاقتصاد الكلي تمثلت في: عرض النقود M3، ومؤشر الإنتاج الصناعي (IPI)، وسعر الصرف الفعلي الحقيقي (REER)، وسعر الفائدة كمقابل أسعار أذون الخزانة (TBR) لفحص التأثير الدولي على سوق الأوراق المالية الماليزي، السياسة النقدية الأمريكية متغير كما تم قياسه بواسطة معدل الاحتياطي الفيدرالي (FFR).

إذ قسم الباحثون الدراسة إلى ثلاثة أقسام وهي: القسم الأول يتحدث عن لمحة حول الأسس النظرية للموضوع أما بالنسبة للقسم الثاني فيسلطون فيه الضوء عن تحديد النموذج وطرق التقدير وفي الأخير نرى فيه مناقشة نتائج التقدير. وتتمحور أهمها في أن أي تغييرات في السياسة النقدية للولايات المتحدة قد تؤثر على سوق الأسهم الماليزي بشكل مباشر كما أن عرض النقود، مؤشر الإنتاج الصناعي، سعر الصرف الفعلي الحقيقي، وسعر الفائدة كمقابل أسعار أذون الخزانة لها تأثير وتعتبر أهداف مناسبة للحكومة للتركيز عليها من أجل استقرار سوق الأوراق المالية وتشجيع المزيد من تدفقات رأس المال إلى سوق رأس المال.

وجود علاقة طردية ذات معنوية للمعروض النقدي مع المؤشر العام لأسعار السهم للسوق المالي الأردني خلال فترة الدراسة، وهو ما يتفق مع مبدأ النظرية الاقتصادية على اعتبار أن لعرض النقود تأثير إيجابي على أداء السوق المالي، وبالتالي تبين صحة الفرضية الأولى؛

ثبت وجود علاقة معنوية في الاتجاه العكسي- بين سعر الفائدة والمؤشر العام لأسعار الأسهم للسوق المالي الأردني في الأجل الطويل، والتي تتلاءم والنظرية الاقتصادية-، حيث أن أسعار الفائدة المرتفعة والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع البنكية يدفع العديد منهم نحو بيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو الاستثمارات البديلة على اعتبار أن إيداع أموالهم في البنوك وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم، وبالتالي تم إثبات صحة الفرضية الثانية.

لم تثبت العلاقة المعنوية في الأجل الطويل بين معدلات التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم، حيث خلصت الدراسة إلى أن السوق المالية الأردنية لا تعمل كمعوض للمستثمرين عن ارتفاع معدلات التضخم في التضخم في الاقتصاد الأردني خلال فترة الدراسة، وبالتالي تم إثبات صحة الفرضية الثالثة.

وبشكل عام، كل النتائج التي أفرزتها تقدير النموذج في الأجل الطويل كانت متوقعة وتتوافق مع الفرضيات التي تم وضعها مسبقاً.

عاشراً. هيكل الدراسة

قسمنا هذه الرسالة إلى أربعة فصول أساسية هي:

حيث خصص الفصل الأول للجانب النظري المتعلق بسوق الأوراق المالية، إذ تطرقنا فيه إلى أقسام السوق المالي وأهميته كذلك الأدوات المدرجة فيه والمتعاملين الرئيسيين في البورصة. كذلك تطرقنا إلى أنواع الأوراق المالية ومؤشراتها، وفي الأخير عرّجنا على مفهوم كفاءة وفعالية الأسواق المختلفة وأنواعها.

أما الفصل الثاني تناولنا فيه مؤشرات الاقتصاد الحقيقي والذي تطرقنا فيه إلى مفاهيم كل من المؤشرات المالية والنقدية، المؤشرات الاقتصادية الكلية، والمؤشرات التنافسية بالتفصيل مثل الناتج المحلي الإجمالي، النمو الاقتصادي، سعر الصرف، التضخم، سعر الفائدة، الاستثمار الأجنبي المباشر، ميزان المدفوعات، التجارة الخارجية، وقمنا بشرح طرق حسابها.

وفي الفصل الثالث سلطنا الضوء على أهم الأزمات المالية وكذلك أخذنا نظرة عن الوضع الاقتصادي للبلدان النامية من حيث معوقاتنا الداخلية والخارجية التي تثنينا عن اللحاق بالدول المتطورة.

أما الفصل الرابع فتطرقنا فيه إلى الدراسة القياسية، وتكلمنا فيه عن الجانب النظري القياسي ثم قمنا بالجانب التجريبي وتوصلنا فيه إلى نتيجة مفادها أن أسواق الأوراق المالية للدول النامية تتأثر بالإيجاب أو السلب بمؤشرات الاقتصاد الكلي. كما أن هناك مؤشرات ليست لها دلالة إحصائية.

الفصل الأول

الأسس النظرية لسوق الأوراق المالية

تمهيد:

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي على حد سواء، باعتبارها مصدراً مهماً في تمويل الاستثمارات والمشاريع على المدى الطويل بالنسبة للمستثمرين ومصدر ربح للمضاربين، مما جعل هذه السوق محل اهتمام الباحثين والمفكرين الاقتصاديين من أجل الوصول إلى مستوى عالٍ من الكفاءة بما يحفظ الأداء الجيد لسوق الأوراق المالية.

والسبب الرئيسي للاهتمام بهذا الموضوع هو تطور هذه الأسواق بصفة متسارعة مما زاد من أهميتها الاقتصادية والمالية في كافة أنحاء العالم، لذلك وجب علينا فهم أعمق لطبيعة عمل هذه الأسواق وعلاقتها بالاقتصاد ككل، خاصة وأن استقرارها يساهم في الاستقرار الاقتصادي سواء على المستوى المحلي أو العالمي.

وللتعرف على أسواق الأدوات المالية أكثر قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية وهي كالتالي:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية والمؤشرات المالية

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

يعتبر سوق الأوراق المالية العمود الفقري لأي استثمار خصوصا في الدول المتقدمة، والذي يعتبر جزء لا يتجزأ من السوق المالي كونه يضم سوق النقد وسوق الأوراق المالية أي سوق الأسهم والسندات أو كما يطلق عليه بالبورصة، وإن كان هناك بعض التشابه بين هذه الأسواق مما يجعل التفريق بينهما صعب عند عموم الناس أو بعض المستثمرين الجدد، لذلك أردنا في هذا المبحث التطرق لهاذين السوقين بشيء من التفصيل والدقة، وذلك بالتطرق إلى مفهوم السوق المالي وسوق الأوراق المالية وإبراز كل من خصائصه ووظائفه وشروط إقامته.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي وسوق الأوراق المالية

تتعد تعاريف الأسواق المالية وأسواق الأوراق المالية، فكل عرفها من الزاوية التي يراها شاملة وذات دلالة، وتعطي وصفا حقيقيا لطبيعة نشاط هذا السوق، وسنعرض في هذا المطلب أهم التعاريف التي جاءت لتعرف هذه الأسواق:

تعريف 1: تعرف الأسواق المالية على أنها الوسيلة التي يقصى فيها شرط المكان، ويلتقي من خلالها البائعون، المشترون، المدخرون، المستثمرون، الوسطاء، المتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المالية أو المهتمين بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصراف الأجنبي سواء كانت حقيقية أو مالية أو نقدية، وهذا بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة استناداً إلى قوانين وأنظمة وتعليمات وحتى العادات والتقاليد والأعراف المعتمدة محلياً أو دولياً.¹

تعريف 2: فالسوق المالي هو الآلية التي من خلالها يقوم الناس بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل بكل يسر، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء.²

تعريف 3: السوق المالي هي عبارة عن هياكل مؤسسية أي مجموعة من المؤسسات المالية المتخصصة التي تعمل كقنوات ينساب من خلالها فائض الوحدات الاقتصادية إلى ذوي الحاجة من المنتجين، عن طريق الوسطاء الماليين وفقاً لمنهجية معينة وخلال فترة زمنية محددة، بحيث يتحدد دور هذه المؤسسات في الوساطة بين جانبي عرض رؤوس الأموال والطلب عليها، وتعمل هذه المؤسسات إلى جانب المؤسسات المنظمة للسوق لتشكيلان مع الهيكل المؤسسي للسوق المالية،³ وعليه تتشكل السوق المالية من قطاعات وهي: المستثمرين، المنتجين والوسطاء الماليين.

وتتعدد تقسيمات أسواق المال نظراً لتعدد المؤسسات والوحدات التي تحتاج إلى الأموال، فضلاً عن اختلاف الأغراض التي من أجلها تطلب أو تعرض، وكذلك تتنوع لاختلاف الأجل الزمنية للقروض ومن ثم تتعدد أنواع القروض المتاحة والمؤسسات التي توفر الأموال، ولذلك يمكن تقسيم أسواق المال إلى شقين، الشق الأول وهو سوق النقد، والشق الثاني وهو سوق رأس المال.⁴

1- سوق النقد: هي السوق التي يلعب فيها الجهاز المصرفي دوراً رئيسياً، ويتم فيها تداول الأدوات المالية القصيرة الأجل مثل أدوات الخزينة والأوراق التجارية، وتتكون هذه السوق من مجموعة من المؤسسات والعلاقات التي تسمح لقوى العرض والطلب على الأموال بالتعامل بشكل خاص مع الأوراق المالية.⁵

تُعرف سوق النقد أيضاً بأنها سوق تنافسية مفتوحة تتعامل بالأدوات المالية القصيرة الأجل، وتتميز بسرعة وسهولة تحويلها إلى سيولة. فهي تُعتبر أصولاً سائلة، ويمكن تحويلها إلى نقد بسهولة وبخسارة رمزية أو حتى معدومة، وتتداول فيها شهادات الإيداع، وأذون الخزينة، والأوراق التجارية،

¹ - كاكامولا هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط: 01، 2003، ص: 58.

² - متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص: 67.

³ - محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، 2007، ص: 3، ص: 4.

⁴ - رسمية قرياص، أسواق المال - أسواق رأس المال - المؤسسات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 100

⁵ - Celorelli Nicola, Ganbera Michele, Banking Market Structur, Financial Dependence and Growth, International Evidence Fromindustry Data, The journal of finance, USA, 1999, P: 09.

والاحتياطات النقدية في البنوك. وعلاوة على ذلك، فإن الأسعار في سوق النقد تتأثر بتغيرات أسعار الفائدة.¹

وما يمكن استخلاصه من التعاريف السابقة، ما يلي:

- المسؤول الأول عن تنظيم هذه السوق هو الجهاز المصرفي المتكون من البنوك المركزية والتجارية.
- تعد السوق النقدي سوقيًا قصيرة الأجل، حيث يتراوح أجل استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيه بين يوم واحد وسنة واحدة.
- تتميز السوق النقدية بقدرتها على جمع المدخرات المتاحة، نظراً لمرونتها العالية في تحويل الأدوات المالية المتداولة فيها إلى نقد بسهولة.
- نقص مخاطر السوق النقدية يرجع إلى الأدوات قصيرة الأجل.
- من الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي: أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع...إلخ.

2- سوق رأس المال: تسمى أيضاً للتدقيق بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تمييزاً لها عن سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو السوق النقدية، وتعرف أنها تلك السوق التي يتم فيها التعامل على مساهمات وقروض طويلة الأجل، إذ قد تقصدها المؤسسات للترؤد بأموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها وهي شركات المساهمة وذلك بطرح أسهمها للاكتتاب، أو قد تجمع تلك الأموال في صورة دين وذلك بطرح السندات.²

ويطلق عليه كذلك بسوق الصفقات المالية الطويلة الأجل، والذي يتم فيه التعامل بصفقات تنفذ بشكلين: إما عن طريق قروض مباشرة طويلة الأجل، أو بشكل إصدارات مالية طويلة الأجل.³

كما يعرف بأنه مجموع المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الأجل، أي إقراض الأموال أو استثمارها لأجل طويل بهدف استغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يمكن الحصول على هذه الأموال من تمويل استثمارات رأسمالية طويلة الأجل.⁴

وتعرف أيضاً: "هي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تتميز بسرعة تداولها، المرونة النسبية، التنظيم، كبر حجم الصفقات، والمخاطر".⁵

وينقسم سوق رأس المال إلى قسمين رئيسيين وهما:

- 1- محمد البنا، أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعلمية، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص: 102.
- 2- جبار محمد، البورصة وموقعها من العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، ج: 01، ط: 01، 2002، ص، ص: 64، 65، 71.
- 3- محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط: 03، 2004، ص: 206.
- 4- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، جامعة عين الشمس، مصر، 1993، ص، ص: 40، 41.
- 5- زينب حسين عوض الله، إقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994، ص: 96.

- أسواق حاضرة،

- أسواق آجلة.

2-1- تقسيمات سوق رأس المال: تنقسم أسواق رأس المال إلى أقسام عدة حسب طبيعة المعيار المعتمد: مكاني، زمني، معيار نوع السلعة المتداولة... الخ. وعلية وبأخذ معيار الزمن يمكن تقسيم أسواق رأس المال إلى أسواق عاجلة وأسواق آجلة.

أ- السوق الحاضرة (الفورية): وهي الأسواق العاجلة أو كما يطلق عليها أسواق الأوراق المالية لأنها تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل، وبعد أن يدفع المشتري قيمة الورقة أو جزء منها تنتقل ملكيتها فوراً له عند انتهاء الصفقة.¹

ب- السوق الآجلة (العقود المستقبلية): يطلق على هذه السوق بسوق القروض طويلة الأجل فهي تلك الأسواق التي تتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق²، كما تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات المالية من الأدوات المالية محل العقد، بهدف الحصول على ربح من فرق السعر بين يوم عقد الصفقة وبين يوم الصفقة.³ بعد التعرف على قسيمي السوق المالي، يتضح لنا أن البعد الزمني للأصول المالية هو الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال، فالسوق النقدي يتضمن أدوات قصيرة الأجل (أقل من سنة) أما سوق رأس المال فيحوي على أصول مالية طويلة الأجل تصل حتى 30 سنة.

3- نشأة وتعريف سوق الأوراق المالية وأقسامها:

قبل التطرق إلى مفهوم سوق الأوراق المالية وتقسيماتها وجب أولاً تبيان مراحل نشأتها وهي:

3-1- مراحل نشأة سوق الأوراق المالية: وجدت عدة تفاسير تلخص نشأة هذه أسواق، فوجود الأسواق المالية المتخصصة لاجتماع التجار كان سابق لقيام أسواق الأوراق المالية المتخصصة والمنظمة بفترة طويلة جداً، فلقد أنشأ الرومان ما يسمى " كوليجم ميركاتو " لاجتماع التجار، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في أثينا، وذلك في القرن الخامس قبل الميلاد، كما كان الفراعنة يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليها وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع التجار لدية وتتم

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 237.

² - حسون ياسر بو، أحمد زهرة شادي، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني: سورية، دراسة تحليلية استشرافية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، العدد: 27 رقم: 01، 2005، ص: 05.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط: 01، 1996، ص: 332.

الصفقات أمامه، وأيضا كان في المدن العربية والإسلامية الكبرى كبغداد والقيروان وقرطبة وسمرقند حي التجار يسمى " البازار " يعرضون فيه سلعهم ويتفقون فيه على الأسعار.¹

لكن أصل كلمة بورصة لم يقطع فيه السابقون من الباحثين والدارسين، وان تقاربت أقوالهم وآراؤهم ونستعرض هنا أهم ما ورد في كتب المتخصصين، إذ يقال أن أصل كلمة بورصة يعود إلى اسم عائلة بلجيكية تلقب بـ Van de bursen والتي كانت تعمل في المجال البنكي إذ كان فندقها مكانا لالتقاء التجار المحليين في القرن السادس عشر، حيث أصبح رمزاً لسوق رؤوس الأموال وبورصة السلع، كما أنه كان محفورا على واجهة منزلهم الخارجية ثلاثة أكياس نقود رمزا لحرفتهم، والمعلوم أن الكيس بالفرنسية يسمى Bourse، ولعل كلمة بورصة اشتقت من هذا الاسم أيضا، وبدأت فترة التداول سنة 1592، أين نشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة، ثم انطلق لفظ بورصة إلى كل من باريس ثم إلى الولايات المتحدة الأمريكية في شارع وول ستريت.² غير أنه لم تنشأ سوق الأوراق المالية بهيكلها ونظمها وإدارتها التي هي عليها اليوم، بصورة فجائية، إذ يمكن بيان أربع مراحل لنشأتها وتطورها، وهذا بالرغم من صعوبة الفصل الكامل بين هذه المراحل لأنها تتميز بدرجة من التداخل وبقدر من الاندماج.

أ - **مرحلة إنشاء أسواق البضائع:** إن الانتقال الذي مس أوروبا من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافقه من هجرة الأيدي العاملة. الأمر الذي أدى إلى ازدحام السكان في المدن، مما جعل عملية تموينها بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، هذا الذي حتم وجود سوق عالمي للتجار بالمحاصيل الزراعية وظهور ما يسمى بالمضاربيين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار وإنشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الإتجار.³ إذ أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م، وبعد ذلك أنشأت بورصة أمستردام للبضائع عام 1608م فكانت مركزا للسوق الأجلة للبضائع.⁴

ب- **مرحلة التعامل في الأوراق التجارية:** شرعت هذه المرحلة في القرن الثالث عشر برعاية ملك فرنسا "فيليب الأشقر" الذي أوجد مهنة سماسرة الصرف وهذا من أجل تنظيم عملية تداول الكمبيالات والسحوبات الأذنية، أما في إنجلترا ومنذ عام 1688 كان يتم التعامل في سندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري حتى في أسهم شركات الهند الشرقية وبعض الشركات، ولهذه الحقبة وزن ثقيل لما لعبت من دور كبير في تطوير عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات، إذ كانت أسواق الأسهم والسندات آنذاك بأنواعها مجهولة.

1- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعة جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2002، ص: 67.
 2- اضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، دولة الكويت، العدد 5، يونيو- يوليو 2010، ص: 02.
 3- قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثره على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر، دمشق، 2009، ص: 209.
 4- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001، ص: 32.

ج-مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي: في بداية القرن السادس عشر أخذت الحكومات تقترض من الجماهير، كما لجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات، وفي عام 1599 تأسست شركة الهند الشرقية وطرحت أسهمها إلا أن الخطوة الأولى والبارزة في تسهيل التعامل بسندات القرض كانت عندما قرر الملك "وليام الثالث" في عام 1693 إصدار قرارا حول سندات القرض التي أصدرتها من قبل، إذ يحق لمالك صك القرض التنازل عنه لأي فرد يريد شرائه ومن هنا انبثقت أول خطوة لتحقيق سيولة الاستثمارات بإقرار إمكانية تحويل الحق في صك الاستثمار، وكان التعامل في هذه الصكوك يتم في المقاهي والطرقات، وهذا قبل افتتاح بورصة لندن، أين كان يجتمع المتعاملون في الأسواق المالية في ممر بورصة البضائع صيفا، وفي أيام الشتاء والمطر يجتمعون في مقهى "جوناثان". أما في الولايات المتحدة الأمريكية فإن التعامل بدأ في عام 1725 في وول ستريت في نيويورك ثم تحول في نفس الشارع تحت شجرة بتن وود "Tree Button Wood".

د- مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها: صاحب التطور الصناعي والتكنولوجي نشوء مشاريع ضخمة إذ لا يمكن للمستثمر الفرد وحده تحمل الأعباء المالية المترتبة عليها، مع تطور الاقتصاد والصناعة وزيادة الدخل، ظهرت مؤسسات تعمل على جذب مدخرات الأفراد واستثمارها في مشروعات إنتاجية. كما ازدهرت التعاملات في الأوراق المالية، مما دفع إلى ضرورة وجود أسواق مالية مستقلة وتطوير نظمها وأساليب التعامل فيها. استجابة لهذه الضروريات، استقلت الأسواق المالية الرئيسية وطورت نظمها لتحقيق الأهداف والمهام التي أسست من أجله.¹ ومن أشهر البورصات التي استقلت في وقت مبكر، بورصة لندن، نيويورك ثم طوكيو.²

3-2-تعريف سوق الأوراق المالية: لتحديد موقع لسوق الأوراق المالية ضمن تركيبية الأسواق المالية، النقدية، السلعية، الخدماتية، يوجب علينا إيجاد تعريف دقيق وشامل لإبراز معامل سوق الأوراق المالية، ومن جملة هذه التعاريف التي تصب في معنى واحد، نذكر ما يلي:

***مفهوم 1:** يتم في سوق الأوراق المالية عدة عمليات مختلفة في موقع محدد، حيث يجتمع مجموعة من الأفراد لإبرام صفقات تجارية حول منتجات مختلفة، بما في ذلك المنتجات الزراعية والصناعية وحتى الأوراق المالية. يمكن أن تتم الصفقة بوجود عينة من المنتج أو بدونها.³

***مفهوم 2:** سوق الأوراق المالية هو الإطار الذي يضمن التقاء الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة أموال القرض والاستثمار وذلك عبر فئات عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة.⁴

1- أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 67-68.

2- شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

3- هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، عمان، الأردن، 1999، ص: 24.

4- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط1، 2004، ص: 110.

***مفهوم 3:** يعرف سوق الأوراق المالية على أنه ذلك السوق التي تتم فيها تداول الأدوات المالية (السندات والأسهم) وأدوات مالية حديثة (المشتقات المالية، عقود الخيارات).¹

***مفهوم 4:** يعتبر سوق الأوراق المالية هيكلًا يربط بين البائعين والمشتريين لأنواع معينة من الأوراق المالية أو الأصول. بما يسمح للمستثمرين ببيع وشراء الأسهم والسندات داخل السوق، وذلك سواءً من خلال الشركات المتخصصة في هذا المجال أو الوسطاء الماليين، ومع تطور الاتصالات وشبكات الإنترنت، فإن التواجد في مقر السوق المركزي أصبح أقل أهمية، مما يتيح للمستثمرين التعامل من خارج السوق، باستخدام شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.²

***مفهوم 5:** سوق الأوراق المالية هي مكان يلتقي فيه عارضي وطالبي رؤوس الأموال طويلة الأجل، وهذا بهدف تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية إلى أصحاب العجز مالي.³

***مفهوم 6:** سوق الأوراق المالية هي آلية (الأسلوب- الإجراءات)، التي نستطيع من خلالها إنتاج فوائد للأعمال والمشاريع الإستراتيجية التجارية وزيادة رأس مال الشركات، وهذا بانخفاض تكلفة المعاملات والدعاوى القضائية والتعويضات الناجمة عنها، هذا الذي يساهم إيجابياً على التدفق النقدي للشركات وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.⁴

***مفهوم 7:** سوق الأوراق المالية هي إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، حيث تلعب هذه السوق دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في هذه السوق من أسهم وسندات، ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأي دولة، وخاصة تلك الدول التي تتبنى برامج لخصخصة العديد من شركات القطاع العام، ويتراجع فيها الدور المهيمن للدولة في الحياة الاقتصادية.⁵

***مفهوم 8:** سوق الأوراق المالية هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من (سندات-أسهم) سواء كانت هذه الأسواق منظمة تتم فيها صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد

¹- Jean Barreau , Jacqueline Delakaye, Florence Delakaye, *Gestion Financée*, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 2004, P :22.

²- L. Rousseau, L.Peter, WachtelPaull, *Economic Growth and Financial Depte: Is the relationship Extinct Already?* 2005, P: 05, official site: <http://www.stem.my.edu/Eco/wkpaper/wisde.pdf>, date of perusal: 05/03/2018.

³-Yacquillat, B. Solint, *marchés financière gestion de portefeuille et de risques*, France, Dunod, 2^{ème} édition, 1990, P :98.

⁴- Mc. MenaninJin, *Financiel Mangement: an introduction*, Routlge, London, 1999, P :72.

⁵- Azzam. H, "Gulf capital market: Development prospects and constrains", in *development of finance market in Arab countries Iran& turkey*, economic research forum for Arab countries, Iran & turkey, 1995, P: 181.

معين يعرف بالبورصة، أو أسواق غير منظمة تتكون من تجار وسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الكمبيوتر، كما يمكن أن تكون هذه الأسواق محلية أو دولية.¹

من هذا التعريف نتبين الفرق الموجود بين سوق الأوراق المالية والبورصة، وهو أن لهذه الأخيرة مبنى به قاعة للتداول ويتم التداول فيها من خلال إدخال الأوامر لأنظمة الحاسوب.²

من مجمل ما سبق تبرز لدينا عدة نقاط، يمكن حوصلتها فيما يلي:

- يأخذ سوق الأوراق المالية مفهومه من مفهوم السوق،
- هو وسيلة التقاء البائع والمشتري من خلال وسائل اتصال فعالة في إطار توفر شروط محددة،
- توجد عدة أركان رئيسية داخل سوق الأوراق المالية كالهيئات، الوسطاء، السماسرة يسهرون على تنظيم وتسيير عمليات اتصال البائعين بالمشتريين،
- الأدوات المالية التي يتعامل بها داخل أسواق الأوراق المالية هي: الأسهم والسندات ومشتقاتهما،
- تحقق أسواق الأوراق المالية الكفاءة الاقتصادية، وذلك من خلال تحويل المدخرات المتراكمة إلى استخدامات إنتاجية،
- لم يعد هناك حصراً لمكان واحد يتم التعامل فيه (ولو أن المكان يزيد من كفاءة السوق وفعاليتها)، فالعنصر الجغرافي هو الفرق بين سوق الأوراق المالية وبورصة الأوراق المالية.

3-3- مكونات سوق الأوراق المالية:

ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين وهما: السوق الأولية، والسوق الثانوية:

أ- **السوق الأولية:** يتم التعامل في هذا السوق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) عند إصدارها لأول مرة عندما تقوم الشركات الجديدة بعد تأسيسها بطرح أسماها على شكل أوراق مالية ودعوة الجمهور للاكتتاب فيها.³ إذا فالسوق الأولية أو ما يطلق عليها بسوق الإصدار هي الرابط بين مقدمي الأموال (المكتتبين) وبين تلك المشروعات،⁴ مما ينشأ لدينا علاقة مباشرة بين المقرض والمقترض وتعد الشركات المالية والبنك المركزي من أهم مؤسسات هذه السوق، إذ أن الأولى تقوم بوظيفة تعهد إدارة وتغطية الإصدار وتسويقه، في حين يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الدين العام نيابة عن الحكومة.⁵ ويتم التعامل في هذه السوق عن طريق توجيه دعوة لعامة المستثمرين إلى الاكتتاب العام أو لفئة معينة منهم إلى الاكتتاب الخاص، وذلك كما قلنا سابقاً للاكتتاب في أسهم شركة قيد التأسيس أو في

¹ - ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها (الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص: 05.

² - خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، مصر، 2007، ص: 58.

³ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 35.

⁴ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق المالية والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الاستثمار، مركز الإسكندرية للكتاب، 1997، ص، ص: 445-446.

⁵ - Eatuell John, T aylor Lance, International Capital Markets and The Future of Economic Policy, Center for economic policy analysis, England, 1999, P: 40.

أسهم زيادة رأسمال شركة قائمة¹ إذ بموجب قوانين وتعليمات تقوم هيئة الأدوات المالية بتنظيم أنشطة الاكتتاب، حيث بمجرد حصول المؤسسة على موافقة هذه الهيئة على بيان تسجيلها المتضمن لكافة المعلومات حول طبيعة الأعمال التي تمارسها الجهة المصدرة للورقة المالية، خصائصها، القوائم المالية الخاصة بالشركة موثقة من طرف خبير محامي مستقل وطبيعة المخاطر الاستثمارية، هنا يبدأ عمل الأسواق المالية².

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب:

أولاً. مصرف الاستثمار: إذ تتولى مؤسسة متخصصة تدعى بنك الاستثمار عملية الإصدار وذلك لحساب الشركة أو الجهة المعنية، فهو عبارة عن وسيط مالي ذو كفاءة وخبرة في هذا المجال، من مهامه تقديم النصيحة والمشورة للجهة المعنية، وذلك فيما يخص الورقة المالية والتوقيت المناسب للإصدار وحجم وسعر الإصدار، كما يتعهد بتصريف كل الإصدار أو حد أدنى منه.

ثانياً. البيع المباشر: وهو قيام جهة الإصدار بنفسها بالاتصال بعدد من المستثمرين كالمؤسسات المالية الكبيرة، من أجل بيع الأسهم والسندات المصدرة ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، مما يؤدي إلى توفير ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوفرة³.

ثالثاً. أسلوب المزاد: في هذا الأسلوب تدعو جهة الإصدار كل المستثمرين المحتملين، من خلال تقديم عروض تتضمن الكميات المراد شراءها وسعر الشراء، ويتم قبول العروض ذات الأعلى سعر إلى الأدنى سعر إلى أن يتم تصريف الإصدار بالكامل، وعادة ما يتم استخدام هذا الأسلوب في تصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة.

ومن هنا يمكن القول أن السوق الأولية هي وسيلة تمكن الوحدات الاقتصادية من الحصول على موارد مالية لتمويل استثماراتها، وفي هذه الحالة نقول أنها بمثابة سوق استثمار حقيقي لها. على غرار الوحدات المشترية للأوراق المالية فنقول أنها بمثابة سوق استثمار مالي لها ولكن عند إعادة بيع الوحدات للأوراق المالية في السوق الثانوي فهناك يوجد سوق استثماري مالي وليس سوق استثماري حقيقي وذلك للمشتري الجديد للأوراق المباعة، وبالتالي فإن السوق الثانوية هي سوق استثمار مالي وليس حقيقي⁴.

¹- محمد أيمن عزت الميداني، تطور أسواق رأس المال في سورية، المركز السوري للاستثمارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، سورية، 2002، ص: 04. متاح على الموقع: <http://www.mafhom.com.02/midan>، تاريخ الاطلاع: 2018/06/05.

²- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

³- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 1998، ص: 70.

⁴- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الإسكندرية، مصر، ط: 01، 2005، ص: 7-8.

ب-السوق الثانوية: أو ما يطلق عليها بسوق التداول، وهي الأسواق التي يتم التداول فيها بين حاملي الأوراق المالية وبين الراغبين في شرائها من غير المصدرين.¹ وفي هذه السوق بالذات تتحدد قيم أدوات الاستثمار المتنوعة بطريقة آلية من خلال النقاء قوى العرض والطلب بأية طريقة من طرق الاتصال المعروفة، وهذا يعني أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المقر والتشريعات الضرورية لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وخلق السيولة المطلوبة لتبديل الأوراق المالية إلى نقود.²

إن ضرورة وجود السوق الثانوية تتمثل في أنه بعد إتمام بيع الأصول المالية، يوجد دائماً رغب بالتخلص منها، وآخر يرغب بشرائها، كما أن غاية هذه السوق الرئيسية تأمين السيولة المستمرة للسوق الأولية والمستثمرين.³

وللسوق الثانوية شكلان إما منظمة بحكم التعامل فيها بقوانين وإجراءات رسمية أو غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم، وفيما يلي يتم تناول كل منهما:

أولاً. السوق المنظمة (بورصة الأوراق المالية): تتميز هذه الأسواق بأن لها مقر محدد يتم فيه نشاط تداول الأوراق المالية المدونة بتلك الأسواق، فهي المكان الذي تعقد فيه اجتماعات دورية في مواعيد معينة لأجل القيام بصفقات بيع وشراء الأوراق المالية إذ يطلق هذا اللفظ على مقر الالتقاء أو زمانه أو مجموع العمليات التي تعقد فيها.⁴ أو هي: شركة مستمرة وكيان ذو تنظيم دقيق يضمن تلاقي العرض والطلب للقيم المنقولة التي تتناولها في جو المنافسة الحرة التامة.⁵

والجدير بالذكر أن البورصات تقوم بتشغيل سوق الأوراق المالية، بينما لا تحتاج الأخيرة إلى وجود بورصة، ومن أمثلتها نذكر سوق "نازداك" بالولايات المتحدة الأمريكية، السوق الدولية للأسهم ونظم التداول الإلكتروني للأسهم.⁶

إذ تدار بواسطة مجلس منتخب من أفراد السوق⁷، والذين هم من السماسرة العاملين بالبورصة، وعلى المؤسسات التي تريد إدراج أدواتها المالية في البورصة أن تتقدم بطلب للجهة المسؤولة عن السوق وتقوم هذه الأخيرة بدراسة مدى موافقة أوضاع المؤسسة مع متطلبات الإدراج في البورصة وتتخذ القرار بناء على ذلك، وبمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط وغيرها فإنها تحصل على الموافقة على

¹-ابراهيم علي عبد الله ابراهيم، شرين ياسين محمد الحمداني، مؤسسات مالية متخصصة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط: 01، 1990، ص: 17.

²-أسار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، ندوة مقدمة من طرف البنك المركزي العراقي، العراق، 2014، ص: 03. متاح على الموقع: <http://www.noursa.net>، تاريخ الاطلاع: 2018/06/29.

³-عبد الرحمن مرعي، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، مؤتمر الإصلاح الاقتصادي والسياسي في الوطن العربي ودور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، الجامعة السورية، دمشق، 2، 4 جانفي 2005، ص: 498.

⁴- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط: 01، 2008، ص: 45.

⁵- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، ط: 01، 2004، ص: 14.

⁶- خالد العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

⁷- عماد صالح سلام، إدارة أزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، جامعة عين الشمس، مصر، 2002، ص: 233-234.

الإدراج في البورصة والهدف الأساسي من وضع هذه الشروط حماية المستثمر وسمعة السوق،¹ وعادة ما تتعلق هذه الشروط بأرباح الشركات وحجم أصولها و...²

ثانياً. السوق غير المنظمة: نقصد بالسوق غير المنظمة أو الموازية بالسوق التي لا تتعامل وفق تشريعات ومنهجيات الأسواق المنظمة وتعليمات إدارتها، وليس لها مقر معين.³

إذ تعرف الصفقات التي تحدث خارج مقر البورصة بالمعاملات على المنضدة أو خارج الصالة، وتتداول فيها أوراق مالية لشركات غير مدرجة فيها والمدرجة، والتي يتبناها السماسرة المنتشرون في كل أقطار البلد، لكن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأدوات المسجلة في الأسواق المنظمة وأولها السندات الحكومية. وتتم هذه الصفقات من خلال شبكة اتصالات سريعة تتمثل في التلفون، الكمبيوتر أو غيرها من وسائل التكنولوجيا الحديثة التي تربط بين السماسر والتجار المستثمرين لينتقي من بينهم من يقدم له أفضل سعر.

3-4- تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصة): تقسم هذه الأسواق إلى أسواق مركزية أو أسواق محلية، ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل بالأدوات المالية المدونة عند لجنة الأوراق المالية والبورصة على غرار الموقع الإقليمي للشركة المصدرة لها، أما البورصات المحلية هي التي تتعامل بالأدوات المالية المكتوبة لمؤسسات صغيرة تهتم جمهور المستثمرين ضمن حيز تلك المؤسسات أو المجاورة لها، هذا لا يوجد ما يمنع من أن تعامل تلك البورصات في الأدوات المالية المعروفة والمتداولة في البورصات الرئيسية،⁴ كما أن وجود شبكة أجهزة كمبيوتر متينة في الدول المتقدمة تمكنها من تقديم أسعار الأوراق المالية لحظة بلحظة لكل متعامل فيها، إذ يمكن للسماسر أن يعرف السعر الحالي للورقة التي يريد معرفة سعرها السوقي عن طريق الضغط على زر معين وعلى أساسه يشرع في التفاوض مع البائع الذي يقدم أحسن الأسعار على الصفقة.

وفي ظل هذه المعاملات قد يحدث خلل كبير بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، لعدم وجود آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار، وهذا ما يؤخذ على الأسواق غير المنظمة، لكن هذا التوازن يمكن الوصول إليه في الأسواق المنظمة بأساليب مختلفة من بينها دخول المتعاملين بائعين أو مشتريين، وهكذا تصدر إدارة البورصة قراراً بوقف التعامل في الورقة الخاصة على أقل دخول مشتريين جدد أو بائعين في حالة ما يتقرر إعادة التعامل فيها، هذا الذي قد يعيد التوازن بين العرض والطلب.⁵ وغالباً ما ينظم المتعاملون في السوق غير المنظم بجمعية تسمى بالجمعية

1- دريد كامل آل لشيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوني العلمية للنشر، عمان، 2009، ص: 192.

2- أحمد سعيد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 07.

3- هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، الأردن، 1993، ص: 76.

4- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

5- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية: دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015، ص: 25-26.

الوطنية لتجار السوق المالية وتقوم هذه الرابطة بتسيير العمل في هذا السوق وإعطاء التراخيص للسماسة¹. ويشمل السوق غير المنظمة على أسواق فرعية أخرى وهي:

أولاً. السوق الثالثة: وتتمثل في بيوت الوساطة من غير المسجلين في الأسواق المنظمة ولها الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة ونجد هذه السوق في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة،² مثل: بيوت السمسرة الصغيرة التي لا يمثلها أحد في السوق المنظمة، وتكون الطريقة الوحيدة لتعاملها في الأوراق التي يتم تداولها في السوق هو من خلال بيوت السمسرة القوية التي تعمل في السوق الثالث، حسابات أموال الائتمان من طرف البنوك التجارية وصناديق المعاشات.³ فقد نمت هذه الأسواق منذ بدايات 1960 كسوق منافس للأسواق المنتظمة، ويرجع سبب نموها في تخفيض تكلفة الصفقات، إذ أن بيوت السمسرة تكون على استعداد دائم لشراء وبيع الأدوات المالية، وبأي كمية قليلة كانت أو كبيرة، وكان المبرر الرئيسي وراء ابتكار هذا النوع من الأسواق هو عدم حصول الشركات الكبيرة على خصومات في معاملاتها مع الأسواق المنظمة، فالسوق الثالث هو الذي أتاح لها فرصة التفاوض في كميات العمولة والحصول على خصومات مغرية جدا على غرار ما هو متاح في السوق المنظمة.⁴ وهناك رأي آخر يقول أن السبب الرئيسي في انخفاض العمولة بهذه السوق هو عدم دفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية من طرف بيوت السمسرة في هذه السوق مثل ما هو الحال في البورصة مما يعني تقليل التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها للعملاء.⁵

ثانياً. السوق الرابع: تُعرف هذه العمليات في السوق المالية باسم الصفقات المباشرة الخاصة أو الاحتكارية، ويتم فيها التعامل مباشرة بين المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء، وذلك للحد من دور السماسرة وتخفيض تكاليف المعاملات الكبيرة،⁶ تتيح شبكة الاتصالات القوية سهولة التواصل بين العملاء في هذه السوق، حيث يتم التعامل فيها على جميع الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظم أو خارجه. ولإتمام الصفقات، يمكن اللجوء إلى وسيط في هذه السوق، علماً بأن تكاليف الوسيط تكون أقل من عمولات السماسرة وأعباءهم، وبدون أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في السوق. المتعاملون في السوق.⁷ تعتبر سرعة إبرام الصفقات والاتصال المباشر، وانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات، مزايا تجعل السوق الرابع منافساً قوياً للأسواق المنظمة وغير المنظمة.

¹-صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، مكتبة وطبعة الأشعار الغنية، مصر، 2000، ص: 24.
²-أديب قاسم شذى، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية (دراسة حالة)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، بغداد، 2013، ص: 159.
³-نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015/2014، ص: 12.
⁴-سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص: 26.
⁵-عماد صالح سالم، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، جامعة عين الشمس، مصر، 2002، ص: 234-233.
⁶-Hussein A. Khaled, *Finance and Growth in Egypt*, Article University of Kent at Canterbury, United Kingdom, 1999, P:18.
⁷-فليح حسين خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006، ص: 49.

هـ- **الأسواق الأخرى:** إلى جانب الأسواق سابقة الذكر هناك أسواق أخرى تتم استحداثها بطرق مباشرة أو غير مباشرة من طرف السماسرة والمستثمرين الذين يتنافسون فيما بينهم من خلال تقديم تخفيضات في العمولة التي يأخذونها ويمارس سماسرة الخصم وتجار الطلبيات الكبيرة نشاطهم في هذه الأسواق.¹

رغم تنوع الأسواق المالية وكثرتها وخصائصها المختلفة، فإنها جميعها تتبع معايير ومقاييس تتضمن قوانين ولوائح إجبارية، بالإضافة إلى أعراف المهنة والأخلاقيات. ولذلك، تولي السلطات الرسمية ومبتكرو الأوراق المالية اهتمامًا بمراقبة ورقابة الأسواق المالية، وتحسين البنية التحتية ووسائل الاتصال، ونشر المعلومات وزيادة الوعي الثقافي.

المطلب الثاني: خصائص ووظائف أسواق الأوراق المالية وشروط قيامها

يمكن استنباط مجموعة من الخصائص والوظائف التي تميز سوق الأوراق المالية، وتأتي هذه الخصائص بناءً على المفاهيم السابقة التي تم ذكرها:

1- خصائص أسواق الأوراق المالية: من خلال استعراض التعاريف السابقة لأسواق الأوراق المالية نجد معظمها تتفق في بعض المميزات نذكر منها:

أ- تكتسب هذه الأسواق قوة كبيرة من الجانب التمويلي للاستثمارات الإنتاجية الجديدة أو حتى القائمة التي تحتاج إلى سيولة كافية المرتبطة بالمدفوعات،

ب- الارتفاع النسبي لعوائد هذه الأسواق، وهذا بسبب استقطابها لاهتمام المستثمرين بهدف الحصول على فوائد أكبر من خلال فروق الأسعار،

ت- يتولد عن أدوات الاستثمار طويلة الأجل مخاطر في السعر، السوق والتنظيمي، الأمر الذي يجعلها تتصف بدرجات مخاطرة عالية جدا مقارنة بالأسواق النقدية،

ث- عملية التداول في سوق الأوراق المالية خصوصا في الأسواق الثانوية تتم بواسطة سماسرة أو وسطاء ذوي كفاءة وخبرة في الشؤون المالية،

ج- معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة صفة مطلوبة للاستثمار في أسواق الأوراق المالية لما لها من مخاطر والتي قد تكون ذات أبعاد سيئة، الأمر الذي يستدعي في أحيانا تدخل السلطات لمنع بعض المعلومات الضارة بالأفراد والمجتمع،

ح- تنقسم أسواق الأوراق المالية في العالم حسب درجة التقدم بين ثلاث مجموعات رئيسية: أسواق متقدمة كالأسواق الأمريكية واليابانية، أسواق ناهضة متقدمة كأسواق استراليا، والأسواق الناهضة النامية كأسواق آسيا،

¹ طارق محمد خليل الأعرج، **الأسواق المالية: محاضرات الدراسات العليا**، دكتوراه إدارة مصارف، كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، متاح على الموقع: <http://a.academy/org>، تاريخ الاطلاع: 2018/07/27.

خ- تتصف سوق الأوراق المالية بالتنظيم العالي مقارنة بالأسواق المالية الأخرى، وهذا راجع لتخصص الوكلاء المتعاملين فيها، علاوة على ذلك نجد شروط وضوابط قانونية لتداول الأوراق المالية فيها، لهذا نجد إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير التعاملات في أسواق الأوراق المالية في الكثير من الدول، كما أن تحديد الأسعار على أساس العرض والطلب يميز هذه السوق بروح المنافسة التامة عند التداول،

د- تتصف سوق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات هذا الذي يجعل هذه السوق متميزة عن غيرها من الأسواق بكونها أسواق شاسعة تتم فيها عمليات واسعة قد يمتد مداها ليشمل أجزاء عدة من العالم في آن واحد،¹

ذ- معاناة غالبية الأسواق من تقلبات حادة وحساسية عالية للشائعات راجع لسيادة المضاربة فيها،²

ر- في أسواق الأوراق المالية لا يتم التعامل على السلع الحقيقية كأسواق السلع والخدمات الأخرى، بل على أساس مميزات وصيغ نظرية غير محسوسة على أمر الواقع، مما يؤثر بشدة على حجم وكمية المبيعات، أضف إلى ذلك العمليات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية ضخمة نسبياً مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي يتجلى بقوة على أسعار البيع والشراء.³

2- وظائف سوق الأوراق المالية:

تزداد أهمية أسواق الأوراق المالية وتتلور ذروتها في خدمه النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

أ- **تعبئة المدخرات:** فالمستثمرون الذين لهم مدخرات كافية يمكن أن يصبحوا مساهمي مؤسسة بشراء أسهمها أو دائنو مؤسسة بشراء سنداتها أو الدخول إلى البورصة على مستوى السوقيين الأولى أو الثانوي. فالبورصة تسمح بتعبئة الادخار وتعتبر أحسن مخصص للموارد المالية وتوجيهها إلى مشاريع استثمار مربحة ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وذلك بتوفير الخصائص التالية:

***كفاءة التسعير:** وهي أن تعكس أسعار السوق كل المعطيات المتوفرة فيه.

***جوده التشغيل:** أي أن تتناقص أتعاب الصفقات إلى حد أدنى، مقارنة مع الأرباح التي يتم تحقيقها من وراء هذه الصفقات.

***عدالة السوق:** وتقوم بتوفير فرص متكافئة لكل من يريد عقد الصفقات في السوق.

¹-جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2002، ص:56.

²-كاكا لا هو شار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر، عمان، 2003، ص: 185-186.

³-فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية؛ الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 46.

***الأمان:** وهو حماية الهيئات المتعاملة في السوق من شتى المخاطر الناجمة عن التعاملات في ما بينهم وهذا بتوفير وسائل وإجراءات خاصة.¹

ب- تمويل المؤسسات وخطط التنمية: تعتبر البورصة أداة في يد المؤسسات والحكومات للتمويل والاستثمار وحتى تطوير المشاريع، كما تضعها في اتصال مباشر مع العرض والطلب على رأس المال وهذا عندما نتحدث عن نظام اللامساواة، كما تعتبر أيضا وسيلة مهمة لتقييم الشركات، فهي تشارك في رفع وعي المستثمرين ومساعدتهم في أخذ نظرة عن تلك الشركات، إما أنها مؤسسات ناجحة أو فاشلة. أما بالنسبة للحكومة فالبورصة تسمح لها بتمويل خطط التنمية مثل إنشاء المشروع الذي يعود في النهاية بالنفع على المجتمع ككل وذلك من خلال طرحها لأوراق مالية حكومية، مثلا: أدون الخزينة وسندات حكومية.²

ج- المحافظة على الثروة وتميتها: تعتبر الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق أداة مهمة من أدوات حفظ القيمة (أو القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها مستقبلا فيتم بيعها، خصوصا وأن الأدوات المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الوقت بل بالعكس من ذلك فهي تخلق عوائد جديدة وبهذا فإنها تساعد على تزايد ثروة مالكيها.

د- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: تخفض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

- **التأمين:** مقابل ما ينجر عن حصيلة بعض المخاطر،

- **التوزيع:** أي تنويع ميادين وأشكال الاستثمار وهذا إتباعا للنصيحة المشهورة (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة) يعني لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في دائرة واحدة أو مشروع واحد،

- **التحوط:** أي إبرام المستثمر اتفاق على بيع أو شراء مقدار محدد من العملات الأجنبية أو الأسهم بتاريخ وسعر معينين يتفق عليه من الآن وبغض النظر عما سيكون عليه مستقبلا.³

هـ- سيولة الأوراق المالية وتحقيق أسعار توازنية لها: إذا كانت هذه الأسواق مبنية على دعامة متينة وتنصف بدرجة عالية من العدالة والمعرفة الكافية ستحدد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها بصورة توازنية بما يخدم الأطراف المتعاقدة إذ يمثل أفضل سعر بالنسبة للبائعين (أعلى سعر للطلب) وبالنسبة للمشتريين (أدنى سعر العرض) وبهذا فإن أسعار هذه الأوراق تصبح أسعار توازنية.⁴

و- قياس قيم الأصول والمساعدة على التنبؤ: تعتبر هذه الأسواق أداة قياس فريدة من نوعها لقيمة المؤسسة التي بلغت إذ يتم نشر أسعار كل القيم المنقولة في كل حصة تعقد في البورصة، كما تعتبر تسعيرة البورصة إلى جانب تقنيات التنظيم الأخرى (تحليل ميزانيات)، استشراف لمستقبل المؤسسة

¹-حسن حمدي، دليلك على البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، مصر، ط: 01، 2006، ص: 17.

²- مرجع سبق ذكره، ص: 18.

³-زياد رمضان، مروان شمام، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، 2007، ص: 15-16.

⁴-حسن حمدي، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

في السوق وتقدير وسائل الإنتاج، فمجموع قيم الأوراق المالية للمؤسسة في البورصة يساوي لمجموع قيمتها إذ أنها تلقى اعتراف من قبل كل من يهمله معرفة قيمة المؤسسة (المستثمرين، البنوك، إدارة الضرائب، ... إلخ) فالعلاقة التي تربط المؤسسة بالبورصة هي أسعار أسهمها وسنداتها التي تعكس وصدق إلى حد ما كفاءة السوق المالية.¹

ز- **استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية:** تتبع هذه الأسواق طرق عديدة في جذب الاستثمارات الأجنبية أهمها: منح فوائد عالية ومغرية وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين المؤسسات ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة ومركزها المالي المقبول ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبلي، مما يخلق مصدر ما لتتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.²

ح- **علاج أزمة المديونية:** يمكن للبورصة أن تساهم في تجنب المشاكل التي تنجم عن الاقتراض الخارجي، مثل زيادة مدفوعات خدمة الدين، عن طريق جذب المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا. وبالإضافة إلى ذلك، تساهم البورصة في تخفيف العبء المترتب على المديونية الخارجية باستخدام تقنيات توريق الديون، حيث يتم تحويل الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، والتي يطلق عليها سندات التوريق. وبالتالي، يمكن للبنوك الدائنة بتبديل القروض التجارية إلى هذه الأوراق المالية.³

ط- **تفعيل عمليات الخصخصة:** انتهجت العديد من دول العالم منهجية الإصلاح الاقتصادي عن طريق ليبرالية الاقتصاد والأخذ بمبدأ قوى السوق إذ كانت أهم نتائجها هي تفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد وتوسيع قاعدة الملكية. ومما ساعد على تطبيق هذا النهج قيام تلك الدول بتصفية القطاع العام وبيعه أو تحويل إدارة منشآته إلى القطاع الخاص، ولكن هذه العملية يعترضها العديد من الصعاب الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع وهنا تأتي أهمية الأسواق المالية، إذ أن العلاقة وثيقة بين تصفية القطاع العام وبين وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئه المدخرات من خلال هذه السوق.⁴

ي- **يتمثل أهم مشكل يعترض البنوك التجارية عند منحها للقروض في التضخم، علما أن هذه القروض غالبا ما تعطي بكميات محددة ووفقا لقوانين وأنظمة تصدر عن البنك المركزي وهو الذي يجذب مستثمري الأدوات المالية.**

¹-Alain Choinel, Gérard Royer, Le marché financier, structure et acteurs, banque édition, Paris, 6^{ème} édition, 1998, P : 43-46

²-فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999، ص: 16.

³-عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص: 125.

⁴-حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة حبر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 27، مارس 2004، ص: 08.

كثيراً ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول وبالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم وسندات للشركات من جنسيات مختلفة.¹

ل-تساعد في كبح ارتفاع معدل التضخم وهذا لأن سوق الأوراق المالية تساهم بقوة في جذب المدخرات من المستثمرين مما يعزز امتصاص فائض السيولة النقدية وتحويل هذه المدخرات لاستثمارات بدل الاستهلاكات.

م-تعتبر وسيلة غير رسمية للرقابة الخارجية على فعالية كل المخططات من الناحية: التمويلية، التشغيلية، التسويقية والاستثمارية، للشركات المتداولة فيها، أي أن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات محكمة لتحقيق نتائج أعمال جيدة ستهيمن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فان نتائج أعمالها لن تكون مرضية لذلك فان أسعار أسهمها ستخضع في السوق.²

3- شروط إقامة سوق أوراق مالية فعالة (عوامل نجاحها): يقوم سوق المالية بدور فعال وحيوي وذلك في خدمه التمويل والاستثمار، ولكي تحقق وجودها والقيام بدورها إيجابياً، لابد من توفر مجموعة من الشروط تتمثل في:

- أ- وجود مقر معين ومعلوم عند جميع المتعاملين والاستثمار،
- ب- انتهاز سياسة الاقتصاد الحر المبنية على الثقة في أطراف السوق على تنشيط الاقتصاد مما يسفر على جذب المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها،³
- ت- وجوب توفر كمية كافية من الاستثمارات (المدخرات) بفرعها الوطني والأجنبي ليقابلها طلب يلائمها وكذلك وجوب توفر مشروعات ذات الجدوى الاقتصادية الربحية المجزية،
- ث- توفير قوانين وأنظمة مرنة وفعالة متكيفة مع التغيرات الاقتصادية القومية والعالمية،
- ج- وجود منشآت بنكية ومالية فعالة،
- ح- تعدد المزايا الحديثة للأوراق المالية أتاح الاستثمار للمدخرين الصغار،⁴
- خ- الاستقرار السياسي داخل الدولة وهذا لأنه أداة جذب رؤوس الأموال الأجنبية،⁵
- د- تجهيز البورصة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات لتيسير الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوساطة،
- ذ- توفير جميع المعلومات حول الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة يحسن من سمعتها في البورصة،

1- رسمية أحمد ابو سولي، الأسواق المالية والنقدية، دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص: 12.
 2- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر-3، 2006، ص: 48.
 3- مصطفى رشدي شبيحة، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 1992، ص: 455.
 4- البنك المركزي المصري، دراسة عن تطوير أسواق رأس المال، مؤتمر آفاق الاستثمار في الوطن العربي، القاهرة، 1992/3/3-2/29.
 5- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، عمان، الأردن، (32) ط: 01، 2002، ص: 21.

- ر- النمطية وهي سير العقود والمعاملات بنهج معين، الأمر الذي يساعد في توليد سوق ثانوية للأوراق المالية ومنه توفير عنصر السيولة للعملاء،
- ز- فعالية البورصة والتي تقاس ب: رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع، الدقة وعدم حدوث أي أخطاء والسرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات،¹
- س- تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة والاقتصاد الوطني باستخدام تقارير شركات الوساطة،
- ش- تقوية العملة الوطنية تمتعها بحد معقول من استقرار قيمتها،
- ص- توافر الوعي الاستثماري والثقافة البورصية لدى الأفراد،
- ض- فرض عقوبات صارمة من طرف الهيئات الإدارية ضد من ينشر أي معلومات مالية مضللة للمؤسسات بهدف التأثير على سير التعامل في سوق الأوراق المالية.²

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

إن الأطراف الأساسية المشاركة في سوق الأوراق المالية هي الوحدات التي تقوم بتشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، وهم الوسطاء الماليين ومجموعة من الهيئات والتنظيمات التي تتم بواسطتها عمليات هذه السوق، وقصد الإلمام بجوانب التعامل في هذه السوق، ارتأينا تناول هذا المطلب من خلال العناصر التالية: نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية، المتعاملون، الأوامر، تكاليف تنفيذ المعاملات، تسعير الأوراق المالية، شروط الدخول إلى البورصة.

1- نظام تشغيل سوق الأوراق المالية: يشترط أن يتم تداول الأدوات المالية المسجلة، داخل قاعة طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها يتداول فيها وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها وتعلن اللجنة الكميات والصفقات المتداولة لكل ورقة والعديد من المعطيات التي تخدم مصالح المتعاملين.³

ومن هنا نقول أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية هي:

أولاً. صالة التداول: وهي مكان اجتماع عملاء البورصة أو ما يسمى قاعة العمليات.

ثانياً. لجنة تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية: وهي عبارة عن جهاز مستقل، مهمته تنسيق وقيادة العمليات الخاصة بالاستثمار في الأدوات المالية وتتمثل مهمتها في:

أ- التسيير والإشراف الميداني ومراقبة الصفقات الجارية فيها،

¹- شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سورية، ط:1، 2002، ص، ص: 42-43.

²- محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، ط: 03، 2000، ص: 140.

³- أحمد سعد عيد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجماعية، الإسكندرية، 1998، ص: 29.

ب- منح التأشيرات وتقديم الاعتمادات: فهي تقوم بمنح تأشيرة، أو رقم تسجيل يتضمن فيما يخص المعلومات الخاصة بالشركات المكتتبه، وهذا بهدف حماية المتعاملين، كما تقوم بتقديم الاعتماد لصالح؛ شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وشركات تسيير محفظة الأوراق المالية،

ث- تحقق اللجنة بالعديد من التحريات نذكر منها: رأس المال الواجب توفره، خبرة المسيرين والشكل القانوني قبل تقديم أو تسليم الاعتماد، السمعة الحسنة،¹

ج- المراقبة والعقوبات: لضمان السير الحسن للبورصة وحماية المدخرين من المعلومات الخاطئة التي تقدمها المؤسسات حول بياناتها المالية ومن العقوبات المسلطة عليهم نجد؛ توجيه ملاحظات وإنذارات، الإحالة إلى السلطات التأديبية أو القضائية المكلفة بالمتابعة، سحب الاعتماد.²

ثالثا. اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية: تختلف أسماء اللجان من سوق إلى آخر إلا أن المهام الموكلة لها متشابهة، ومن أهم هذه اللجان نجد:

- أ- مكتب لجنة البورصة: وهو الذي يقوم بالعمل الإداري للبورصة،
- ب- لجنة التأديب: مهمتها إحالة المخالفات المرتكبة والنظر في الشكاوى المرفوعة إليها. إذ يتم اختيار ثلاثة أعضاء من لجنة البورصة ويرأس مجلس التأديب رئيس لجنة البورصة وتعين سنويا،
- ت- لجنة التحكيم: تحال إليها المنازعات التي تحدث بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين، أو بين أحدهم وبعض العملاء، بشرط اتفاق الأطراف اللجوء إلى التحكيم،
- ث- الجمعية العامة: يرأس الجمعية العامة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، كما يتم التصديق على الميزانية المقدمة إليها من إيرادات ونفقات وابداء الآراء في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة،
- ج- مندوب الحكومة: تعينه الوزارة لدى البورصة، مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، كما يحق له الاعتراض على جميع القرارات، إذا كانت هذه القرارات مخالفة لقوانين البورصة أو الصالح العام،
- ح- لجنة المقاصة: وهي الهيئة المختصة بتسوية كافة المعاملات التي عقدت في البورصة بين السماسرة المدنيين والدائنين،
- خ- لجنة التسعير: وهي التي تحدد جدول الأسعار وتبثه في مختلف وسائل الإعلام،
- د- لجنة السماسرة: هذه اللجنة تقوم بقبول السماسرة وفقا للشروط الواردة في قوانين ولوائح البورصة.³

رابعا. الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: يعد الوسطاء المرخصون للعمل في البورصة أشخاصاً مهمين للغاية في السوق، حيث يقومون بتقريب بين العارضين والطلبين للأموال. ويمكن تعريف السماسرة على أنهم أشخاص ذوو كفاءات وصفات محددة، يتلقون أوامر العملاء للشراء أو

¹-Gaston defosse, Paine balley, la bourse des valeurs et les opérations de bourse, édition bouchene, Alger, 1993,P : 19.

²-Luc Barnett.Rollande, Principe technique bancaire, Dunod, Paris, 2001, P-P: 360-361.

³-عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار، دراسة تجارب دولية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2015/ 2016، ص: 27-29.

البيع في الأدوات المالية وينفذونها إما بصفتهم مستقلين أو كشركاء في إحدى شركات السمسرة¹. وسنرى تفصيلاته لاحقاً.

2- المتعاملون في سوق الأوراق المالية وأنواعهم: إذ يعتبرون من الركائز الرئيسية والتي من خلالها تتشكل سوق الأوراق المالية وفيما يلي عرض بإيجاز هذه الركائز:

1-2- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، إلى عدة تصنيفات وهي:

أ- **المرجحون:** وهم المتعاملون بالمشتقات المالية عند وجود فروق في الأسعار لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من سوق منخفضة الأسعار وتبيع في أخرى مرتفعة الأسعار لتحقيق عائد خال من المخاطرة،

ت- **المحتاطون:** وهم الذين يحتفظون بالأوراق المالية من أجل الحيلة وتقليل المخاطر.
ث- **المضاربون المحترفون:** إذ يقومون بمراقبة الأسعار في السوق بصفة دائمة والتنبؤ باتجاهاته لتخطيط عملياته، وتحقيق أقصى ربح من خلال شراء الأوراق المالية وبيعها عندما ترتفع أسعارها.

د- **المضاربون الهواة:** هدفهم الاستفادة من فروقات الأسعار دون الاهتمام بدراسة العوامل المؤثرة في الأسواق واتجاهاته. وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق عند وقوعهم في خسائر.

خ- **المتآمرون:** هدفهم التحكم بالأسعار وتوجيه السوق صعوداً ونزولاً باستعمال بعض الطرق المصطنعة ليصبح السعر الغائب للورقة المالية أعلى أو أدنى من السعر الحقيقي لها.

و- **المستثمرون:** هدفهم الحصول على دخل مستمر كالفوائد والعوائد بمختلف أنواعها وهذا بشراء الأوراق المالية، وينقسمون إلى صنفين هما: المستثمر الداخلي والعادي، فالأول هدفه السيطرة على المؤسسة وإدارتها من خلال امتلاك عدد كبير من الأسهم سعياً للربح، أما الثاني فهدفه تحقيق الربح على المدى البعيد بالإضافة إلى العائد الجاري².

2-2- تصنيف المتعاملون إلى عارضين وطالبيين: في هذا التصنيف نجد طالبي الأموال المتمثلون في المؤسسات المصدرة للأوراق المالية التي تهدف إلى تمويل عملياتها الاستثمارية أما بالنسبة لعارضي الأموال فنجد كل من الأسر ومؤسسات التأمين.

1-2-2- الطالبون لرأس المال: وهم أصحاب المال الذين لديهم فائض في أرصدهم المالية، ويرغبون استثمارها على شكل أدوات مالية، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى مجموعتين: الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، والتي تتميز بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها لأنها تستثمر الجزء

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2000، ص: 29.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، الأوراق، بورصات، دار الشروق، مصر، 2005، ص: 126.

المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، أما الثانية: تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار.¹

2-2-2 العارضون لرؤوس الأموال: ويتمثلون في العائلات أو المؤسسات التي تزيد نفقاتها عن إيراداتها وتريد تغطية عجزها أو استثماراتها وهذا عن طريق بيع أوراقها المالية أو الاقتراض المباشر.²

زيادة على ذلك نجد الحكومات التي تصدر سندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو امتصاص السيولة أو... إلخ، ومنه ينقسم عارضو رؤوس الأموال إلى مجموعتين: تتمثل الأولى في الأسر أما الثانية فتتمثل في مؤسسات التأمين، الضمان الاجتماعي، صناديق التقاعد والبطالة.

2-2-3 الوسطاء الماليون: وهم صناع محركو السوق، ويمكن تقسيمهم إلى قسمين:

أ. ولا. السماسرة ووكلاء التبادل: وهم كالتالي:

أ- السمسار الوكيل: وهو الذي يحمل عضوية البورصة، إذ يعمل كوكيل لمصلحته الشخصية أو لأحد بيوت السمسرة والتي تسيطر عليه بطريقتين، إما مباشرة وهذا بقيامها بإقراض السمسار رسم العضوية. أو غير المباشرة لأن حجم معاملاتها الهائلة يجعلها موضعاً للمنافسة بين عدة سماسرة خاصة وهم يعلمون أن بإمكان بيت السمسرة اللجوء إلى سماسرة الصالة لتنفيذ معاملاته.

ب- سمسار الصالة أو المقصورة (سمسار السماسرة): يمنح سمسار الصالة الخدمة لطالبيها مقابل الحصول على جزء من العمولة، ولا يعمل لحساب أي طرف. ومن المفترض أن يتحمل سمسار الصالة تكاليف العضوية بنفسه.

ج- تاجر الصالة (المضارب أو التاجر المسجل): وهو الذي يتصيد الفرص الساخنة على أمل تحقيق الربح. وهو يعمل لحسابه الخاص فقط ويدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة.

د- المتخصص: وهو الذي يتخصص في تداول في ورقة مالية معينة أو عدد محدود من الأوراق إذ أنه الوحيد الذي يتعامل فيها والذي يطلع على دفتر الأوامر الخاصة مما يعتبر شكلاً من أشكال الاحتكار، ويدفع المتخصص رسم العضوية من ماله الخاص لأنه يعمل لحسابه الخاص أو أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة، ويحدد مجلس المحافظين المكان المخصص الذي يعمل فيه كل متخصص وتخضعهم لرقابة مستمرة لأنه هو الذي يحدد سعر بيع أو شراء الورقة المالية. ونظراً لخطورة دوره فإنه يخضع لشروط عضوية صارمة.

هـ- تاجر الطلبات الصغيرة: وهو التاجر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة

¹ محمود أمين زوبل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 51.

² فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2008، ص: 61.

(100 سهم أو مضاعفتها) ثم البيع بكميات صغيرة (أقل من 100 سهم). ويتقاضى هؤلاء التجار عمولة أكبر نسبياً مقارنة بغيرهم من التجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة.

وسمى **الخصم**: وهو الذي يقدم أدنى خدمة للعملاء، مثل الأعمال الكتابية الخاصة بالتداولات، توفير أحدث المعلومات عن الأوراق المالية، إعطاء استشارات لعملاء بشأن القرارات الاستثمارية. ويعتبر هذا الصنف من السماسرة مناسباً للمستثمرين الذين يتخذون قراراتهم.

ي-تجار الطلبيات الكبيرة: نقول عن الطلبيات (الأسهم تحديداً) أنها كبيرة عندما لا يقل حجم الطلبية فيها عن 10 000 سهم، ولا يمنع أن يشترك في شرائها أكثر من مستثمر.¹

ثانياً. صناديق الاستثمار: تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوية فقط وهدفها هو تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق الاستثمار والاستثمار في الأوراق المالية² والحصول على العائد المناسب لحملة الوثائق. فوجودها ينشط سوق الأوراق المالية، وهي بديل آخر لمن لا يريد الدخول إلى السوق،

ثالثاً. الأوامر: هي تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط بهدف تداول الأوراق المالية، وتحرر إما كتابياً أو شفويًا أو عن طريق تكنولوجيا الاتصال وتكون دقيقة ومتضمنة للشروط التالية: نوع الورقة المالية، سعرها وكميتها، الجهة المصدرة، العائد، مدة صلاحية الأمر ونوعه... إلخ،³ وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية، والتي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، الملائمة لتنفيذ الصفقة وهي:

أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: وهي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يقرره العميل هو المحدد في تنفيذ الصفقة من عدمها، إذ يوجد نوعان منه نذكرهما كما يلي:

➤ **أوامر السوق**: وهي أكثر الأوامر انتشاراً، إذ يطلب فيها العميل من الوسيط تنفيذ الصفقة على وجه السرعة (دقائق معدودة) وبأفضل سعر، لكن من عيوبه أنه عدم معرفة المستثمر السعر الذي ينفذ به الأمر، إذ أن عليه قبول السعر السائد في السوق كقضية مسلم بها، وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية قد لا يكون لهذا العيب ثقل كبير باعتبار أن التغيرات السعرية اللحظية عادة ما تكون مضبوطة.⁴

➤ **الأوامر المحددة**: في هذا النوع من الأوامر يحدد العميل سعر تنفيذ الصفقة، وبعد ذلك لا يملك الوسيط سوى التقبض على الفرصة المناسبة (بلوغ السعر المعين أو أقل منه في حالة الشراء أو أعلى منه في حالة البيع). لكن من عيوبه أنه قد لا يصل إلى السعر المعين وبالتالي لا تجرى الصفقة.⁵

¹-شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

²-طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 29.

³-أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي إسلام، مرجع سبق ذكره، ص: 173.

⁴-منير إبراهيم هندي، الأوراق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 125.

⁵-محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص: 23.

ب-الأوامر المحددة لوقف التنفيذ: هي التي يكون فيها الزمن هو الفاصل في تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة. وقد تتراوح مدة الأمرين؛ يوم، أسبوع أو شهر وقد يكون الأمر مفتوحاً (لا يوجد تاريخ محدد).

ج-الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: وهو الأمر الذي يتم فيه تحديد سعر معين للتنفيذ بشرط إكمال الصفقة خلال مدة زمنية محددة.

د-الأوامر الخاصة: نجد من بين هذه الأوامر ما يلي:

➤ **أوامر الإيقاف:** وهي الأوامر المقيدة بأمر الإيقاف، فإشارة قف تدل على تدنية المخاطر (الخسائر الناتجة عن التقلبات في الأسعار) ونجد ضمن هذه الأوامر نوعين: الأول هو أمر الإيقاف المتعلق بالبيع فالوسيط يبيع إذا بلغ سعر السهم المستوى المحدد أو انخفض عنه أما الثاني فهو أمر الإيقاف المتعلق بالشراء، حيث يشتري الوسيط السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تخطاه.¹

➤ **أوامر الإيقاف المحددة:** يضع المستثمر مجالاً ذو حدين حد أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء ويلتزم بهذا السعر أو سعر أفضل منه، من أبرز مخاطره: أن الأسعار قد تتغير بسرعة انخفاضاً مثلاً في حالة البيع بحيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ العملية بالسعر المحدد مع استمرار الأسعار في الانخفاض مما يعني تناقص للقيمة السوقية لأوراق المستثمر.²

➤ **أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:** وهو ترك الحرية للوسيط في إبرام الصفقات، إذ يقتصر هذا النوع من الأوامر على العملاء الذين لديهم ثقة عمياء في الوسيط، ومن عيوبه عدم رضاء العملاء على نتائج بعض الصفقات.³

4- **تكاليف تنفيذ المعاملات:** تتضمن عملية تنفيذ الأوامر نوعين من التكاليف:

أولاً. **التكاليف المباشرة:** وتشمل:

أ- **عمولة السمسرة:** وهي الأتعاب التي تدفع للسمسار وغالباً ما يجري ذلك بالتفاوض علماً أنها مرتبطة بالعملية المنفذة وتتناسب عكسياً مع عدد مرات التعامل.⁴

ب- **ربح صافي السوق:** وهو الحاصل بين سعري شراء وبيع الورقة المالية بهامش ربح صانع السوق والذي يتحدد نتيجة إلى: **أتعاب صانع السوق** وهي عمولة الوساطة بين البائع والمشتري للأوراق المالية و**تكلفة الاحتفاظ** وهي أن يحتفظ صانع السوق بمخزون من الأسهم انتظاراً للمشتري المناسب.⁵

¹- عصام حسين، أسواق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط: 01، 2008، ص: 90.

²- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، الأوراق، بورصات)، دار الشروق، الأردن، 2005، ص: 252.

³- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

⁴- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية أسهم، سندات، وثائق استثمارية خيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 28.

⁵- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1999، ص: 83.

ج- الخصم على السعر: يمنح المشتري للبائع خصم يمثل جزء من تكلفة المعاملات.

د- الرسوم المستحقة على الأطراف المتعاملة: وهي الرسوم الإدارية كرسوم نقل الملكية والتسجيل.¹

هـ- عمولات البنوك: هي العمولة التي يدفعها المتعاملون إلى البنوك من أجل إيداع أوامرهم لديهم ويكون ذلك مقابل عمولة تضاف لعمولة السمسرة، لذا فإن أغلب المتعاملون يفضلون التعامل عن طريق السمسار أو الوكيل مباشره لتجنب ازدواجية العمولة.²

ثانيا. التكاليف غير المباشرة: تشمل التكاليف في الحيازة التي يتحملها المتعاملون فيما يلي:

أ- تكلفة الفرصة البديلة: أي الربح الذي لديه احتمال تحقيقه لو تم توجيه هذه الأموال إلى مجالات استثمارية أخرى.

ب- تكاليف الوقت والجهد: وهي عبارة عن تكلفة مرور الوقت والطاقة المبذولة في تقييم الأوراق المالية المحتملة التداول.³

5- تسعير الأوراق المالية: يعرف نظام التسعير في البورصة بأنه "حزمة من التقنيات تسمح بإعطاء أسعار الأدوات المالية داخل البورصة" تشرف على مراحل سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء، بإتباع آلية عمل قوى السوق، إذ يتحدد سعر الورقة في إحدى جلسات سوق الأوراق المالية ليسجل بعدها في لوح التسعيرة، فنجده قد يصل إما إلى جزء بسيط منها فقط أو إلى أضعاف قيمتها الاسمية وهذا لتأثره بعدة عوامل تحدد سعرها"، ومن بين هذه العوامل نجد: المركز المالي للجهة المصدرة للورقة، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيه، قوى العرض والطلب، العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة، البلاد المصدرة للورقة. ويعتبر التسعير ذو أهمية كبيرة حيث يبحث كل المتدخلين في سوق الأوراق المالية على معرفته وفيما يلي سيتم التطرق إلى:

أولاً. طرق التسعير: يتم التوصل لسعر بيع أي ورقة مالية من الأوراق التي يجري تداولها وذلك عند بدء التعامل اليومي بعدد من الطرق التي تتفق في جوهرها. وإن كانت تختلف في أسلوبها ومنها:

أ- التسعير الدوري: وفق هذه الطريقة للتسعير فإن تنفيذ أوامر المتعاملين لا يتم مباشرة بل بجمع كل من أوامر البيع والشراء المتواجدة في دفتر الأوامر وتتم هذه الطريقة بأربع أنواع للتسعيرة وهي:

➤ التسعير بالمناداة: وهي طريقة التفاوض على الأسهم والسندات الأكثر تداولاً في البورصة إذ يجتمع المتعاملون في قاعة تداول البورصة وتعد التداولات بندايات بعضهم البعض، فيصيح الباعة بصوت عال بأنهم على استعداد لبيع نوع معين من الأوراق التي بحوزتهم باستخدام عبارات متفق عليها، بنفس الطريقة يصيح المشترون تعبيراً عن استعدادهم للشراء وبذلك يخلق العرض والطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها. من أهم مزايا هذه الطريقة الشفافية في التعامل، إذ يتمكن جميع المتعاملين من مراقبة التعاملات بصورة مباشرة.

¹- منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 488، 489.

²- ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

³- عمر عبو، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

➤ **التسعير بالدرج (الرف):** تتم هذه الطريقة بشكل كتابي وليس شفوي، وهذا بجمع كل الأوامر المتعلقة بسهم خاص في أدراج الوسيط ذو الخبرة أو المتخصص الذي يحدد السعر، وفقا لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة وتعرض هذه الطريقة إلى عدة عراقيل عند تطبيقها منها: غياب المعلومات وصعوبة الحصول عليها، صعوبة إيجاد سعر مرجعي يستند عليه الوسطاء وعدم إمكانية تغيير الأوامر قبل آجال الاستحقاق.¹

➤ **التسعير بالصدوق:** تستخدم هذه الطريقة عند كثرة وتعدد عروض البيع وطلبات الشراء أي في حالة عدم وصول السوق إلى حالة التوازن، فيضع الوسطاء إلى عروضهم وطلباتهم في صندوق معين، ومن خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار.

➤ **التسعير بالمقابلة (المعارضة):** أخذت هذه الطريقة إيجابيات كل من الطريقة الشفوية والكتابية إذ أنها تقع بينهما، حيث تسجل الأوامر على دفاتر مع التقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات والتي أصبح الكثير منها يعقد بواسطة التكنولوجيا دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمتعاملين. كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق.² ووفقا لهذه الطريقة يتم تعيين سعر الافتتاح بتقييد الكميات التراكمية للطلبات (ترتب من السعر الأعلى إلى السعر الأدنى) ثم تقييد الكميات التراكمية للعروض (ترتب من السعر الأدنى إلى السعر الأعلى) وبعدها يتم انتقاء السعر الذي سيتداول به أكبر كمية ممكنة من الأسهم أما في حالة تعادل الكميات التراكمية عند سعرين متباينين، يتم الترجيح بأقرب سعر إلى آخر سعر إقبال، أو في حالة وقوع آخر سعر إقبال بين السعرين المتباينين فإن سعر الافتتاح يكون سعر الإقبال.³

ب- **التسعير بالثبیت (الثابت):** يطبق هذا الأسلوب في حالة السيولة القليلة للأوراق المالية حيث تتم عن طريق جمع أوامر البيع والشراء الموجودة في دفتر الأوامر خلال الجلسة على أن يتم التداول في ساعات التسعير الثابت حيث بحسب هذه التقنية تتداول الأسهم مرة أو مرتين في اليوم. أما في حالة السيولة المرتفعة للأوراق المالية فالتقنية المناسبة هي التسعير المستمر.⁴ وللجنة القائمة على إدارة البورصة الحق بوقف التداول مؤقتاً إذا ما رأت تقلبات حادة في الأسعار.⁵ كما تهدف هذه الطريقة إلى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات.⁶

¹ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 1999، ص: 167.

² - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجربة جمهورية مصر، "مع إمكانية تطبيقها في الجزائر"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012/2011، ص: 108-107.

³ - مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 571.

⁴ - Jack GLEN, International Comparison of Stock Trading Practices, World Bank, Working Papers, Washington DC, February 1995, p.8

⁵ - محمد صالح الحناوي، مرجع سابق الذكر، ص: 28.

⁶ - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 109-108.

ج-التسعير بالتواصل (المستمر): وهي عبارة عن عملية التداول التي تتم في أي وقت (باستمرار)، وذلك عندما يتحقق التقاء أمرين مختلفين (البيع والشراء) عند سعر محدد،¹ فهي طريقة عصرية تستعمل لمواجهة نقص ما نتيجة الكم الكبير للقيم المتعامل بها عند كل جلسة ولمواجهة الصعوبات المرتبطة بانتقال الأوامر. ويتم بواسطتها عرض وتحديد أسعار التوازن باستمرار على شاشة الحاسوب. ولا تحدد هذه التقنية سعر توازن واحد فقط وإنما حزمة متتالية من أسعار التوازن طوال اليوم وذلك عند كل مكان التقاء بين العرض والطلب.² وتنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام. ولهذا الأسلوب ويتمثل عيب هذه الطريقة في عدم تكيف وحيرة صغار حاملي الأوراق المالية عندما تتغير الأسعار واتجاهاتها في نفس الجلسة. لهذا، يؤخذ غالبا بسعر الافتتاح للعمليات الغير مهمة في التأثير على منحى السوق. وحسب توقيت عمل البورصة نجد ثلاث تسعيرات وهي:

✓ سعر الافتتاح: وهو سعر بداية النشاط الحقيقي للبورصة،

✓ السعر خلال جلسة العمل: وهو سعر توازن متبدل وفق حركة الأوامر المختلفة،

✓ سعر الإقفال: وهو السعر الختامي التوازن الذي يقيد في ختام الجلسة.³

د- التسعيرة الرسمية: تنشر لجنة التسعير في البورصة وثيقة رسمية في كل جلسة من جلساتها بهدف الإعلان عن سعر التداول الحقيقي للأوراق المالية. وتتضمن هذه الوثيقة المعلومات التالية: اسم الورقة، أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم والسعر السابق لها، الأوراق ذات الدخل الثابت مع ذكر الفائدة وموعد الاستحقاق.⁴

ثانيا. مزايا وسلبيات تسعير الأوراق المالية: تتعرض الأسعار لتغيرات مستمرة، مما يجعلها محط أنظار المتعاملين في البورصة لكنها تتميز بعدة عيوب ومزايا نحسبها فيما يلي: لا نستطيع التنبؤ بارتفاع أو انخفاض سعر أية ورقة بصفة دقيقة نظرا لأن العوامل التي تحدها لا تخضع لقوانين ثابتة. إذ أن هناك عدة مزايا وعيوب خاصة بتسعير الأوراق المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية:

أ- مزايا تسعير الأوراق المالية: نذكر منها ما يلي:

➤ شهرة المؤسسة: يسلط الضوء على المؤسسة بمجرد تداولها في البورصة من طرف صحافة الأعمال والمال وسيذاع صيتها مما سيجلب لها مشتريين جدد وعلاقات أكثر مع المحيط الخارجي.

➤ تنوع إمكانية التمويل: تنتج المؤسسة إلى البورصة غالبا عندما تكون طرق التمويل الداخلي غير كافية وهذا للحصول على أنواع جديدة مرنة ومستقلة للتمويل.

¹- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج1، ط: 01، 2008، ص: 230.

²- Gaston Défossé et Pierre. Balley, La bourse des valeurs et les opérations de bourse que sais-je?, édition Bouchéne, Alger, 16^{ème} édition, 1993, P : 79.

³- صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

⁴- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، 2005، ص: 46.

➤ **زيادة الثقة بين المؤسسة ومتعاملاتها:** تتزايد الثقة بين المؤسسة ومتعاملاتها عند تحقيق نتائج إيجابية في البورصة.

➤ **عملية الاندماج والشراء:** سهولة اتحاد شركة مع شركة أخرى مقيدة في البورصة لأن تقدير الشركتين والصفقة ككل تكون بسيطة لتداول أسهم كل من هتتين الشركتين في البورصة وهذا لأن قيمة كل شركة معروفة من طرف السوق.

ب- **سلبيات تسعير الأوراق المالية:** رغم الفوائد العديدة التي يتمتع بها التداول في البورصة، والتي ذكرناها سابقاً، إلا أن هناك جانباً سلبياً يجب على المؤسسات عدم تجاهله وهو متعلق بسلبيات تسعير الأوراق المالية التالية:

➤ **قيود متعلقة بقوانين لجنة مراقبة عمليات البورصة:** وهو إجبارية التقيد بالمعايير المفروضة من الهيئة وهذا لحماية المساهمين من دقة المعلومات المقدمة من جانب المتعاملين.

➤ **غياب السرية:** يجب نشر كل المعلومات الخاصة بسير عمل الشركة هذا الذي لا يصب في صالح هذه الأخيرة، لأن كل منافسي ومتعاملي المؤسسة يصبحون على علم بكل خطواتها المستقبلية.

➤ **تتحمل تكاليف إضافية:** تتحمل المؤسسة تكاليف إضافية عند عملية دخولها للبورصة مثل الالتزامات خاصة بالإعلام والوثائق الرسمية الواجب تقديمها للمتعاملين، التزامات المحاسبية والجبائية.

➤ **فقدان التحكم في تسيير المؤسسة:** تعتبر مشاركة المساهمين الجدد الذين اشتروا حصصاً كبيرة في مجلس الإدارة، والذين لديهم الحق في تسيير المؤسسة، أحد العوامل التي تؤدي إلى فقدان السيطرة على تسيير المؤسسة. فعدم خبرتهم يؤدي إلى توسع الاختلافات بين الأعضاء، وبالتالي تأثير سلبي على نشاط الشركة وغياب السيطرة في تنظيمها.

➤ **توزيع الأرباح على المساهمين:** ينتظر المساهمون وبشدة عملية توزيع الأرباح، الأمر الذي يعيق عملية إعادة الاستثمار في الشركة. ويتردد أصحاب المؤسسات كثيراً بسبب هذا العامل قبل الدخول في البورصة.

➤ **تخفيض في قيمة المؤسسة:** تترقب المؤسسة انخفاضاً في قيمتها أثناء دخولها للبورصة لأن سعر إصدار أوراقها تكون أقل من القيمة الحقيقية للمؤسسة هذا بغرض جلب اهتمام الراغبين في الاستثمار ثم إثارة نقلة تصاعدية في أسعار الأوراق بعد عرضها.¹

¹- عمر عبو، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

6-شروط الدخول إلى البورصة: تشترط سوق الأوراق المالية العديد من الشروط على المؤسسات الاقتصادية التي تود الدخول إليها، خاصة فيما يتعلق بدقة المعلومات المالية والقانونية كما يمكن إيجاد اختلاف بين هذه الشروط من سوق لآخر، ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية:

أولاً. أن تكون للمؤسسة شكل قانوني من الأموال أي شركة المساهمة، وإصدارها ما بين 20% إلى 25% من رأسمالها في البورصة لجمهور المساهمين المحتملين،

ثانياً. أن تمر ثلاث سنوات على تأسيس المؤسسة،

ثالثاً. أن تحقق المؤسسة عوائد خلال السنتين الأخيرتين مع توزيع الأرباح خلالهما عند طلب الانضمام للسوق،

رابعاً. أن تضع المؤسسة ملف الدخول لدى الهيئات المختصة، والمتضمن المعلومات التالية: نشاط المؤسسة وأبعادها المستقبلية، القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، القانون الأساسي للشركة، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية،

خامساً. تقديم المؤسسة لتعهد بإتباع توصيات السوق خاصة إذا أرادت أن يدرج اسمها في السوق الأولي.¹

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية

جعلت المشاريع المالية والاقتصادية الضخمة وما تتطلبه من موارد مالية كبيرة من أساليب التمويل الكلاسيكية كالمبادرة الفردية أو الاقتراض من البنوك، غير فعالة، لهذا ظهر أسلوب حديث للتمويل يسمح بتغطية الاحتياجات الضخمة وفي الوقت المناسب، وهو التمويل من خلال إصدار أوراق مالية، والتي يتم إصدارها من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها، وهي تعتبر صكا لإثبات حق في أصل معين وفي التوقعات النقدية الناتجة عن هذا الأصل. ويمكن تقسيم الأدوات المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية، فالأولى تعكس الملكية والثانية تعكس المديونية، أما الثالثة فهي أدوات مستحدثة كالأوراق المهجنة والمشتقات المالية، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى أساسيات كل من: الأسهم، السندات، الأوراق المهجنة والمشتقات المالية.

المطلب الأول: ماهية الأسهم

¹-Philippe Monnier, *Les marchés boursiers*, Verreuil, Paris, 3^{ème} édition, 1997, P,P : 28-29.

تعد الأسهم أحد أكثر أنواع السلع المتداولة في هذه السوق، ويدخل تحت هذه الفئة عدة أشكال تتصف بخصائص مختلفة ومميزات عديدة تتباين في مصادرها وتخضع إلى معايير مختلفة وكثيرة، وجاء هذا المطلب لتوضيح العناصر التالية: تعرف الأسهم، خصائصها وأنواعها.

1-تعريف الأسهم وخصائصها: وهي أكثر الأوراق المالية تداولاً، وأشهرها وسنشرها بالتفصيل.

أولاً. تعريف السهم ومختلف قيمه: والذي يطلق عليه الصك أو النصيب والذي يعتبر وثيقة تسلم لفرد يمتلك جزء من رأسمال مؤسسة تخوله الحقوق المعطاة لكل شريك.¹

كما يعرف السهم بأنه: صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية.² وعرف أيضاً بأنه: "جزء من رأس المال للشركة يزيد وينقص تبعاً لرواجها".³

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن السهم هو الحصة التي يعطيها الشريك عند المشاركة في مشروع ورأسمال مؤسسة مالية في سوق الأوراق المالية، ويتمثل في وثيقة يعطي للمساهم يثبت به حقوقه في المؤسسة، وهذه الحصة يمكن أن تكون عينية أو مالية أو مختلطة، كما أنه كلما زادت حصة المساهم كلما زادت حصته في أصول وعوائد المؤسسة وكذا سيطرته في مجلس الإدارة.

ثانياً. القيم المختلفة للسهم: للسهم مجموعة مختلفة من القيم نوجزها فيما يلي:

أ-القيمة الاسمية للسهم: وهي قيمة السهم التي تعطي عند أول إصدار له والمدونة في عقد التأسيس، ويمكن تخفيض هذه القيمة من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، فللمستثمر الحق في أخذ جزء من السهم أو السهم كاملاً وربما أكثر، وهو ما يزيد من عدد الأسهم المتداولة، وتحسب بقسمة رأس مال المؤسسة الكلي على مجموع عدد الأسهم. وتكون القيمة الاسمية في غالب الأحيان أقل من القيمة السوقية،

ب-القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تساوي سعر السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الأصول المالية مع خصم قيم التزامات تجاه الغير منها، بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية⁴:

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{إجمالي حقوق المساهمين} / \text{عدد الأسهم}$$

¹-محمد بشر عليّة، القاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات، بيروت، 1985، ص: 55.

²-سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 265.

³-كاكامولا هوشيار معروف، الاستثمار في الأسهم والسندات، قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة، (ب) 2002، ص:

16.

⁴-محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الأزهر، مصر، 2003، ص: 191-

192.

$$= \text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة} / \text{عدد الأسهم}$$

لكن كقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مقياساً ضعيفاً لقيمة السهم وذلك لأنها قيمة تاريخية وليست قيمة مستقبلية، فالأصول تدون بقيمتها التاريخية أما الأسعار الجارية تقع تحت ظل معدلات التضخم؛¹

ونستنتج مما سبق أن القيمة الاسمية لديها مدلول أولي، أما القيمة الدفترية فلديها مدلول محاسبي.

ج- القيمة السوقية: وهو سعر التداول في الأسواق الثانوية الذي يتأثر بقوى العرض والطلب، وربحية الشركة والقيمة الدفترية... وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الدفترية أو الاسمية.²

د- القيمة الحقيقية للسهم: وهو سعر اقتصادي رئيسي للأسهم والذي يظهر بشكل منطقي كل المعطيات المتوفرة للمتعاملين، ويعد هذا السعر دليل مقارنة لتحديد انتقال الصفقات.³ وهو سعر السهم بعد إعادة تقييم أصول الشركة وفقاً للأسعار الجارية.⁴

ه- قيمة السهم عند التصفية: وهو سعر السهم المتحصل عليه عند انتهاء وتصفية نشاط الشركة.⁵

و- عائد السهم: تحسب هذه القيمة بعدة طرق تختلف من مصدر لآخر منها: معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد المطلوب أو معدل العائد المتوقع، معدل العائد على حقوق الملاك، عائد فترة الاحتفاظ، معدل الخصم، نظرية تسعير المراجعة أو باستعمال معاملات كمعامل بيتا، لكن اخترنا أبسطها والتمثلة في:

➤ **عائد السهم الممتاز:** يتحصل حامل هذا السهم على توزيعات مالية ثابتة بصفة دورية، ويحسب كما يلي:⁶

$$K_p = D_p \times P_0$$

D_p : التوزيعات السنوية للسهم الممتاز P_0 : القيمة السوقية للسهم الممتاز

➤ **عائد السهم العادي:** بعد أن يتم الدفع لكل المستحقين الآخرين يتحصل حامل هذا السهم على دخل فقط،⁷ وتستخرج قيمته بالمعادلة الآتية:¹

1- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 19.
2- عبد النافع الزري، توفيق فرح غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط: 01، 2000، ص: 13.
3- كاكامولا هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 96.
4- محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 13.
5- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 165.
6- يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص: 55.
7- نفس المرجع السابق.

قيمة السهم حسب العائد = $\frac{\text{نسبة التوزيع} \times \text{القيمة الاسمية للسهم}}{\text{معدل العائد الذي يطلبه المستثمر}}$

➤ **العائد الكلي:** والذي يحسب بهذه الطريقة:

$$K_p = \frac{D_t + (P_0 - P_b)}{P_b}$$

حيث: D_t : التوزيعات السنوية للسهم في الفترة t ، P_0 : القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة t ،

P_b : القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة.²

2- خصائص الأسهم: يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص، نذكر أهمها في:

أولاً. تساوي قيمة السهم: تقوم الشركة بتقسيم رأسمالها إلى أسهم متساوية. مما يترجم إلى المساواة في حقوق حاملها من أرباح وحقوق التصويت. غير أن المشرع أجاز في حالات نظام بعض الشركات، إصدار أسهم امتياز بقرار من الهيئة العامة غير العادية تعطي حقوقاً أعلى من الحقوق التي تعطي لحملة الأسهم العادية.

ثانياً. عدم قابلية السهم للتجزئة: بالرغم من أن السهم لا يقسم لكن يسمح أن يمتلكه عدة أشخاص لكن يجب أن يمثلهم شخص واحد منهم تجاه الشركة. فمثلاً تؤول ملكية سهم إلى عدة ورثة في حالة ما توفي مالك السهم وهنا يتوجب عليهم اختيار ممثل منهم ينوب عنهم أمام الشركة.

ثالثاً. عدم جواز إصدار السهم بقيمة تقل عن قيمته الاسمية: إذ لا يسمح أن تكون قيمة السهم المعلنة في الاكتتاب مقدرة بسعر ما وتستوفي الشركة عنه سعر أقل منه مثلاً.

رابعاً. تحديد المسؤولية بقيمة السهم: يتكبد المساهم من الديون والالتزامات المترتبة على المؤسسة بقدر ما يحمله من الأسهم.

خامساً. قابلية السهم للتداول: لكل مساهم الحق في تحويل ملكية أسهمه إلى أي شخص آخر.³

سادساً. السيولة: قابلية تحويل الأسهم إلى سيولة نقدية بصورة أسرع من الاستثمارات الأخرى.⁴

¹-عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 162.

²-يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

³-Pilbeam Keith, *finance and financial markets*, palgrave macmillan, United kingdom, 3^{ed}, 2010, P: 111.

⁴- ضياء مجيد المساوي، *البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات*، مؤسسة شهاب الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 43.

سابعاً. الملكية: يعتبر السهم أداة من أدوات الملكية في رأسمال المؤسسة.

ثامناً. توزيع الأرباح على المساهمين لا يعتبر عبئاً على المؤسسة لهذا لا يسمح بخصم أرباح السهم من النتيجة الخاضعة للضريبة.

تاسعاً. المسؤولية المحدودة: تكون مسؤولية الشريك غير محدودة في حالة شركات التضامن أو الأشخاص لكن تختلف هذه الحالة في حالة المساهم الذي تكون لديه مسؤولية محدودة في الشركة.¹

عاشراً. تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم الذي يشتري السهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن المؤسسة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في اليوم الموالي الذي يبدأ وينتقل فيه حق المساهم من حق الحيازة إلى حق دين، أي عند تصفية المؤسسة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال.²

الحادي عشر. مخزون للقيمة: تدر الأسهم لحاملها دخل سنوي مع قابلية استعادة أمواله بأقل خسارة ممكنة كما أن قيمة هذه الأسهم تتزايد بزيادة نجاح الشركة.³

3-أنواع الأسهم:

تتنوع الأسهم بشكل كبير وتتميز بعدة أنواع وأشكال. وفي هذا الجزء، سنقوم بتفصيل تلك الأنواع والأشكال، بالنظر إلى الشكل الذي تظهر به، والحصة التي يتحملها المساهم، والحقوق التي يتمتع بها صاحب السهم، وسيتم التفصيل فيها كما يلي:

أولاً. تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

أ-أسهم اسمية: تصدر هذه الأسهم باسم صاحبها مثبت في الشهادة التي يستلمها، مع تدوين معلومات أخرى في هذا السجل مثل: الاسم واللقب، الصناعة، الجنسية، الوطن، نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، قيمة الأسهم المدفوعة وغير المدفوعة، نوع الشركة وعنوانها، رأسمالها ومركزها، تاريخ التنازل عن السهم، ويثبت ملكية السهم الاسمي بالقيود في هذا السجل، ويسجل أيضاً باسمه في سجل الشركة (دفتر).⁴

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط: 05، 2009، ص: 211.

² وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر، عمان، الأردن، ط: 01، 2009، ص: 123.

³ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 154.

⁴ مراد كاظم، البورصة أفضل طرق في نجاح الاستثمارات المالية، المطبعة التجارية، بيروت، ط: 02، 1967، ص: 34.

ب- **الأسهم لأمر:** يحق للمؤسسة إصدار أسهم لأمر، بشرط أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.¹

ج- **السهم لحامله:** ويصدر هذا السهم بشهادة لا تحمل إسم مالكة، ويتم التنازل عنه بتسليمه من شخص لآخر، ولا تلتزم المؤسسة إلا بمالك واحد فقط (وهو الحائز له) للحصول على حقوقه.²

ثانياً. **تقسيم الأسهم من حيث نوعية الحصة المدفوعة:** تتنوع الأسهم وفق هذا المعيار إلى:

أ- **أسهم نقدية:** إذا قدم الشريك حصته في رأس مال الشركة نقوداً نقول أنها أسهم نقدية وقد تدفع قيمتها بالكامل عند الاكتتاب وقد تكون غير ذلك.

ب- **أسهم عينية:** إذا قدم الشريك حصته في رأس مال الشركة عينا من الأعيان، كالبضاعة، قطعة أرض، مبنى أو مصنع نقول أنها أسهم عينية وهذه الأسهم تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب.³

ج- **الأسهم المختلطة:** وهي أسهم تجمع بين النوعين السابقين، إذ يتم الوفاء بها بجزء من قيمتها نقداً والجزء الآخر عينا وهذا عند الاكتتاب.⁴

د- **أسهم أو حصص التأسيس:** والتي تشتهر باسم الأسهم المجانية، إذ يمنح هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال بترحيل حصة من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، وبالتالي فهي تساوي في مجموعها الزيادة في رأس المال، إذ تقوم المؤسسة بإصدارها لفائدة أفراد معينين لقاء ما قدموه من خدمات نادرة وجهد كبير لإتمام إنشاء الشركة، لكن تمنح لأصحاب هذه الأسهم الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب في أصولها عند التصفية.

ثالثاً. **تقسيم الأسهم حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها:** استناداً لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

أ- **الأسهم العادية:** تعرف بأنها: صكوك ملكية تعطى لصاحبها حقوقه العادية من نصيبه من الأرباح، موجودات الشركة عند التصفية، حضور الجمعيات العمومية للمؤسسة والتصويت على قراراتها، ومراقبة أعمال مجلس الإدارة.⁵ ومنه فالأسهم العادية هي عبارة عن وثيقة مالية ذات قيمة اسمية تضمن لحاملها نفس الحقوق والواجبات، وتطرح في السوق الأولية مع السماح بتداولها في الأسواق الثانوية ومنه يخضع سعرها السوقى لتغيرات دائمة، أما في حالة تصفية المؤسسة فإنها آخر ما يجري

1- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 23.

2- مراد كاظم، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

3- مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا، المملكة العربية السعودية، ط1، 2005 ص: 117.

4- سميرة لطرس، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم؛ دراسة حالة مجموعة من أسواق المال العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009/ 2010، ص: 30.

5- تأليف مجموعة من العلماء والباحثين، توثيق السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، 2006، ص: 57.

تسديدها، وحسب عدد ما يمتلك أصحاب هذه الأسهم من حصص، فإن لهم حق التصويت والتدخل في الإدارة والرقابة. وللأسهم العادية خصائص عديدة نوجزها فيما يلي:

- حق الملكية: إذ يعتبر المساهم مالك جزئي لأصول المؤسسة، وذلك بقدر عدد أسهم في الشركة،
- يمتلك أصحاب الأسهم العادية الحق في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، فالأسهم الجديدة هي نتيجة تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم،
- للمساهم الحق ببيع كل أسهمه أو جزء منها في الأسواق الثانوية، لكن ليس له الحق بمطالبة المؤسسة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، أي أن هذه الأسهم لها قابلية التحويل إلى سيولة الحاجة،
- ينتخب أصحاب الأسهم العادية أعضاء مجلس الإدارة ويتدخلون في تسيير المؤسسة وإجراءاتها الإدارية، كما لديهم الحق على الأقل نظريا بمراقبة العمليات الجارية في الشركة،¹
- إضافة إلى الأسهم العادية التقليدية، برزت خلال العقود الأخيرة حزمة مستهدفة من الأسهم العادية تتمثل أهمها فيما يلي:

➤ **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** ظهر هذا النوع من الأسهم بغية ترويج نشاط أحد الأقسام الإنتاجية لشركة ما في الثمانينات من طرف بعض الشركات الأمريكية. إذ يرتبط هذا السهم للقسم الإنتاجي للشركة، كما تحدد توزيعاته على أساس التوزيعات التي حققها ذات القسم الإنتاجي.

➤ **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:** من المعلوم أن الأرباح المتحصل عليها من طرف حملة الأسهم العادية لا تعتبر جزءا من الأعباء التي تخصم قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي تدفع لحملة السندات. لكن مع بداية ثمانينات أصدرت أمريكا قانون ضريبي يسمح للمؤسسات التي تباع جزء من أسهمها العادية للعاملين بها بخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة.

➤ **الأسهم العادية المضمونة:** إذ تراجعت القيمة السوقية للسهم إلى مستوى محدد خلال فترة معينة عقب إصدار السهم يحق لحاملها المطالبة بالتعويض، ولكن إن تجاوز هذه الفترة أو قيمة الحد المنصوص عليه عنده الا يحق للمستثمر المطالبة بأي تعويض كان.² فالضمان الذي توفره هذه الأسهم هو بمثابة عامل جذب للمستثمرين المترددين في التعامل في سوق الأوراق المالية،

❖ **تصنيفات الأسهم العادية:** تتأثر أسعار الأسهم بعدة عوامل ذكرناها سابقا مثل سمعة الشركة المصدرة في تحقيق الأرباح، الظروف المحيطة بالأسواق المالية في البلد المعني...إلخ ومن هذه العوامل تولدت فكرة تصنيف الأسهم العادية وسنصلها كما يلي:

¹- كاكامولا هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 92-94.

²- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 35.

جدول رقم (1.1): تصنيف الأسهم العادية

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
		أسهم منخفضة الجودة غير مصنفة						أسهم متميزة

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، فؤاد عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

♦ **الأسهم المتميزة:** ذات التصنيف AAA وهي أسهم شركات قوية ومعروفة بسمعتها الجيدة ومركزها المالي وكذا تحقيق الأرباح وتوزيعها، بالإضافة إلى الأمان والدخل أي أن أسعارها نجدتها مرتفعة.

♦ **أسهم الدخل:** وهي أسهم شركات تمتاز بإنتاج سلعة معينة، كما أن تكلفة مبيعاتها مستقرة مما يجعلها تحقق أرباحاً مضمونة، كما أنها تصدر أسهم ذات دخل مستمر ومستقر.

♦ **أسهم النمو:** وهي أسهم مؤسسات التي تجري دراسات مستمرة للارتقاء بإنتاجها كأصحاب المنتجات التكنولوجية وهذا بهدف تحقيق عوائد ضخمة وزيادة قيمة أسهمها في السوق، مما يجعل المستثمر في حالة ترقب لارتفاع الأرباح الموزعة نهاية السنة، وكذلك ارتفاع كبير في القيمة السوقية للسهم وبمعدل نمو متصاعد، وهذه الأسهم هي عكس مضمون أسهم الدخل.

♦ **أسهم موسمية:** وهي أسهم مؤسسات تنتج سلعا موسمية، أو أسهم الشركات التي يرتبط الطلب على منتجاتها بتحسين الاقتصاد وازدهاره والعكس صحيح، أي أنها أسهم تتأثر بالدورة الاقتصادية.

♦ **أسهم دفاعية:** وهي أسهم مؤسسات تنتج سلعا أساسية يكون الطلب على منتجاتها ثابتا لحد ما ومستقر. إذا فهي نقيض الأسهم الموسمية إذ نجدها لا تتأثر بالدورات الاقتصادية.¹

♦ **أسهم شبكات المعلومات الدولية:** أصبح نشاط شبكات المعلومات الدولية في العقد الأخير من أهم قنوات تداول الأدوات الاستثمارية، وغدت أسهمها الأكثر حركية مقارنة بأسهم باقي القطاعات.²

ب- **الأسهم الممتازة:** قانونيا هو عبارة عن وثيقة ملكية في المؤسسة وليس عبارة عن أداة مديونية وتتشابه بعض سماته مع السند ومع السهم العادي في أن واحد فأما الثاني فيشبهه في الحق في الحصول على الأرباح الموزعة لهذا يعتبر هذا النوع من الأوراق المهجنة ومن خصائصه ما يلي:

✓ يستلم حملة هذه الأسهم أرباحاً ثابتة لا تتغير مثل السند،

¹ - أرشد فؤاد التميمي، فؤاد عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 33-36.

² - كاكامولا هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 97-100.

- ✓ لا يشارك حملة هذه الأسهم في التصويت،
- ✓ عند إفلاس الشركة تعطى لهم الأولوية في استرداد مستحقاته قبل حملة الأسهم العادية، ولكن بعد حملة السندات أي أنهم في الدرجة الثانية،
- ✓ سعر السهم الممتاز مستقر نسبياً لهذا فالعائد لا يتغير،
- ✓ لا يتطلب إعادة تسديد ثمن هذا السهم في تاريخ محدد كالسند لهذا يعتبر مصدراً دائماً للتمويل.

يساهم إصدار المزيد من الأسهم الممتازة في تقليص حجم الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، والجدير بالذكر أن التكاليف المترتبة عن التمويل بالأسهم الممتازة قد تكون مرتفعة جداً عن تكلفة التمويل بالقروض، خاصة في حالة عدم خصم الأرباح الموزعة على هذه الأسهم من التكلفة لأغراض ضريبية، هذا معناه أن الأرباح الموزعة على هذه الأسهم تدفع من الأرباح الصافية بعد الضريبية، وبالتالي لا ينتج من ذلك أي توفير ضريبي من التمويل بها، كما أنه كذلك فرضاً في حالة عدم تحقيق أرباح كافية في سنة ما مما ينجم عنها عدم توزيع المؤسسة لهذه العوائد على حملة الأسهم الممتازة، فإن الأرباح المستحقة لتلك السنة تنقل إلى السنة الموالية ويطلق عليها الأرباح الموزعة التراكمية، وبذكر كل ما سبق يمكن القول أن هذه الأسباب تجعل من الشركات تجنب التمويل بالأسهم الممتازة مقارنة بالأسهم العادية أو السندات.¹

❖ **أنواع الأسهم الممتازة:** تصدر الأسهم الممتازة بأشكال مختلفة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء بالنسبة للمؤسسة المصدرة أو للمستثمر وتتمثل هذه الأصناف في ما يلي:

- ◆ **الأسهم الممتازة المجمعدة للأرباح:** في حالة عدم توزيع الشركة لأرباحها الراجع لسبب ما فإن لحاملي الأسهم الممتازة الحق في الحصول على أرباحهم عن سنوات سابقة.
- ◆ **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** بعد حصول المساهم العادي على حقوقه من الأرباح الموزعة، يصبح لحامل الأسهم الممتازة الأولوية والحق في مشاركة المساهم العادي في الأرباح المتبقية.
- ◆ **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** توفر لحامل هذه الأسهم إمكانية تحويل أسهمه إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي بما يحقق له أرباحاً إضافية.
- ◆ **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** يحق للمؤسسة المصدرة لهذه الأسهم إرغام المساهمين الحاملين لهذا الصنف بردها إليها بسعر معين وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يؤمن خاصية حق استهلاك هذه الأسهم من طرف المؤسسة في حالة إذا ما أحست بوجود رصيد زائد من الأموال فالمعلوم أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة، لهذا تقوم الشركة بتطبيق قاعدة المساهم الممتاز لحساب المساهم العادي بغية تقليص الرفع المالي للمؤسسة.²

¹- عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط: 1، 2001، ص: 159، 160.

²- زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 103-104.

♦ الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي يعطي هذا النوع من الأسهم كتعويض لحملة الأسهم العادية.¹

المطلب الثاني: ماهية السندات

عندما يصعب تدبير مبلغ كبير للقرض وعندما لا تفضل هيئة ما تمويل احتياجاتها بإصدار أسهم جديدة فإنه يتم تقسيم القرض إلى أجزاء صغيرة يسمى كل منها سندا، وي طرح للجمهور،² وفي هذا المطلب سنوضح العناصر التالية: تعريف السندات وخصائصها، أنواع السندات.

1- تعريف السندات وخصائصها: سنتعرف أكثر علي السند في النقاط التالية:

أولا. تعريف السندات: السند هو عبارة عن عقد أو وسيلة دين طويلة الأجل، يقبل فيه مصدر السند (المقرض) أن يسدد قيمة السند مع الفوائد المستحقة (الثابتة) في تواريخ استحقاق معلومة لحامل السند، وتقوم بإصداره إما الشركات أو الحكومة.³ ويعرف السند أيضا: بأنه صك قابل للتداول يمثل قرضا يبرم عادة بواسطة الاككتاب العام، ويعتبر حامل سند الشركة دائنا لها.⁴

بعد عرض هذه التعريفات يتبين لنا أن السند يمثل دينا على الجهة المصدرة سواء كانت مؤسسة أو حكومة، وعند حلول تاريخ آجال الاستحقاق فهي تقوم برد قيمة السند للمقرض (المستثمر) وتدفع لها لفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق.

2- خصائص السندات: تتميز السندات بمجموعه من الخصائص وهي:

أ-السندات أداة الدين: الأولوية لحامل السند عن حامل السهم في استيفاء حقوقه المتعلقة بأرباح المؤسسة أو الأصول في حالة تصفية الشركة أي دون النظر إلى أن الشركة ربحت أم خسرت.

ب-السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل: وتعني تقاضي حامل السند لفائدة سنوية ثابتة، وهذا وجه الشبه مع السهم الممتاز.

ج- محدودية الأجل: يصدر السند بتاريخ أجل استحقاق محدد، والذي يسجل في عقد الإصدار.⁵

ه- عدم مشاركة صاحبه في إدارة الشركة: لا يشارك حامل السند في عقد اجتماعات مجلس الإدارة.

1- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق المالية والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 254.
2- عدلي سلامة أندوراس، تطور سوق المال في مصر، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري، محاضرات عام 94/1995، ص، ص: 17-18.
3- عبد النافع عبد الله الزري، غازي فرج، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 160-161.
4- عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، بحث مقدم لمؤتمر الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، 2007، ص: 03.
5- أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 108.

- و- يعتبر السند شهادة دين على الشركة، فهو عكس السهم قرض وليس جزءا من رأس المال.
- ط- يتحصل حامل السند على ضمان إما عام والمتمثل في الأموال أو ضمان خاص المتمثل في بعض أصول المؤسسة. وبهذا فهو يتحصل على كافة حقوقه إذا أفلسَت الشركة.
- د- قابلية السند للتداول: لجميع السندات الحق في التداول في السوق الثانوي، الأمر الذي يجعلها جهاز ادخاري واستثمار في آن واحد. ففي حالة انخفاض معدلات الفائدة السوقية سيبيع السند في السوق الثانوية للاستفادة من الفرق الموجب للقيمة السوقية للسند مما يمثل استثمارا، أما الفائدة على السند فهي تمثل ادخارا¹. وهذا كله بهدف توفير سيولة إضافية للأطراف المستفيدة.
- ك- تمنح السندات خاصية خفض الضرائب للشركة المصدرة، باعتبار دخول فوائد السندات ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة، لهذا تخصم هذه الفوائد من الوعاء الضريبي².
- ل- قابلية الاستدعاء: بموجب هذه الخاصية يعطي الحق الجهة المصدرة للسند قبل تاريخ استحقاقه بسعر يسمى سعر الاستدعاء ويكون في الغالب أكبر من القيمة الاسمية تعويضا لحمله السند عن الخسارة في أسعار الفائدة و يلجأ آلية في حاله انخفاض سعر الإقراض في السوق.
- م- قابلية التحويل إلى أسهم عادية: يسمح لحاملي السندات بالاستفادة من الامتيازات أو من فروقات الأرباح من جراء تحويل السندات إلى أسهم عادية إذ أن هذه العملية ستخفض من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات.
- ن- قابلية التسديد الجزئي: تضمن الجهات المصدرة للسند دفع حصة من قيمة السند المعني سنويا وقبل الأجل الختامي لإطفاء القيم الإجمالية³.

3- القيم المختلفة للسند: للسند ثلاثة قيم وهي الاسمية، سعر إصدار والسوقية و منفصلها فيما يلي:

- أولا. **القيمة الاسمية:** وهي قيمة إصدار السند لأول مرة⁴ والتي تبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق. ويحتسب على أساسها مبلغ الفائدة السنوية (القيمة / الكوبون).
- ثانيا. **سعر الإصدار:** وهو السعر المرافق لعملية الإصدار عند تقديم المال من المقرض للمقترض. وتحدد قيمة الإصدار بأقل من القيمة الاسمية وهذا لتشجيع للمكتتبين بها، والفرق بينهما يسمى بعلاوة الإصدار.

¹- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 252- 253.

²- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 291.

³- كاكامولا هوشيار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 110- 111.

⁴- سعيد توفيق عيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص: 51.

ثالثاً. القيمة السوقية: تسمع بمقارنه السندات ذات المبلغ الاسمي المختلف وتسهيل عملية التسعيرة للسندات وهي أسعار السندات في السوق الخاضعة لأسعار الفائدة السوقية، كما أنها تحدد بنسبة من القيمة الاسمية¹ وترتبط بسعر فائدها وبسعر أو معدل الفائدة الحقيقي.

4-عائد السندات: يقع اختلاف عوائد السندات من حين لآخر حسب حالة السوق الحالي، فبالرغم من ثبات قيمة الكوبون الخاصة بالسند إلى عائد السند يميل إلى الانخفاض في حالة ارتفاع سعر السند في السوق عن قيمته الاسمية وعلى نقيض من ذلك يرتفع عائد السند إذا انخفض سعر السند في السوق عن قيمته الاسمية وهي² القيمة الحالية، العائد الجاري، العائد حتى تاريخ الاستحقاق، العائد حتى تاريخ استدعاء السند، العائد الكلي.

أولاً. القيمة الحالية: وهي القيمة الخاصة بالتدفقات النقدية بعد خصمها بسعر خصم ملائم. فالمعلوم أن القيمة الزمنية للنقود لـ100 دولار اليوم أفضل من 100 دولار في المستقبل إذ استثمرناها بفائدة بنسبة 5% فإننا سنحصل على 105 دولار بنهاية السنة وهنا يصبح لدينا الخيار إما 100 دولار اليوم أو 105 دولار بعد سنة³. ومما نفهمه أنه كلما كبرت طول الفترة الزمنية فإن القيمة الحالية للتدفقات النقدية تتناقص وهذا ما ينطبق أيضاً على السندات. وبهذا نستطيع الوصول إلى القيمة الحالية وهذا بقسمة التدفقات النقدية على (1 + سعر الفائدة).

$$P_v = F_v / (1+i)^n$$

حيث: F_v : القيمة المستقبلية P_v : القيمة الحالية i : معدل الفائدة n : مدة القرض بالسنوات⁴.

ثانياً. العائد الجاري: والذي نجده في التقارير الخاصة ببيوت السمسرة وشركات توظيف الأموال⁵. إذ يتسلم المستثمر نسبة مئوية من العائد من أقساط الفائدة في ما يتعلق بالسعر المدفوع، وتحسب بقسمة فائدة السند السنوية على سعر الشراء⁶.

$$Cy = A_0 I_r / P_p \times 100$$

حيث: Cy : العائد الجاري $A_0 I_r$: الفائدة السنوية للسندات P_p : سعر السند

1- للاطلاع أكثر أنظر:

جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

Paul Jaques Lehman, Bourse et marchés Financiers, Ed. Economica, Paris, 2000, P: 22-23.

2- حسين عطا غنيم، أساسيات في التمويل، المكتبة الأكاديمية: شركة مساهمة مصرية، مصر، 2005، ص: 320.

3- إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010، ص: 29.

4- إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 30، 57.

5- حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص: 321.

6- بورصة قطر، تداول السندات والصكوك، قطر، يونيو 2013، ص: 14.

ثالثاً. العائد حتى تاريخ الاستحقاق: وهي جميع الفوائد (الكوبونات) الذي سيتلقاه المستثمر نظير احتفاظه بالسندات من وقت شراء السند حتى تاريخ وصول الفترة اللازمة لاسترداد قيمته.¹

يتضمن احتساب آجال الاستحقاق للسند العناصر التالية: (معدل العائد والفترة الزمنية، سعر فائدة السند) في رقم واحد مما يسمح بقياس درجة حساسية سعر السند إلى التغيرات في أسعار الفائدة في السوق. ويمكن احتساب آجل استحقاق للسند باستخدام المعادلة التالية:²

آجل استحقاق للسند = (مجموع الفترة الزمنية لهذا التدفق * القيمة الحالية للتدفق النقدي) / سعر السند

ولمساعدة المستثمرين تم إعداد جداول خاصة بالسندات تحدد بواسطتها قيمة العائد حتى موعد الاستحقاق عندما يعرف سعر السند في السوق أو بالعكس تحدما يجب أن يكونه سعر السند إذا عرفت قيمة العائد حتى آجل الاستحقاق.³

رابعاً. العائد حتى تاريخ الاستدعاء: إذ قبل آجال الاستحقاق يحق لمصدر السند استدعاء السند وسداد قيمته، ويقع هذا في حالة تدني معدل الفائدة السائد عن معدل الكوبون، فمثلاً إذا كان معدل الكوبون 8% وانخفض سعر الفائدة إلى 4% يحق للمؤسسة سداد قيمة القرض الحالي وطرح قرض جديد بمعدل فائدة 4%، وهنا نقول أن مصدر السند استدعى سنده السابق وإصداره لسند جديد بمعدل فائدة جديد ويقع هذا كله بموجب نص قانوني.⁴

خامساً. العائد الكلي: يندرج ضمن العائد الكلي على السند كل من التغير في السعر خلال فترة زمنية معينة والعائد، ويحسب بالطريقة التالية:⁵

$$TR = I_t + (P_0 - P_b) / P_b$$

حيث: I_t : الفائدة المدفوعة خلال فترة الاحتفاظ بالسند، P_b : سعر شراء السند P_0 : القيمة السوقية للسند

5- أنواع السندات: تختلف أنواع السندات على أساس التصنيف، إذ نميز بينها وفقاً للمعايير التالية:

أولاً. السندات وفق الجهة المصدرة لها: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين:

أ- سندات عامة: بغرض تغطية عجز الميزانية العامة أو التحكم في التضخم للتقليل من حجم السيولة النقدية أو الأزمات الاقتصادية، تلجأ الخزينة العامة إلى إصدار سندات على شكل قروض لفائدة مستثمرين يتمثلون مثلاً في الشركات أو المؤسسات، القطاع الخاص أو الخواص، البنوك. وبالعكس في حالة الكساد تقوم الحكومة بشراء السندات للزيادة في السيولة النقدية وبالتالي تنشيط الاقتصاد.

1- بورصة القاهرة والإسكندرية، أساسيات الاستثمار في السندات، القاهرة، 2005، ص: 04.

2- إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

3- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان للنشر، الرياض، السعودية، ط: 7، 2006، ص: 327.

4- حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص: 321.

5- يوسف حسن يوسف، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، عمان، مركز الكتاب الأكاديمي، 2015، ص: 53.

ب-سندات خاصة: والتي تصدرها شركات المساهمة كبديل على إصدار أسهم جديدة وهذا لتجنب المساهمين الجدد، بهدف الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها.¹

ثانيا. السندات وفق طريقة السداد: أي وفق آجال الاستحقاق إذ يمكن أن نميز بين نوعين هنا:

أ-سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: تسدد الجهة المصدرة حقوق حاملي هذه السندات عندما يحين موعد آجال الاستحقاق.

ب-سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحابها وهذا النوع قمنا بشرحه سابقا.²

ثالثا. تقسيم سندات حسب ما تتمتع به من ضمان: يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:

أ-السندات المضمونة: يحق لحامل هذه السندات أن يطالب بالضمانات المحددة مثل أصول معينة من الشركة وهذا عند عجز الشركة المصدرة لهذه السندات عن أداء حق الدين أو فائدته، كما يمكن ضمان هذه السندات بواسطة هيئات خارجية مثل: البنوك، الحكومة، شركة أخرى...إلخ. وهذه الضمانات تعتبر وسيلة لجذب المستثمرين ورؤوس الأموال.³

ب- السندات غير المضمونة: تخلو هذه السندات من أي ضمان تجاه حامليها إذ تتعهد الشركة المصدرة لها بالسداد فقط، وقد ينصب الضمان هنا على المركز المالي للشركة وأصولها الإجمالية.⁴

رابعا. تقسيم السندات حسب موقع إصدارها: وتصنف إلى:

أ- سندات محلية: وهي التي تصدرها المؤسسات الوطنية لفائدة المقترضين والمستثمرين المحليين.
ب- سندات دولية: وهي السندات التي تصدرها المؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي أو البنك الدولي لفائدة المقترضين والمستثمرين المحليين.⁵

خامسا. تقسيم السندات حسب العملة التي تحرر بها السندات: إذ تقسم إلى:

أ- سندات بعملة محلية: تحرر هذه السندات بالعملة الوطنية للجهة التي تقوم بالإصدار.
ب-سندات بعملة أجنبية: تحرر هذه السندات بالعملات الأجنبية.⁶

سادسا. السندات حسب المدة: تنقسم حسب هذا المعيار إلى :

¹-سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص:42.

²-سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 293.

³-صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، الإشعاع الفني، الإسكندرية، ط: 01 ، 2000، ص: 171.

⁴-حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 231.

⁵-الياس بن سالم، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 437.

⁶-محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 349.

أ- **سندات قصيرة الأجل:** وهي التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا الأمر الذي يجعلها تتمتع بدرجة عالية من السيولة وهذا بسبب تدني درجة المخاطرة، كما أنها تصدر بمعدلات فائدة منخفضة ويتم تداولها في سوق النقد كسندات الخزينة مثلا.¹

ب- **سندات متوسطة الأجل:** وهي السندات التي ينحصر أجلها ما فوق العام ولا يتجاوز سبعة أعوام وتكون معدلات فائدتها مرتفعة نسبيا عن السندات قصيرة الأجل.

ت- **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى مقارنة بالسندات قصيرة أو متوسطة الأجل ومن أمثلتها نجد السندات العقارية.²

سابعا. **سندات حسب معيار للتحويل:** تقسم بدورها إلى ما يلي:

أ- **السندات غير قابلة للتحويل:** وهي السندات التي لا يعطى لحاملها حق التحويل إلى أسهم، وفي الكثير من الأحيان تكون معدلات فائدتها مرتفعة عن معدلات فائدة السندات القابلة للتحويل.³

ب- **سندات قابلة للتحويل:** وهي عكس السندات السابقة إذ يعطى لحاملها الحق باستبدالها وتحويلها إلى أسهم عادية وهذا بسعر محدد مسبقا وخلال مدة زمنية معينة.⁴

ثامنا. **أنواع السندات حسب معدل الفائدة:** حسب هذا المعيار يندرج تحته نوعين من السندات هما:

أ- **السندات ذات المعدل الثابت:** وهي التي تعطي قيمة عائد متساوية لكافة السنوات حتى انقضاء فترة القرض، وتكون مدتها عادة قصيرة.

ب- **سندات ذات المعدل المتغير(العائم):** يتغير معدل فائدة هذا النوع من السندات إما حسب معدلي الفائدة السائد في السوق، أو التضخم، وتكون غالبا ذات معدلات فائدة تصاعدية.

ت- **السندات المرتبطة بالمشورات:** وهي السندات التي تربط سعر فائدتها أو حتى مبلغها الأصلي بتغيرات مؤشر معين، وهذا الربط وجد بغرض المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند في ظل ارتفاع معدلات التضخم، وكذلك يهدف للحفاظ على القيمة الحقيقية للسند وتعرف هذه السندات بالسندات المستقرة.⁵

ث- **السند ذو الفائدة المتزايدة:** يصدر هذا السند بسعر فائدة منخفض عن المعدلات المطروحة في الأسواق المالية لكن يجري تصعيد سعره تدريجيا حتى يصل إلى آخر معدل تم تحديده مسبقا في تاريخ محدد، ويصبح سعر الفائدة منذ ذلك الحين ثابتا.⁶

1- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص: 255.

2- وليد صافي، انس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

3- هارون محمد صبري، أحكام السوق المالية الأسهم والسندات، دار النفائس، الأردن، ط: 01، 1999، ص: 247.

4- إلياس بن ساس، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 437.

5- للاطلاع أكثر ينظر إلى:

جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، مرجع سبق ذكره، ص: 50- 69.

Daniel Goyeau, Amine Tazair, Op-cit, P: 35-38.

6- عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة، بدون تاريخ نشر، ص- ص: 7-9.

د-سندات المقارضة الإسلامية: وتشتهر كذلك باسم المضاربة الإسلامية فهي بديل عن الأدوات الاستثمارية الربوية في أسواق رأس المال وتطرح هذه الأداة عادة للاكتتاب العام.¹

تاسعا. أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة: وتنفرع إلى:

- أ- سندات عادية: وهي السندات التي لا تتأثر بما تحققه الشركة من أرباح عن أداءها.
ب- سندات الدخل: يتأثر هذا النوع من السندات بحجم نشاط الشركة ونتائجها الحسنة، وبالتالي لا يحق للمستثمر المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.²

المطلب الثالث: الأدوات المالية المبتكرة (المشتقات)

ساعد للتقدم التكنولوجي المتسارع في مجال الاتصالات والمعلومات، والمنافسة الحادة بين المؤسسات المالية، على ابتكار وخلق أدوات ومنتجات مالية جديدة تعمل على إشباع رغبات المستثمر، الأفراد والشركات، من خلال مساهماتها في توفير إمكانيات جديدة لتوظيف الأموال وكذا خلق مرونة أكبر في إدارة المخاطرة. إذ يعتبر سوق المشتقات من أسرع الأسواق نموا في القطاع المالي، والذي منذ عام 1995، ازداد حجمه بنحو: 24% سنويا من حيث القيمة الاسمية المغلقة، وهو بذلك يفوق بكثير سوقي الأسهم والسندات، الذين زادا حجمهما ب: 11% و9%، على التوالي خلال نفس الفترة.³ لكن أخذت هذه الأدوات أشكال متعددة، وسيتم توضيح معنى المشتقات المالية في هذا المطلب.

1- المشتقات المالية وخصائصها: تدخل المشتقات المالية ضمن ما يسمى بالابتكارات المالية والتي سنقوم بتعريفها بالتفصيل وتبيان خصائصها المتعددة كما يلي:

أولا. مفهوم المشتقات المالية (المنتجات المالية المستحدثة): ترتبط المنتجات المالية المستحدثة بأداة مالية محددة، مثل السلع أو العملات الأجنبية، وتسمح للمستثمرين بشراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق، وتتميز هذه المنتجات بتعدد أهداف استخدامها، فهي تستخدم لإدارة المخاطر والتحوط ضدها، وللمراجعة بين الأسواق، وأيضا للمضاربة، تتأثر قيمة المنتج المالي المشتق بسعر الأصل الذي يتم التعاقد عليه أو مؤشراته. وعلى عكس الأدوات المالية التقليدية، لا يتم دفع مبلغ مقدم مع المشتقات المالية ولا يوجد عائد مستحق على الاستثمار.⁴

كما تعرف على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر والذي يعرف بأنه الأصل الأساسي مثل: الأصول الحقيقية كالعقارات، السلع، الذهب والعملات الأجنبية أو الأصول المالية الأخرى كالأسهم والسندات، وعند تحرير هذه العقود المالية بين طرفي البائع والمشتري يتم تحديد المدة الزمنية، السعر بالإضافة إلى شروط معينة أخرى. ومن أبرز أنواع المشتقات نجد: العقود

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 389.

² - سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 52.

³ - The Global Derivatives Market an Introduction, Published by Deutsche Börse AG, Germany, 2009, P: 11.

² - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005، ص- ص: 60-61.

الأجلة، عقود المستقبلات، عقود الخيارات، عقود المقايضة وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.¹

يمكن الاستخلاص مما سبق ذكره، أن الأدوات المالية المشتقة هي أدوات استثمارية حديثة ومتنوعة. وتم تسميتها "مشتقة" لأنها تستمد قيمتها من قيمة أصل آخر حقيقي، سواء كان ذلك الأصل مادياً أو مالياً. الهدف الأساسي من استخدام هذه الأدوات هو ضمان إدارة المخاطر بشكل فعال، وتحقيق المراجعة بين الأسواق والمضاربة لتحقيق التوازن.

ثانياً. خصائص المشتقات المالية: تتميز المشتقات المالية بعدة خصائص أهمها:

- أ- عند الاتفاق على العقد لا تحتوي على دفع كامل للقيمة الاستثمارية؛
- ب- لا يكون الهدف منها الحصول على السلعة بل الغرض منها هو استخدامها كأدوات تغطية مخاطر الاستثمار في الأصول محل العقد، وكذلك ضمان توازن الأسعار وهذا بتضييق الفجوة في تذبذباتها بالبيع عند ارتفاع الأسعار والشراء عند انخفاضها؛²
- ج- تستعمل بغرض المضاربات وهذا للاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات؛
- د- يحتفظ بها لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ استحقاق العقد إذا فيمكن استخدامها أيضاً في الاستثمارات طويلة الأجل.

2- أنواع المشتقات المالية: تتعدد المشتقات المالية لكن أكثرها تداولاً في الأسواق المالية أربع هي:

- عقود الخيار - العقود المستقبلية - عقود المقايضات - العقود الآجلة

أولاً. عقود الخيار (حق الخيار): وهي العقود المتداولة في أسواق الاختيار، هذه الأخيرة التي قد تكون جزء من السوق الحاضرة أو أسواق مستقلة بذاتها، هدف هذه العقود هو حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار، لهذا تعتبر من أهم مشتقات الأصول المالية.

أتعريف عقود الاختيار: وتعرف بأنها عبارة عن اتفاقية بين طرفين، حيث يضمن بائع الخيار (محرر العقد) لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع لأصل مالي بسعر متفق عليه (بمناوبة ثمن الخيار) في شكل عمولة وهذا في تاريخ محدد (حالة الخيار الأوروبي) أو خلال فترة زمنية معينة -فترة سريان العقد- (حالة الخيار الأمريكي).³ كما تعرف أيضاً بأنها: عقد بين طرفين، يصدر مباشرة من قبل المستثمرين ولا دخل للشركة مصدرة الأسهم العادية فيه. وتسمى بالمشتقات لأنه يتم اشتقاقها من

¹- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003، ص: 211.

²- ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص- ص: 108-109.

³- Hans-Peter-Deutsch, Derivatives and Internal Models, Palgrave Macmillan, U.K, 4th edition, 2009, p : 60.

الأسهم العادية والسندات، إذ يعطي لحاملها الحق في بيع أو شراء سهم أو سند خاص بسعر محدد خلال تاريخ أو مدة زمنية معينة.¹

ب-أنواع عقود الخيار: تقسم عقود الخيار إلى نوعين:

◆ **خيار الشراء:** ويقع هذا الخيار عند إعطاء الطرف الأول المتمثل في المشتري الحق بأن يشتري (عند رغبته) من الطرف الثاني المتمثل في محرر الخيار أصلاً معيناً لكمية وسعر محددتين وفي تاريخ معين أو خلال مدة معينة مقابل الحصول على علاوة معينة لصالح المحرر والتي حددت في شروط العقد.

◆ **خيار البيع:** ويقع هذا الخيار عند إعطاء الطرف الأول (المشتري) الحق بأن يبيع (عند رغبته) للطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية وسعر محددتين وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة وهذا مقابل الحصول على علاوة معينة محددة حسب الاتفاق من طرف المشتري لفائدة المحرر.²

وقد نجد نوع ثالث يضاف إليهما وهو: **عقد الخيار المزدوج (المركب)** وهو عقد يجمع بين الخيارين السابقين (البيع والشراء) إذ بحسب ما تقتضيه مصلحة مالكه يصبح لديه الحق في أن يكون بائعاً أو مشترياً للأصل محل التعاقد.³

ثانياً. العقود المستقبلية: وتتمثل في تعاقد بين طرفين (بائع ومشتري) بغرض تسليم الأصل أو السلعة في تاريخ لاحق متفق عليه، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، أما حالياً فتعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي.⁴

أ-تعريف العقود المستقبلية: يعطى لمشتري هذه العقود الحق في شراء أو بيع سلعة أو أصل معين مالي كان أو عيني محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، وبهذا تعتبر العقود المستقبلية عقوداً آجلة، لكن يمكن أن تتداول في البورصة، وبهدف حماية كل من طرفي التعاقد من المخاطر المترتبة على عدم مقدرة أحدهما على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر، يلتزم كل منهما بإيداع نسبة من قيمة العقد نقداً كان أو في شكل أوراق مالية لدى بيت السمسرة.⁵

ب-أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

◆ **عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:** تتم هذه العقود بين طرفين من مشتري العقد وبائعه، لكن وعكس ما نجده في العقود التي يتم الاتفاق عنها في البداية يتم إحلال أغلب هذه العقود قبل تاريخ الاستحقاق، لكن فعلياً لا يتم تسليم الأصول المقترضة.⁶

¹ -محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

² -محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 299 – 300.

³ - Michael C.Thomsett, Put Option Strategies For Smarter Trading: How to Protect and Build Capital in Turbulent Markets, Pearson Education, U.K, 2010, p : 6.

⁴ -محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2001، ص: 413.

⁵ -البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 100-101.

⁶ - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

◆ العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: تكون هذه العقود عند تسليم المؤشر المفترض بسعر وتاريخ محدد مسبقاً، أما قيمة النقود التي يلتزم المشتري بدفعها فهي قيمة ثانية محددة من طرف البورصة مضروبة في الفرق بين سعر شراء العقد والفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد¹.

◆ عقود مستقبلية على سلع: وهي عقد بين طرفين يلتزم الطرف الأول على تسليم الطرف الثاني سلعة معينة بسعر وتاريخ محدد مسبقاً².

الجدول رقم (2.1): أهم الفوارق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
- تخصص طرفين وهي عقود غير نمطية - يحدد تاريخ تسليم واحد - حتى نهاية تاريخ العقد تتم تسوية العقود - لا يتوجب تقديم الهامش المبدئي	- تتداول في البورصة وهي عقود نمطية لحاملها - تعدد تواريخ التسليم - في كل يوم تتم تسوية العقود - وجوب تقديم الهامش المبدئي والذي يتم تعديله وفق تغير الأسعار

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 201.

ثالثاً. عقود المبادلة: وهي العقود التي تتعامل في بيع وشراء التدفقات النقدية التي تضم في آن واحد على عدد من الأصول المالية المتنوعة، مختلف العملات وأسعار الفائدة. وهذا هو السبب الذي يجعل هذه العقود أكثر أنواع المشتقات شيوعاً³.

أ- تعريف عقود المبادلة: هي عقود متسلسلة لاحقة التنفيذ بين طرفين أو عدة أطراف، إذ أنها اتفاق لتبادل التدفقات النقدية المستقبلية والمنتالية، أما بالنسبة لأرباحها وخسائرها فلا يتم تسويتها يومياً وإنما على فترات دورية، كما أنها ملزمة الطرفين وهذا عكس ما نجده في عقود الاختيار⁴.

ب- أنواع المبادلات: وتوجد عدة أنواع منها وهي:

◆ مبادلة الفائدة: هو عقد مبادلة بين طرفين لمعدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة، بعملة معينة، ومقدار محدد من المال، لكن بدون شرط أن يصاحبه تبادل هذا المقدار.

◆ مبادلة العملات: هي عقد اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع عملة معينة في أجل استحقاق معين، ثم بيع أو شراء نفس العملة أو عملة مقاربة لها في أجل استحقاق آخر.

1- عبد الباسط وفا حسن، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية للنشر، مصر، 1996، ص: 40.

2- أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 235.

3- شعبان محمد الشوارة، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 222-223.

4- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

♦ **المبادلة الخيارية:** عبارة عن الدخول في مبادلة معينة والتي تكون خيارية ذات تاريخ لاحق، فمثلا تعتبر مبادلة الفائدة البسيطة (تبدل فائدة ثابتة بفائدة متغيرة في وقت معين) حالة من حالات المبادلة الخيارية.

♦ **مبادلة الأسهم:** وهو اتفاق بين طرفي العقد على تبادل معدل عائد سهم ما أو مجموعة من الأسهم بمعدل عائد على سهم ثان أو أصل مالي آخر في أجل محدد في المستقبل.

♦ **مبادلة السلع:** عبارة عن مبادلة يتفق فيها أحد طرفي العقد على القيام بالشراء الآني لسلعة معينة بالسعر السائد أما بالنسبة للمبلغ فيسدده فورا، وبعدها يقوم ببيعها للطرف الآخر في نفس الوقت بيعا أجلا بسعر متفق عليه مسبقا، كذلك يتفقان على فترات تسديد المبلغ المطلوب.¹

رابعا. العقود الآجلة: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع سلعة أو أصل مالي بسعر معين وبكمية محددة مسبقا وفي تاريخ أجل، وتعتبر العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلية.²

المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية والمؤشرات المالية

باعتبار البورصة أحد أهم مجالات الاستثمار في وقتنا الحالي، فإن ذلك يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، ولتوضيح كفاءة أسواق الأوراق المالية سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية في النقطة الأولى وفي النقطة الثانية سنتكلم عن مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: كفاءة أسواق الأوراق المالية

لمفهوم كفاءة الأسواق المالية أهمية كبيرة للمتعاملين والمستثمرين في هذه السوق، وهذا رغم وجود خلاف كبير بينهم، ولهذا سنقوم في هذا المطلب بالتفصيل شرح معنى كفاءة الأسواق المالية وذكر متطلباتها وخصائصها.

1-تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية: وهي العلاقة التي تبين مدى ترابط أسعار الأوراق المالية (الأسهم خاصة) مع المعلومات والبيانات الخاصة بها والتي تكون متوفرة لكل المستثمرين والمتعاملين

¹- عيو هدى، بلحسن فيصل، عبو عمر، إدارة مخاطر المشتقات المالية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الثالث حول: استراتيجيات إدارة المخاطر في المؤسسات: الأفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، أيام 25-26 نوفمبر 2008، ص: 07-08.

²- Aimé Scannavino, *Les Marchés Financiers Internationaux*, Dunod, Paris, 1999, pp. 62 - 64.

داخل وخارج السوق في آن واحد بتكلفة زهيدة وبنفس الكمية والنوعية، وبصيغة أخرى هي عبارة عن مدى قدرة عكس السوق للبيانات الجديدة للأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأخيرة،¹

كما تعرف أيضا على أنها قدرة السوق على عكس أسعار أسهم شركة ما لكل المعلومات المتوفرة عنها مثل بيانات القوائم المالية، البيانات التاريخية لأسعار الأسهم، التقارير الاقتصادية على أداء هذه المنشأة، تحليلات وسائل الإعلام، وأي معلومات أخرى يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم. ومنه إذا عكست القيمة السوقية للسهم قيمته الحقيقية نقول أننا في ظل السوق الكفاء.²

نستنتج مما سبق أن كفاءة سوق الأوراق المالية هي انعكاس لحالة السوق وأسعار أوراقها المالية وإتاحة المعلومات والبيانات لكل المتعاملين والمستثمرين داخل وخارج السوق بسرعة، بدقة، بتكلفة زهيدة وبنفس النوعية والكمية.

2-متطلبات كفاءة السوق: يحقق السوق الكفاء تخصيصا فعالا واستخداما رشيدا للموارد المتوفرة وذلك من خلال توافر سمات أساسية لكفاءة السوق وهي:

أولا. كفاءة التسعير: وتعني سرعة توصيل المعلومات والبيانات الجديدة إلى كافة المستثمرين في السوق (دون فاصل زمني كبير)، وهذا ما يحقق مبدأ العدالة والشفافية وتساوي الفرص لجميع المتعاملين ومنه عدم تحقيق أي متعامل لأرباح غير عادية على حساب الآخرين، كما يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية.

ثانيا. كفاءة التشغيل: والتي تعني حفاظ سوق الأوراق المالية على التوازن بين قوى العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة مرتفعة للسمسرة، ومنه عدم توفير فرصة للوسطاء لتحقيق هامش ربح كبير، وهذا بغية العمل تحت ما يسمى شرط صفرية تكلفة المعاملات، كما يطلق على كفاءة التشغيل كذلك بالكفاءة الداخلية.³

ثالثا. سرعة ودقة وصول المعلومات: تعمل سرعة توفير المعلومات الدقيقة في السوق على رفع فعالية تخصيص الموارد الاقتصادية وذلك بتوجيهها أساسا للمؤسسات الكفوة أو القطاعات الخاصة بها، وهذا ما يؤدي إلى تحقيق مبدأ كفاءة سوق الأوراق المالية وبالتالي تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

رابعا. السيولة: أهمية توفير السيولة كبيرة جدا في رفع كفاءة السوق المالي والتي تعني قدرة كل من المشتري والبائع من عقد الصفقات بسرعة وبسعر أقرب ما يكون من سعر آخر صفقة على تلك الورقة المالية.⁴

خامسا. عدالة السوق: تعمل هيئة مراقبة البورصة على نشر المعلومات وإتاحة نفس الفرص لجميع المتعاملين بالتساوي سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، وهذا ما نجده في حالة

¹- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للطبع والنشر، الأردن، 2012، ص، ص: 70 - 71.

²- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 38.

³- مجيد ضياء، البورصات أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص.ص: 10 - 11.

⁴- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 411.

عدم توازي قوى العرض والطلب لورقة مالية معينة إذ تتدخل اللجنة بإيقاف التعامل على هذه الورقة لمثلاً ساعة أو حتى أكثر وهذا بغرض إعطاء نفس الفرص لكل المتعاملين لاستغلالها استغلالاً أمثل.¹

3-أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية: تنقسم كفاءة سوق الأوراق المالية إلى نوعين هما:
أولاً. الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.²

عند إتاحة المعلومات للجميع وبدون تكاليف تصبح توقعات المستثمرين متكافئة، ومنه تصبح للسوق كفاءة كاملة والتي نجدها عند انعدام الفارق الزمني بين تحليل المعلومات والبيانات الواردة إلى سوق الأوراق المالية وبين الوصول إلى نتائج خاصة بسعر السهم مما يؤدي إلى تغيير سعره الفوري.

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالي بتوفر مجموعة من الشروط أهمها: توفير المعلومات والبيانات الكاملة لكل المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، تحييد القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق إذ يحق للمستثمر بيع وشراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها. توفر السيولة العالية وأكبر عدد من المستثمرين الأمر الذي لا يترك مجالاً لكل المتعاملين بالتأثير على حركة الأسعار، الرشادة الاقتصادية التي يتمتع بها المتعاملون في السوق.³

ثانياً. الكفاءة الاقتصادية: يطلق عليها كذلك بالفاعلية الاقتصادية والتي تعني استغلال الموارد المتاحة (النادرة) بأحسن الطرق الممكنة، لتلبية رغبات الأفراد وجميع حاجات القطاعات الاقتصادية المختلفة طوال الوقت، وتقليل الهدر أكبر قدر ممكن،⁴ كما تقوم الكفاءة الاقتصادية في سوق الأوراق المالية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثروتهم.⁵

4-الصيغ المختلفة لكفاءة السوق: تعكس طبيعة المعلومات الصيغ المختلفة للكفاءة وفيما يلي المستويات الثلاثة المتعلقة بها:

¹-بن اعمر بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، العدد 02، 2012، ص: 237.

²-عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 75.

³-للاطلاع أكثر أنظر:

دريز كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 206.

-صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

⁴ - المفاهيم الإدارية: الكفاءة الاقتصادية، هارفرد بزنس ريفيو، متاح على موقع: <https://hbrarabic.com>، تاريخ الاطلاع: 22:49/2023/01/25.

⁵-بن اعمر بن حاسين وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 183.

أولاً. الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق: في هذا النوع من الكفاءة تعكس الأسعار السوقية للأسهم معلومات تاريخية سابقة، والتي تصبح غير مجدية في عملية التنبؤ بالسعر مستقبلاً. لأن كل المتعاملين في سوق الأوراق المالية قد تحصلوا على البيانات السابقة التي انعكست بأسعار اليوم.¹

ثانياً. الصيغة متوسطة القوة لكفاءة السوق: في هذه الصيغة أو ما يسمى بالكفاءة في المستوى المتوسط، تعكس الأسعار الحالية للأسهم التغيرات السابقة أسعار الأسهم مع إضافة كل المعلومات المتاحة والمعروفة للجمهور أو التوقعات القائمة على هذه المعلومات، وهنا يتوقع أن تكون الاستجابة ضعيفة من طرف المستثمرين في بادئ الأمر، ولكن إذا تفتن أي مستثمر ومنذ الوهلة الأولى للقيمة الحقيقية التي يستلزم أن يكون عليها سعر السهم في إطار تلك المعلومات يستطيع تحقيق أرباح استثنائية مقارنة بالمستثمرين الآخرين.²

ثالثاً. الصيغة القوية لكفاءة السوق: في هذه الصيغة لا تحوي أي جهة القدرة على الاستفادة من أي من المعلومات والبيانات الحالية، التاريخية والخاصة (المتوفرة لدى فئة معينة في السوق) وبالتالي عدم وجود إمكانية التنبؤ بمعدل تغير عائد السهم، ومنه عدم وجود فرصة لتحقيق أرباح استثنائية بناء على تلك المعلومات، لهذا تمثل هذه الصيغة الصورة المثالية لأسواق الأسهم، ولكن للأسف لا نجدها تتوفر حتى في الأسواق المتطورة وهذا بسبب التقلبات المفاجئة وانهيارات بعض الأسهم وأسواق المال.³

المطلب الثاني: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

مؤشرات أسواق الأوراق المالية هي أحد أهم المعلومات التي تهتم المستثمرين والمضاربين في الأسواق المالية وهذا بإعطائها صورة عن كل من أداء السوق (من نجاحها أو فشلها) وأداء الشركات المدرجة فيها وحجم نشاطها، كما تعتبر أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلاً من جهة أخرى.

1-تعريف المؤشر: هو وسيلة للتعرف بصدق على سلوك السوق المالية واتجاهاته، أو هو أداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها.⁴

في غالب الأحيان يتكون المؤشر من العديد من الأوراق المالية التي تعكس حالة السوق بكاملها. فهو عبارة عن مقياس للحركة العامة لسوق رأس المال ويفترض أنه عند ارتفاع المؤشر فإن سوق الأوراق المالية ككل يرتفع والعكس صحيح.¹

¹-أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 142-146.

²-صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 7، 2009، ص: 185 - 186.

³-إبراهيم أونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، سلسلة جسر التنمية، للمعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 89، 2002، ص: 8.

⁴-عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 77.

يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها فهو يقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية بصورة رقمية، وفي فترة البداية تحدد قيمة المؤشر ثم تقارن قيمته عند أي نقطة زمنية ومنه يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، لهذا يعتبر مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاهاته وذلك وفق أسلوب منظم ومتواصل. كما أنه يمثل نقطة مرجعية للمستثمر في السوق.²

2-أنواع المؤشرات وطرق تكوينها: يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات وهما معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها ويقسمان كما يلي:

أولاً. تقسيم المؤشرات من حيث الوظيفة إلى:

ت-المؤشرات العامة: هي الأدوات التي تقيس اتجاه السوق محاولة عكس الحالة الاقتصادية لبلد ما، كما أنها تهتم بحالة السوق ككل، خصوصاً عند استخدام عينة تمثل جميع الأسهم المتداولة في تكوين المؤشر، وأنّ تمثيل جميع القطاعات بشكل يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي.

ث-المؤشرات القطاعية: وهي المقتصرة على قطاع معين كقطاع البنوك، الصناعة، الخدمات أو غيره من القطاعات، إذ هي تقيس سلوك السوق بالنسبة لقطاع محدد نذكر من أمثلتها ومؤشر ستاندرد أند بور للخدمات العامة ومؤشر داو جونز للصناعة.³

ثانياً. تقسيم المؤشرات من حيث إمكانية التداول:

أ-مؤشرات متداولة: يتم تداول هذه المؤشرات في البورصة، وأول بورصة تداولتها هي بورصة كنساس سيتي بأمريكا عام 1982، ونذكر من أمثلتها: مؤشر Nikkei225 ومؤشر Nasdaq100.

ثانياً. مؤشرات غير متداولة: لا تتداول هذه المؤشرات في البورصة وكمثال على ذلك: مؤشرات البورصات العربية ومؤشر داو جونز. كما تعددت أنواع المؤشرات من حيث: طرق حسابها، هدفها، الجهة المشرفة أو القابلية للتحويل، حتى أنه وصلت درجة تطورها وتنوعها إلى إنشاء ما يسمى بمؤشرات المؤشرات.⁴

3-استخدامات المؤشر: لمؤشرات البورصة استخدامات عديدة تهم المستثمرين والمحليلين والحكومات، حيث أن هذه المؤشرات تمد مستخدميها بالمعلومات اللازمة عن البورصة ومن خلال هذا نذكر بعض استخدامات المؤشرات المالية:

¹-فتحي خليل الخضراوي، نظرية الكارثة وانهيار الائتين الأسود، مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، الكويت، المجلد 16، العدد 3، 1998، ص: 24.

²- شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2007، ص: 123.

³-حيدر يونس الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية-الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة من 1990-2007، أطروحة لنيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص: 58.

⁴-واثق أحمد أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط: 01، 2003، ص: 31.

أولاً. إعطاء فكرة سريعة عن أداء الحافظة: ويحدث هذا بمقارنة المستثمر بين التغير الذي يطرأ على مؤشر السوق مع التغير في عائد حافظة الأوراق المالية (بالنقصان أو بالزيادة) وبهذا يتجنب هذا الأخير تعقب أداء الأوراق المالية كل على حدي.

ثانياً. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: يمكن للمحلل أو المستثمر التنبؤ بما ستكون عليه حال السوق مستقبلاً وكذا اتجاه حركة أسعارها، وهذا بمعرفته العلاقة بين تغيرات المؤشرات وبين بعض المتغيرات الاقتصادية وخاصة إذا ما توصل هذا المستثمر إلى معرفة معدل نمو التغيرات التي تطرأ على المؤشرات إذ يصبح من السهل لديه التنبؤ بحالة السوق المستقبلية.

ثالثاً. تقدير مخاطر الحافظة: تعرف المخاطر النظامية لحافظة الأوراق المالية بالعلاقة بين معدل العائد لحافظة سوق الأوراق المالية المكونة من أصول خطرة ومعدل عائد الأصول الخطرة، إذ يمكن استعمال المؤشرات لقياس هذا النوع من المخاطر.¹

رابعاً. الحكم على أداء المديرين المحترفين: يحقق المستثمر عائداً يعادل تقريباً عائد السوق الذي يعكسه المؤشر في حالة ما إذا اختار محتويات حافظته بطريقة عشوائية أما الذي يستخدم أساليب متقدمة في تنويع حافظته وهي حالة المدير المحترف فيتوقع منه تحقيق عائداً مرتفعاً عن متوسط عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة).²

4- أهم مؤشرات قياس أداء السوق المالي: هناك معايير لقياس أداء السوق المالي تهدف إلى معرفة مدى تقدم السوق ونضجها وتمثل أهم هذه المقاييس في ما يلي:

أولاً. المؤشر العام لأسعار الأسهم: يتكون هذا المؤشر من معدل أسعار مجموعة من الأسهم إذ هو عبارة عن أداة إحصائية يفترض أن تستخدم كمقياس للأداء الكلي للسوق المالي وحركته العامة.³

ثانياً. مؤشرات حجم السوق: يتكون هذا المؤشر من مؤشرين أساسيين هما: الأول مؤشر القيمة السوقية والذي يمثل قيمة الأوراق المالية الكلية المدرجة في السوق فهو يرتبط بقوة مع القدرة على جذب الأموال والمخاطر المختلفة، ويسمى هذا المؤشر كذلك بمعدل رسملة السوق الذي يقاس بقسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي.

أما الثاني فهو مؤشر عدد الشركات يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات التي تصدر أوراقها المالية المقيدة في البورصة، وكلما زاد عدد الشركات في البورصة كلما زاد تطور السوق المالية في ذلك البلد.

¹- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2008، ص: 40-39.

²- محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2011، ص: 438.

³- نفس المرجع السابق، ص: 438.

ثالثاً. مؤشرات سيولة السوق: تعرف سيولة السوق بأنها القدرة على شراء الأوراق المالية وسهولة بيعها في السوق الثانوي، ولقياسها يوجد مؤشران رئيسيان هما: **مؤشر حجم التداول** الذي يعكس قيمة الأسهم والسندات الإجمالية المتداولة في البورصة بأسعارها المختلفة خلال مدة زمنية محددة والتي عادة ما تكون سنة واحدة، كما أنه يمكن حساب معدل التداول من خلال قسمة الأسهم الإجمالية المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي.

أما **المؤشر الآخر فهو مؤشر الدوران** يعبر عن النسبة المئوية للأسهم المتداولة من طرف شركة معينة. ويمكن قياس معدل الدوران بقسمة الأسهم المتداولة الكلية على رسملة السوق خلال مدة زمنية محددة.

رابعاً. مؤشر درجة التركيز: عند تركيز حجم التداول على عدد محدد من الشركات المقيدة أو توزيعه على عدد كبير فيها يسمى ذلك بدرجة تركيز التداول والتي تقاس بحساب حصة الشركات العشر الكبرى من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول.¹

5-كيفية بناء المؤشر: على الرغم من تفاوت كيفية حساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلا أنها تقوم جميعها على ثلاثة أسس رئيسية هي:

أولاً. ملائمة العينة: تعبر العينة عن مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر ولكن لديها ثلاث جوانب يجب أن تكون ملائمة فيها وهي:

أ-الحجم: كلما كبر عدد الأوراق المالية في السوق كلما مثل المؤشر واقع السوق المالي تمثيلاً قوياً.

ب- الاتساع: حجم تغطية العينة المختارة لقطاعات السوق المختلف.

ج- المصدر: مصدر أسعار الأسهم المتحصل عليها والتي ترتكز من خلالها قيمة المؤشر.

ثانياً. الأوزان النسبية: الوزن النسبي هو القيمة النسبية للسهم داخل العينة التي يبنى عليها المؤشر ولتحديد الوزن النسبي نجد مدخلين أساسيين هي:

أ-الوزن على أساس السعر: هي نسبة سعر سهم واحد لمؤسسة إلى إجمالي أسعار الأسهم الأخرى.

ب-مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر. عند منح السهم وزناً على أساس القيمة السوقية الإجمالية لعدد الأسهم العادية لكل شركة داخلية ضمن شركات المؤشر.

¹-عباس كاظم جاسم الدعي، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006)، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، مجلس الإدارة والاقتصاد في جامعة الكوفة، 2008، ص:122-124.

ثالثاً. إجراءات حساب المؤشر: تتعدد طرق حساب المؤشرات فنجد من تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر وهناك من تقاس على أساس الأرقام القياسية.¹

6- آليات بناء مؤشرات أسعار الأسهم التقليدية: يوجد هناك عدة أساليب وآليات لبناء مؤشرات أسعار الأسهم لسوق الأوراق المالية أو حتى لقطاع معين داخله وهي:

أولاً. المؤشرات المبنية على أساس السعر: ويمكن تمثيلها بالمعادلة الآتية: يحسب الوزن النسبي للسهم من خلال حساب سعر السهم إلى الأسهم الإجمالية الشركات الداخلة في المؤشر، أي قسمة سعر السهم أسعار الأسهم الفردية الكلية للمؤشر. ومن المؤشرات الشهيرة المبنية على أساس السعر مؤشر نجد: داو جونز الصناعي الذي يعتبر أقدم مؤشر في العالم ونيكاي.²

القيمة المطلقة للمؤشر = سعر السهم / مجموع القيم السوقية لأسهم المؤشر

ولهذه الطريقة عدة عيوب منها:

أ- في الواقع لا يترجم السعر السوقي للسهم حجمه وأهميته ولهذا السبب كثيراً ما نجد التحيز لأسعار الأسهم المرتفعة.

ب- في حالة اشتقاق سهم ما ينتج عن ذلك خلل في المؤشر، مما يسبب تدني في وزن السهم داخل عينة المؤشر.³

ت- في حالة توزيع أسهم مجانية أو اشتقاق الأسهم تتأثر وتتغير قيمة المؤشر لكن في الواقع لن يكون هناك تقلب حقيقي في أسعار البيع والشراء.

ث- يمكن لسعر السهم أن لا يعبر عن حجم الشركة وأهميتها، في حالة ما إذا تساوى إجمالي القيمة السوقية لأسهمها مع الشركات الأخرى مع أنها تصدر أسهماً أكثر من هذه الأخيرة ومنه تصبح أسعار أسهم هذه الشركة أقل من أسعار أسهم الشركات الأخرى لهذا قد لا يكون سعر السهم مقياساً عن قيمة وحجم الشركة.⁴

ثانياً. المؤشرات المبنية على أساس القيمة السوقية: كل سعر سهم من أسعار الأسهم المكونة للمؤشر يضرب في كمية الأسهم للشركة التي أصدرتها، وبعدها نقوم بجمع كل النتائج السابقة للحصول على القيمة الإجمالية السوقية اليومية لكل الأسهم التي يتضمنها المؤشر، عندئذ يقسم على الرقم المقابل له في اليوم الذي بدأ فيه استخدام المؤشر (الأساس) بعد ذلك تضرب قيمة بداية المؤشر في ناتج القسمة السابقة، وبطريقة تقديرية تحدد 1000 نقطة أو 100 نقطة مثلاً، وتتفادى هذه الطريقة عيوب الطريقة الأولى (المؤشرات المبنية على أساس السعر) لهذا تعتبر هذه الطريقة من أفضل الطرق التي يتم فيها

¹ -مداحي محمد، ترفو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) - دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII بورصة إندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، ميله، الجزائر، العدد الخمس/ جوان 2017، ص: 100-101.

² -عمر النسور، الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية، المؤتمر الدولي الرابع للمصارف الإسلامية، الجامعة الأردنية، عمان، ليومي: 16-17/8/2017، ص: 14.

³ مرجع سبق ذكره، ص: 14.

⁴ -عبد اللطيف أحمد سعد، بورصة الأوراق المالية، مركز القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 1998، ص: 237.

بناء المؤشر. أما بالنسبة لأشهر المؤشرات التي تستخدم أساس هذه الطريقة: مؤشر نازداك، ومؤشر الفيانشل تامينز.¹

ثالثاً. المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية: يحسب معامل الترجيح بقياس مقلوب سعر السهم، ثم يحسب الوزن النسبي المتساوي للسهم من خلال ضرب سعر السهم في معامل الترجيح إذ يتم في هذا الأسلوب إعطاء قيم نسبية متساوية لكل سهم داخل عينة المؤشر. ومن عيوب هذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم التي يتضمنها المؤشر، إذ يحتكر الترجيح على سعر السهم فقط بغض النظر عن عدد الأسهم المتداولة منه.²

رابعاً. المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية: يحسب السعر النسبي للسهم بقسمة سعر السهم لليوم الحالي على سعره لليوم السابق، بعدها يضرب الناتج في حاصل ضرب الجذر التربيعي لأسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر.³

7- مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية: ويوضح الجدول التالي أهم مؤشرات البورصات العالمية وتمثيلها:

الجدول رقم (3.1): أهم مؤشرات البورصات العالمية والعربية

المؤشر	التمثيل
Dow-Jones	تداول هذه السلسلة في بورصة نيويورك والتي تتكون من أربع مؤشرات مستقلة وهي: لسلسلة تتألف من أربعة مؤشرات مستقلة تتضمن السهم التي وهي: المؤشر الصناعي والذي يشمل 30 شركة من أسهم الدرجة الأولى، مؤشر الخدمات والذي يحوي 30 شركة خاصة بإنتاج* الطاقة، ثم مؤشر المواصلات الذي يضم 15 شركة متخصصة في المواصلات، والمؤشر المركب والمتضمن لمتوسط الأسهم التي تدرج في المؤشرات الثلاث السابقة
NASDAQ	يشمل هذا المؤشر أسهم شركات عاملة في عدة قطاعات منها: المواصلات، التأمين، المصارف، الخدمات، الصناعات العامة، إذ أن عدد الأسهم هذا المؤشر 31000 سهم
FT	يتداول هذا المؤشر في بورصة لندن والذي يضم 30 ورقة جد مهمة فيها
DAX	يتداول هذا المؤشر في بورصة ألمانيا إذ يجمع 30 ورقة تمثل 70% من إجمالي رسملة
NIKKE	يضم هذا المؤشر على 225 ورقة تمثل 70% من رسملة سوق طوكيو إذ يعتبر هذا المؤشر من أكبر المؤشرات اليابانية، الآسيوية والعالمية.
دار جونز الإسلامي التركي	يشمل هذا المؤشر 17 شركة تركية إذ تم إطلاقه سنة 2004
EGX30 القاهرة	يشمل هذا المؤشر 150 شركة مصرية
الأردن AMGNRLX	يتكون هذا المؤشر من 38 شركة من بنوك، تأمينات، خدمات وصناعة
الرياض TASI	يضم المؤشر 85 شركة في بداية 2007 وهي موزعة على عدة قطاعات مختلفة.
الكويت BKM	يضم هذا المؤشر 50 شركة من مختلف القطاعات

المصدر: مداحي محمد، ترفو محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 101-102.

1- عمر النسور، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

2- عبد اللطيف أحمد سعد، مرجع سبق ذكره، ص: 237.

3- عمر النسور، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

خلاصة الفصل:

ألقينا الضوء في هذا الفصل على ماهية ووظائف سوق الأوراق المالية ومقوماتها في عصرنا الحالي إذ أنها أصبحت تمثل أداة فعالة لتمويل استثمارات ومشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية هذا ما جعلها تحظى باهتمام بالغ في كافة الدول، حيث أصبح وجودها ضرورة ملحة أملتھا الظروف الاقتصادية العالمية. إذ أنها تهدف إلى توفير السيولة وتعبئة مدخرات الأشخاص الطبيعيين والمعنويين والإسهام في عملية الاستثمار، وتتولى إدارتها والإشراف والرقابة عليها لجنة تنظيم البورصة أو الأجهزة المشابهة لها، ويتم التعامل في البورصة عن طريق الوسطاء الذين ينفذون الأوامر التي يكلفون بها عن طريق المتعاملون، والذين يلعبون دورا هاما جدا في نجاعة أو فعالية السوق المالي.

كما ناقش هذا الفصل بالتفصيل أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهي الأسهم والسندات كما وضحنا أنواع وخصائص كل منهما.

وأخيراً تم التطرق إلى بيان كفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال تعريفها ومتطلباتها بالإضافة إلى الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية وكذا عرجنا على مفهوم المؤشرات المالية ومعرفة أهمها في الأسواق المالية العالمية.

فهدف أسواق الأوراق المالية الرئيسي هو توفير السيولة وتعبئة مدخرات الأشخاص الطبيعيين والمعنويين والإسهام في عملية الاستثمار، والذي ينعكس بدوره على الاقتصاد الحقيقي وزيادة النمو الاقتصادي مما يؤدي إلى رفع وتحسين مستوى المعيشة والاستهلاك وحتى نعرف كيف يحدث ذلك خصصنا الفصل الثاني للتعرض لمؤشرات الاقتصاد الحقيقي وتقسيماته.

الفصل الثاني

مؤشرات الاقتصاد الحقيقي

تمهيد:

يتمحور علم الاقتصاد ونشاطه حول موضوع إشباع جميع حاجات الإنسان من الموارد المتاحة والنادرة، وذلك عن طريق تحويل هذه الأخيرة من حالتها الأولية أو الخام إلى سلع وهذه هي وظيفة الإنتاج، أما وظيفة الاستهلاك فهي عملية استعمال السلع والخدمات بهدف إشباع الاحتياجات والرغبات للإنسان، ويعتبر كل ما سبق هو "الاقتصاد الحقيقي أو العيني". هذا الأخير الذي يعتبر شق رئيسي في بحثنا. إذ لفهم وقياس حجم الاقتصاد الحقيقي والأنشطة الاقتصادية المختلفة ككل في بيئة معينة نقوم باستخدام المؤشرات الاقتصادية أو ما يطلق عليها كذلك بمؤشرات الأداء الاقتصادي، وهي التي تقوم بعكس الوضعية الاقتصادية للدولة لفترة زمنية معينة، إذ تعتبر المؤشرات أداة ووسيلة قياس أداء مختلف قطاعات الاقتصاد وتقييمها بصفة جزئية وكلية.

وتقسم المؤشرات الاقتصادية إلى أربعة أقسام ممثلة في مؤشرات الاقتصاد الكلي (الداخلية) والمؤشرات الاقتصادية الخارجية والمؤشرات المالية والنقدية ومؤشرات التنافسية، ويختلف تأثير المؤشرات الاقتصادية نسبياً من اقتصاد لآخر، حسب الهيكل العام للاقتصاد والعوامل المحيطة به والسياسة الاقتصادية المتبعة وحتى الإطار التشريعي والسياسي السائد في تلك البلد.

ولكن يجب التنويه على الفرق الموجود بين الإحصاءات والمؤشرات فالأولى عبارة عن عرض واقع ظاهرة معينة في وقت محدد وفي شكل رقمي فقط، أما الثانية فهي تقيس ظاهرة معينة أو أداء محدد خلال فترة زمنية معينة وقد تمتد إلى تحليلها وتفسيرها، أي أن الإحصاءات هي الحجر الأساس التي تقوم عليه المؤشرات.

من خلال هذا الفصل سنستعرض أهم المؤشرات الاقتصادية من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: المؤشرات الاقتصادية الكلية

المبحث الثاني: المؤشرات المالية والنقدية والمؤشرات التنافسية

المبحث الثالث: المؤشرات الاقتصادية الخارجية

المبحث الأول: الإطار النظري للمؤشرات الاقتصادية الكلية

يعطي هذا النوع من المؤشرات نظرة شاملة للنشاط الاقتصادي داخل البلاد، إذ أنها تحوي كافة مؤشرات الأداء الكلي كمعدلات النمو الاقتصادي، معدلات الدخل الفردي، تطور معدلات الأجور، معدلات البطالة، التضخم، تحويلات العاملين في الخارج وكذلك أعداد العاملين بالقطاعات العام والخاص بأجر حسب الجنسية والجنس والمستوى التعليمي. وفي هذا المبحث سنتطرق إلى أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية ممثلة في الناتج المحلي الإجمالي، النمو الاقتصادي والتضخم.

المطلب الأول: مفهوم الناتج المحلي الإجمالي

من بين مؤشرات النشاط الاقتصادي نجد الناتج المحلي الإجمالي أكثرها شمولاً لجميع قطاعات الاقتصاد، والذي يمثل القيمة الكلية لإنتاج بلد ما أثناء فترة من الزمن، إذ يشمل على مشتريات كل من السلع والخدمات التي تنتجها الدولة محلياً من طرف كافة المؤسسات، الأفراد، الأجانب والمؤسسات الحكومية، لذا تعتبر بيانات الناتج المحلي الإجمالي ذات مكانة عالية لما لها من إسهام في قياس الأداء الاقتصادي للدولة وبالتالي صنع مختلف الاستراتيجيات الاقتصادية أو حتى

التنبؤ باتجاهاتها مستقبلا وبناءا على ذلك كله يشكل هذا المؤشر أداة بالغة الأهمية لقياس مستوى النشاط الاقتصادي والحكم عليه فبفضله يمكن تطبيق أي سياسة عامة في الدولة.¹

1- مفهوم الناتج الداخلي الخام:

أولا. تعريف الناتج الداخلي الخام: هناك عدة تعريفات للناتج الداخلي الخام نذكر منها: يعرف على أنه كل القيم النقدية أو السوقية للسلع والخدمات النهائية الإجمالية التي ينتجها اقتصاد بلد ما خلال مدة زمنية معينة تقدر عادة بسنة.² ويطلق عليه الناتج الداخلي أو المحلي "PIB" لأنه ببساطة يعكس نتائج النشاط الاقتصادي والخدمي (الدخل المكتسب) المحققة من طرف الأعوان الاقتصاديون الذين يقيمون داخل حدود الدولة دون التمييز في الجنسيات (سواء أكانوا أبناء الوطن أم أجنب) خلال سنة معينة، كذلك يقاس به معدل النمو الاقتصادي بشرط أن يكون الناتج الداخلي حقيقي وليس اسمي.

ويختلف الناتج الوطني الإجمالي "PNB" عن الناتج الداخلي الإجمالي، على أنه يركز على عناصر وعوامل الإنتاج للبلد الأصلي بصرف النظر إن كانت في الداخل أو الخارج.³

ومنه يمكن تعريف الناتج المحلي الإجمالي على أنه إجمالي السلع والخدمات النهائية المنتجة داخل رقعة جغرافية معينة من طرف كل الأعوان الاقتصاديين بغض النظر عن جنسيتهم، خلال فترة زمنية معينة، تكون عادة سنة واحدة.

2- أهمية دراسة الناتج المحلي الإجمالي:

يكتسب الناتج المحلي أهمية كبرى، من حيث أنه مقياس إنتاج البلد من البضائع والخدمات، ومن حيث أنه يمثل أهم المؤشرات العامة الدالة على تطور الوضع الاقتصادي وعلى نجاح السياسة الاقتصادية التي تسلكها الدولة، ويمكن حصر أهمية الناتج المحلي في النقاط التالية:

أولا. تقدير مدى نجاح السياسة الاقتصادية للدولة: تتعدد حزمة الإجراءات والقرارات التي تتخذها السياسة الاقتصادية للدولة بهدف رفع الرفاهية الاقتصادية للأفراد في المجتمع، ولمعرفة مدى نجاحها اقتضى توفر مقياس لذلك والمتمثل في الناتج أو الدخل القومي، ولذلك تلجأ الدولة إلى قياس هذا الأخير قبل وبعد اتخاذ سياستها، وبعدها تقارنه بين ناتج الفترتين للتعرف على مدى نجاح هذه السياسات بشرط قياسه بالأسعار الثابتة حتى يكون هذا المقياس أكثر دلالة وقوة، ويعتمد نجاح هذه السياسات على إيجابية الفارق بين الفترتين إذ كلما كان هذا الفارق موجبا كلما دل ذلك على نجاح هذه السياسات.

¹-وردة شيبان، العلاقة السببية بين كمية النقود والناتج المحلي الإجمالي في الجزائر دراسة قياسية (1990-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ل.م.د في العلوم الاقتصادية، شعبة: اقتصاد مالي، جامعة باتنة، 2016/2015، ص: 29.

²-خالد واصف الوزاني، أحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار وائل للنشر، الأردن، ط: 07، 2005، ص: 107.

³-بريبش السعيد، الاقتصاد الكلي، نظريات، نماذج، تمارين محلولة، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص: 62، 63.

ثانياً. دراسة بعض المؤشرات الهامة للبيانات الاقتصادية : تبين البيانات الخاصة بالنتائج الوطني قيمة الناتج في السنوات المختلفة وكذا مكوناته، والتي تعني مساهمة كل قطاع في تكوينه، كما يمكن على أساسه قياس معدلات النمو وكذا مدى التطور الاقتصادي للبلد،...إلخ.

ثالثاً. قياس مستوى رفاهية الأفراد: يؤخذ عادة الدخل والناتج الوطنيان رفقة بعض المؤشرات الأخرى كعدد السكان عند تقييم العملية والرفاهية الاقتصادية والاجتماعية التي تجري في بلد ما خلال فترة معينة من الزمن.

المطلب الثاني: ماهية النمو الاقتصادي

اقترب مصطلح النمو الاقتصادي بظهور الرأسمالية وقدرتها الإنتاجية الصناعية الهائلة التي صاحبته تغيرات تقنية ضخمة ومنتالية، الأمر الذي أدى إلى تحولات رهيبة وعميقة لعقلية أفراد المجتمعات، التي كانت قبل هذا النظام مجتمعات بدائية لم تهتم أبداً بمقدار أو وتيرة الزيادة في وسائل العيش والبقاء.¹

1-تعريف النمو الاقتصادي:

يعرف النمو الاقتصادي بأنه الزيادة (تغير إيجابي) في كمية السلع والخدمات ومستوى إنتاجها التي ينتجها اقتصاد معني لدولة ما خلال فترة زمنية معينة، بمعنى أنه زيادة الدخل لبلد محدد. كما أن بعض الباحثين يضيفون شرط استمرارية هذه الزيادة لفترة طويلة نسبياً لهذا التعريف وهذا بهدف التفرقة بين مفهومي النمو والتوسع الاقتصادي هذا الأخير الذي يتم لفترة قصيرة من الزمن.²

كما يعرف كذلك على أنه الزيادة في دخل الفرد من الناتج القومي الحقيقي وبناء على ذلك ستتقلص عدة مشاكل اقتصادية مثل عبء ندرة الموارد الأمر الذي يتولد عنه زيادة أو توسعاً في الناتج القومي الذي يعمل على مواجهة هذه الأخيرة.

إذا فكل المهتمين بحساب معدلات النمو الاقتصادي والأمن القومي يعتبرون التعريف الأول مناسباً أكثر، أما بالنسبة للتعريف الثاني والخاص بدخل الفرد من الناتج القومي فهو يعتبر جيداً هاماً عند المقارنات بين مستويات المعيشة للدول.³

يعرف النمو الاقتصادي كذلك بأنه: الزيادة المضطربة (المستمرة والمتتابعة) في نصيب الفرد من الدخل الحقيقي على المدى الطويل. بشرط أن تكون الزيادة حقيقية وليست نقدية فزيادة الدخل

¹-روب موريس، النمو الاقتصادي والبلدان المتخلفة، ترجمة هشام متولي، دار الطليعة للطباعة والنشر، بيروت، ط: 02، 1979، ص: 9.

²-سيدي محمود ولد سيدي محمد، المشاكل الهيكلية للتنمية، منشورات وزارة الثقافة، دمشق، سوريا، 1995، ص: 90.

³-محمد ناجي حسن خليفة، النمو الاقتصادي النظرية والمفهوم، دار القاهرة، مصر، 2001، ص: 05-06.

الحقيقي تعبر عن ارتفاع كمية السلع والخدمات المتحصل عليها من طرف الفرد وليس ارتفاع معدلات التضخم، وبذلك حتى يكون هناك نمو يجب أن تكون:

- **الزيادة مضطردة:** إذ لا يمكن اعتبار أي زيادة دورية ناتجة عن ظروف خاصة نمواً اقتصادياً.

- **الزيادة حقيقية:** وجوب استبعاد أثر التضخم لتكون الزيادة حقيقية وليست نقدية.¹ وعليه فإن:

معدل النمو الاقتصادي الحقيقي = معدل النمو الاقتصادي الإسمي - معدل التضخم

في حالة إذا كانت القيمة السابقة موجبة نقول أن هناك نمو، كما يمكن أن تكون هذه القيمة موجبة في حالة ارتفاع معدل نمو السكان على معدل نمو الدخل الكلي لكن هنا لا يوجد ارتفاع ونمو ملموس في الدخل الفردي الحقيقي، فمن المعلوم أن الدخل الفردي هو حاصل قسمة الدخل الكلي على عدد سكان البلد. ومنه يبقى الدخل الفردي ثابتاً إذا زاد عدد السكان والدخل الحقيقي بنسبة متساوية وينخفض الدخل الفردي في حالة ما إذا زاد عدد السكان بنسبة أعلى عن الدخل الحقيقي والعكس صحيح، بمعنى أن معدل النمو الاقتصادي لا يتوقف عند الزيادة في إجمالي الناتج المحلي بل يشترط أن يفوق معدل النمو السكاني. وفي جميع الحالات السابقة تتعكس النتيجة على المستوى المعيشي.²

معدل النمو الاقتصادي الحقيقي = معدل الزيادة في دخل الفرد - معدل النمو السكاني

ونستخلص مما سبق أن مصطلح النمو الاقتصادي هو مصطلح جديد نسبياً في التاريخ البشري، ويجب أن تكون الزيادة في دخل الفرد زيادة حقيقية، أي يشترط أن نستبعد ارتفاع كل من معدل التضخم ومعدل النمو السكاني، وأن تكون هذه الزيادة في الدخل طويلة الأمد وأن لا تقتصر على فترة عابرة.

2-أنواع النمو الاقتصادي: يميز الاقتصاديون بين ثلاثة أنواع من النمو الاقتصادي وهي:

أولاً. النمو التلقائي (الطبيعي): وهو النمو الذي ينبع من قوى ذاتية، مثل: مجهودات المؤسسات الاقتصادية والقطاع الخاص، أي دون تدخل الدولة وبدون إتباع أي مخططات اقتصادية، ويسود هذا النمو الطبيعي الدول الرأسمالية.

¹-مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي: النظرية والسياسة، ترجمة محمد إبراهيم منصور، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1999، ص: 455.

²-محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة الجزائر، 2009/2008، ص: 04.

ثانيا. النمو العابر (غير المستقر): يتميز النمو بالزوال وعدم الاستمرارية نتيجة لحدوث ظروف طارئة أو أية عوامل خارجية أخرى، وهذا ما نجده في حالة الدول النامية النفطية التي ترتفع استثماراتها بارتفاع أسعار البترول الأمر الذي يؤثر على ارتفاع معدلات النمو ولكن سرعان ما ينخفض بانخفاضه.

ثالثا. النمو المخطط: يسود هذا النوع من النمو الدول الاشتراكية، فللحكومة دور رئيسي فيه لأنه وببساطة نتاج مخططات قومية ومشاريع شاملة لكافة الموارد ومتطلبات المجتمع ككل، ويعتمد نجاح هذا النوع من النمو على فاعلية تنفيذ الخطط المرسومة والمشاركة من قبل الجماهير الشعبية ومتابعتهم في على جميع المستويات والقطاعات.¹ إذ يعتبر نمو ذاتي الحركة ففي حالة ما إذا استمر لوقت طويل نسبيا يزيد عن بضعة عقود يتحول إلى نمو مضطرد، والذي يتحول بطبيعة الحال إلى تنمية اقتصادية.²

3- قياس النمو الاقتصادي:

تستخدم عدة وسائل ومعايير للتعرف على ما حققه المجتمع من نمو اقتصادي، فعرفنا سابقا أنه لتحقيقه يجب الزيادة في الناتج الحقيقي وأن ينتج عنه الزيادة في الدخل الفردي الحقيقي ومنه نفهم أن قياس النمو يتعلق أساسا بقياس نمو الناتج القومي الحقيقي GNP أو عن طريق قياس الدخل الفردي.³ الذي تحقق خلال فترة معينة من الزمن.

أولا. الدخل الحقيقي: يؤخذ الدخل الحقيقي كمقياس للتعبير عن أحجام واتجاهات التطور الذي تشهده القطاعات الاقتصادية ككل داخل البلد، بحجة أنه يعبر عن قيمة السلع والخدمات المنتجة خلال فترة زمنية محددة، كما يمكن التعرف على تغيرات مستوى الإنتاج وهذا بقياسه من سنة إلى أخرى.⁴

ثانيا. الدخل الفردي: من الصعب إيجاد مؤشر مثالي يفوز لوحده بالتعبير عن لب وجوهر مفهوم النمو الاقتصادي والذي يستخدم كمقياس لحالة التطور الاقتصادي لأي دولة كانت، لذا توجه بعض الباحثين إلى قياس معدل نمو حصة الفرد من الدخل القومي والذي يعتبر أكثر المعايير استخداما من طرفهم وهذا لأنه يعطي نظرة عن المستوى المعيشي للسكان، لكن تعتبر عملية إحصاء وقياس هذا المعدل ذات مشاكل جمة خاصة في البلدان النامية، الأمر الذي يجعل مقارنة مجتمعات الدول به غير محكمة وهذا للاختلافات العديدة في طرق القياس والتقدير، فنجد من يعتمد على إجمالي عدد السكان، أو نجد

¹-حربي محمد موسى عريقات، التنمية والتخطيط الاقتصادي (مفاهيم و تجارب)، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، ط: 01، 2013، ص، ص: 134-135.

²-كميل حبيب، حازم البني، من النمو والتنمية إلى العولمة واللغات، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص: 23.

³-عابد بشيكر، أثر برامج التنمية الاقتصادية على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، المدرسة الوطنية العليا للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر، 2017، ص: 22-23.

⁴-فرحي محمد، التحليل الاقتصادي الكلي، الأسس النظرية، دار أسامة النشر والتوزيع، الجزائر، الجزء الأول، 2004، ص: 53-54.

من يعتمد على عدد السكان العاملين فقط. فالأول يفيد من ناحية الاستهلاك، أما الثاني ففائدته تكمن في ناحية الإنتاج.

وفي هذا الشأن اعتقد "Kindleberger Charles" أن اهتمام التنمية يجب أن يوجه إلى الإنتاجية وليس إلى مستوى المعيشة، وأما جمهور الاقتصاديين فيتمسكون بمعيار متوسط نصيب الفرد من الدخل لكون الهدف النهائي للتنمية هو رفع مستويات المعيشة والرفاهية، وحيث:

يظن "Kindleberger Charles" أن التنمية يجب أن تهتم بالإنتاجية وليس بمستوى المعيشة والرفاهية، على غرار الباحثين الاقتصاديين الذين يتمسكون بمعيار متوسط نصيب الفرد من الدخل لأن رفع مستويات المعيشة هو الهدف النهائي للتنمية الاقتصادية.

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } t - \text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } t-1}{\text{الدخل الحقيقي للفرد للفترة } t-1}$$

يستخدم هذا المعيار لقياس النمو في الدخل بين فترتين متتاليتين، وهو لا يصلح لقياس معدل النمو المركب إذا كانت فترات المقارنة طويلة حيث تستخدم مؤشرات أخرى¹ ومن بين تلك المؤشرات نجد: المعدلات النقدية والعينية للنمو الاقتصادي ومقارنة القوة الشرائية.

نستعمل هذه الطريقة في قياس النمو في الدخل بين زمنين متتاليتين، ولكن إذا كانت فترات المقارنة طويلة لا يمكن قياس معدل النمو المركب إذ نستعمل مؤشرات أخرى² مثل: مقارنة القوة الشرائية، المعدلات النقدية والعينية للنمو الاقتصادي.

المطلب الثالث: التضخم مفهومه و مؤشرات قياسه

إن الحركة التي تعرفها قيمة النقود أو المستوى العام للأسعار من ارتفاع أو انخفاض (نادرا ما يكون هناك انخفاض أو ثبات)، الناتجة عن حدوث تغيرات على مستوى العلاقات الاقتصادية الحقيقية المؤدية إلى حدوث ظواهر نقدية اقتصادية تسمى التضخم، والتي تنعكس آثاره على الأعوان الاقتصاديين وبالتالي إحداث تغيرات على المستوى الكلي³. ونظرا لأهمية هذه الظاهرة وكبر خطورتها سنبحث في هذا المطلب عن مفهومها، أسبابها، وما إلى ذلك.

1- مفهوم التضخم:

¹- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية: دراسات نظرية وتطبيقية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 65.

²- مرجع سبق ذكره.

³- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003، ص: 245.

يعد التضخم الاقتصادي من أشهر المفاهيم الاقتصادية، لكن وبالرغم من شيوع استخداماته ينقسم جمهور الاقتصاديين بشأن تحديد مفهومه، فنجد من يعرفه على أنه: هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، أي أن غالبية السلع والخدمات أو متوسط الأسعار في الاقتصاد تكون مرتفعة عن معدلاتها السابقة، بما فيها تكاليف عناصر الإنتاج.

ونجد من يعرف التضخم على أنه: نقود كثيرة تطارد سلع قليلة وتترجم فعلياً بأن معدل نمو متوسط الدخل النقدي يكون أعلى من معدل نمو متوسط الإنتاج، أي أن معدل التغيير في الطلب الكلي أكبر من معدل التغيير في العرض الكلي. لذلك في المدى القصير ترتفع وتتأثر الأسعار بالمتوسط. ويمكن أن يتبع التضخم انخفاض القدرة الشرائية لوحدة النقد مقابل الازدياد المتتالي للأسعار عامة، مما ينعكس على أسواق السلع والخدمات وعوامل الإنتاج وبالتالي يؤدي إلى حالة عدم التوازن الاقتصادي. ويفسر بعض الاقتصاديين التضخم على أنه نوع من الضريبة غير المعلنة والغير مباشرة، والتي تؤثر بشدة على ذوي الدخل المحدود والفقراء، الأمر الذي يؤدي إلى تآكل القوى الشرائية للأجور وبالتالي زيادة الفجوة بين طبقات المجتمع مع مرور الوقت ومنه التأثير على الاستقرار الاجتماعي، الاقتصادي، وحتى الاستقرار السياسي.¹

ونستخلص مما سبق أن مؤشر التضخم له عدة مفاهيم على حسب الزاوية التي ينظر إليها، فهو حالة ارتفاع الأسعار بدون أن يقابله ارتفاع في الدخل النقدي، كما يمكن أن يحدث التضخم في حالة خلق النقود بإفراط لكن من غير أن يرافقه تزايد في الدخل النقدي أو حتى الأسعار، كما يحتمل أن يحدث ارتفاع في التكاليف دون أن يواكبه انخفاض في الأرباح، وبهذا تتعدد مفاهيم التضخم على حسب اختلاف فكر المدارس الاقتصادية.²

2- أسباب التضخم:

تتعدد الأسباب التي ينجم عنها التضخم وذلك لارتباطه بعدة متغيرات، ومن أسبابه نجد:

- يركز الاقتصاديون على الربط بين الطلب الكلي والعرض الكلي فالأسعار سوف تتزايد إذا ارتفع الطلب الكلي بسرعة أكبر من العرض،
- يظن بعض الاقتصاديين أن من أسباب التضخم التوسع في عرض النقود بشكل أسرع،³
- ثبات مستوى الطلب مع ارتفاع التكاليف الناتجة عن ارتفاع نفقات عناصر الإنتاج،⁴
- الاختلالات الهيكلية: والتي يكون مصدرها عدم توازن الهيكل الإنتاجي في الاقتصاد، خاصة ما نجده في اقتصاديات الدول النامية،¹

¹-أزاد أحمد سعدون الدوسكي وآخرون، أثر السياستين المالية والنقدية على التضخم في الاقتصاد العراقي للمدة 2003 منتصف 2010 تحليل وقياس، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، المجلد: 8، العدد 23، 2011، ص: 98-99.

²-مرجع سبق ذكره.

³-محمود بن عصمان، مدخل في الاقتصاد الحديث، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003، ص: 78.

⁴-غازي حسين عناية، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

3- أنواع التضخم:

تنقسم ظاهرة التضخم إلى أقسام عدة وهذا حسب طبيعة كل منها:

أولاً. التضخم على أساس سرعة ارتفاع الأسعار (حدة التضخم): وينقسم التضخم هنا إلى عدة أقسام هي: تضخم جامح، تضخم زاحف، تضخم سائر وآخر جاري.

أ- التضخم الجامح (العنيف أو المستتر): يشتهر كذلك باسم الدورة الخبيثة للتضخم، وسبب نشأته الرئيسية هو زيادة عرض كمية النقود والتوسع غير الطبيعي فيها، كما يحدث عند ارتفاع الأسعار الذي يقابله قصور حاد أو حتى طبيعي في عرض السلع والخدمات، فيجد البنك المركزي نفسه مجبراً لاتخاذ منهجية التوسع في العرض النقدي الذي سرعان ما يزيد من تفاقم المشكلة، ومن جهة أخرى تجد السلطات نفسها غير قادرة على تلبية حاجيات المجتمع الرئيسية نتيجة النقص الحاد في عرض السلع، ولمعالجة هذا التضخم العنيف وجب القيام بإصلاحات نقدية جذرية للتخلص منه.

ب- التضخم الزاحف (التدريجي أو المتسلق): كما يطلق عليه بالتضخم المعتدل، وهنا تتزايد الأسعار بشكل أبطأ وبمعدلات لا تتعدى 3% سنوياً وهي أقل مقارنة بمعدلات الارتفاع في التضخم الجامح، ولهذا يعتبر أقل خطورة منه، لذلك تعتبر عملية معالجته أقل صعوبة من طرف الدولة.²

ج- التضخم السائر: وهو تزايد الأسعار بأكثر من 10% خلال عقد من الزمن، وهو أخطر مقارنة بالتضخم الزاحف.

د- التضخم الجاري: وعليه فإذا كانت الأسعار ترتفع سنوياً بمعدل يزيد عن 10% يسمى التضخم الجاري. إذا تزايدت الأسعار سنوياً بمقدار 10% يسمى هذا التضخم بالتضخم الجاري، إذ أنه وبمرور عقد من الزمن تتزايد الأسعار بأكثر من 100%.³

ثانياً. التضخم على أساس الارتباط بالمصدر: وفق هذا المنظور ينقسم التضخم إلى ما يلي:

أ- التضخم المحلي: وهو ارتباط التضخم بالعوامل الداخلية الناجمة عن اختلال التوازن في الهيكل الاقتصادي واختلال أدائه والذي ينعكس مباشرة على الزيادة في الأسعار.

ب- التضخم المستورد: والذي يكون نتاج تبادل العلاقات الاقتصادية بين دول العالم، فاستيراد الدول النامية للكثير من السلع والتكنولوجيا المتطورة يجعلها تجلب وتستورد حتى التضخم الموجود في الدول الصناعية المرتبطة بها.⁴

1- فليح حسن خلف ، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

2- عناية غازي حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

3- ضياء مجيد الموسوي ، الاقتصاد النقدي (قواعد، نظم، نظريات، سياسات، مؤسسات نقدية)، دار الفكر للنشر، الجزائر، 1993، ص: 215-216.

4- عناية غازي حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

ثالثاً. التضخم على أساس العوامل المؤثرة في عرض وطلب السلع والخدمات: من هذا المنظور ينقسم التضخم إلى:

أ- **تضخم الطلب:** من المعلوم في الاقتصاد أن عدم قدرة العرض الكلي على احتواء الطلب الكلي ينتج عنه ارتفاع في الأسعار وبالتالي ارتفاع تكاليف الإنتاج، والسبب الرئيسي وراء ذلك هو اختلال التوازن في قوى السوق.

ب- **تضخم التكاليف:** زيادة رواتب وأجور العمال يؤدي إلى ارتفاع تكلفة عنصر العمل وبالتالي ارتفاع تكاليف الإنتاج، مما ينعكس سلباً على أسعار السلع والخدمات التي أنتجتها هذه الوحدات.

ج- **التضخم المشترك (الافراط في عرض النقود):** عند إبقاء حجم إنتاج السلع والخدمات ثابت وفي المقابل نجد ارتفاع في كمية النقود المعروضة، الأمر الذي يتمخض عنه زيادة في الطلب الكلي وبقاء العرض الكلي على حاله.¹

د- **التضخم الطبيعي الاستثنائي:** وهو الذي ينشأ نتيجة ظروف غير اعتيادية طبيعية مثلاً: الفيضانات، الأعاصير، الزلازل، أو حتى الأوبئة والأمراض... الخ، والتي تكون حافزاً لظهور حالة ارتفاع الأسعار قد تصل إلى مستويات خيالية مثل ما حدث في ديسمبر 2014 إثر المد البحري لتسونامي الذي ضرب دول جنوب شرق آسيا.²

رابعاً. **التضخم على أساس تحكم الدولة في جهاز الأسعار:** ينقسم إلى:

أ- **التضخم المكبوت (المقيد، غير الظاهر):** عند فرض السلطات الرقابة على الأسعار وسياسية القيود المباشرة على التسعير أو توزيع السلع والخدمات في حالة تفاقم حجم الطلب مقابل عجز في العرض، فإن الأسعار سوف تتزايد بنسبة طفيفة.³ ولهذا سمي هذا التضخم غير الظاهر.

ب- **التضخم الكامن:** وهو شكل استثنائي يحدث في بيئة حربية مثلاً، وفي الحرب تتزايد الدخول النقدية بشكل ملحوظ دون أن يقابلها منفذ للإنفاق نتيجة الظروف والإجراءات التي تتخذها الدولة والتي تبقى حائلاً دون صرف تلك المداخيل ولهذا يعتبر هذا التضخم خفياً لا يسمح له بالظهور.

ج- **التضخم المكشوف:** تتداخل عوامل عدة في رفع الأسعار كالمشترين والبائعين، الأوضاع وأداء بعض القطاعات الاقتصادية، ارتفاع تكلفة الإنتاج وارتفاع حجم الطلب... الخ، وعدم تدخل السلطات

¹ -سلام سميسم، التوازن الاقتصادي، دار مجلاوي للنشر والتوزيع، عمان، ط: 01، 2010-2011، ص: 214-215.

² -عناية غازي حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

³ -عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، دار مجلاوي، عمان، الأردن، ط: 02، 1999، ص: 197.

لوقف هذه الارتفاعات أو حتى التأثير عليها يؤدي إلى انطلاق الأسعار نحو الأعلى، ومن نتائجه انخفاض القيمة الحقيقية للنقود وتدهور قيمتها.¹

خامسا. التضخم على أساس ارتباطه بالقطاعات الاقتصادية: ينقسم التضخم وفقا لهذا المعيار إلى نوعين:

أ- **التضخم الاستهلاكي (السلعي):** وهو الذي يمس أسعار قطاع السلع الاستهلاكية المنتجة فقط دون غيرها من السلع والخدمات الأخرى.

ب- **التضخم الاستثماري (الربحي أو الرأسمالي):** يصيب هذا النوع أسعار قطاع السلع الاستثمارية فقط دون المساس بالسلع الأخرى.²

4- مؤشرات ومقاييس التضخم:

تعتمد عملية قياس ظاهرة التضخم على ركيزتين رئيسيتين هما: حساب التغير الذي نجده في مستوى الأسعار واستخدام بعض المؤشرات والمعايير التي توصل إليها المفكرين الاقتصاديين لقياس وحساب التضخم³ وسنفصل فيها كما يلي:

أولا. مؤشر الأرقام القياسية لأسعار المستهلك (CPI): تستخدم الأرقام القياسية من أجل تقييس القوة الشرائية ومستوى المعيشة للأفراد والمشروعات والتعرف على تطور الأسعار لسلعة معينة خلال فترة زمنية معينة، وأبسط أشكال الأرقام القياسية هو ما يعرف بمنسوب السعر وهو عبارة عن قسمة قيمتها الظاهرة في فترة معينة أو مكان معين على قيمتها في فترة أخرى أو مكان آخر، ويطلق على الفترة التي تنسب إليها فترة الأساس (تكون سنة عادية من حيث تقلبات السوق) والفترة التي ننسبها فترة المقارنة كذلك بالنسبة للمكان المنسوب إليه مكان الأساس والمكان الذي ننسبه مكان المقارنة⁴. كما أن هناك الكثير من الطرق لقياس التضخم من أهمها:

نستعمل هذا الرقم القياسي بغية قياس المستوى المعيشي للأفراد وقوتهم الشرائية ولاستيعاب على تطور الأسعار لسلعة معينة خلال فترة زمنية معينة، وأبسط أشكال الأرقام القياسية هو ما يعرف بمنسوب السعر وهو عبارة عن قسمة قيمتها الظاهرة في فترة معينة أو مكان معين على قيمتها في فترة أخرى أو مكان آخر.

¹ بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص: 147.

² عقيل جاسم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص: 192.

³ شلوفي عمير، التضخم والنمو الاقتصادي: تقدير عتبة التضخم دراسة قياسية مقارنة لدول المغرب العربي 1980-2014، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد كمي، تلمسان، الجزائر، 2018/2017، ص: 45.

⁴ عقيل جاسم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص: 177.

أ. الرقم القياسي البسيط: وهو عبارة عن نسبة مجموع أسعار السلع والخدمات الاستهلاكية في السنة الجارية إلى أسعارها في سنة سابقة تسمى بسنة الأساس، ويتم احتسابه بالعلاقة التالية:

$$\text{الرقم القياسي البسيط} = 100 \times \frac{\text{مجموع أسعار السنة الجارية}}{\text{مجموع أسعار سنة الأساس}}$$

ويلاحظ من هذه العلاقة بأن الرقم القياسي البسيط لا يأخذ بعين الاعتبار الأهمية النسبية للسلع الاستهلاكية في ميزانية المستهلك التي بالتأكيد تؤثر على القدرة الشرائية له، فالسلعة التي ينفق عليها 25 بالمائة من دخله كالمواد الغذائية مثلا تؤثر في قدرته الشرائية أكثر من السلعة التي ينفق عليها 0.1 بالمائة من دخله، لهذا السبب يعيب الكثير من الاقتصاديين والإحصائيين هذا المقياس ويلجؤون إلى استخدام الرقم القياسي المرجح.¹

ب. الرقم القياسي المرجح: يمكن ترجيح أسعار السلع بأوزان محددة، وقد تكون عبارة عن كمية أو حجم السلعة المباعة أو المستهلكة، وذلك في سنة الأساس، أو سنة المقارنة، وهذا الترجيح يبرز الأهمية النسبية لسلعة من السلع المختلفة المعتبرة ضمن الرقم القياسي للأسعار، لذلك توجد ثلاثة طرق لحساب الرقم القياسي بالطريقة التجميعية المرجحة وهي: لاسبير، باش، فيشر.² ولكن سنتطرق إلى أهمها:

❖ الرقم القياسي للأسعار بطريقة لاسبير: من أهم الأرقام القياسية المرجحة المستخدمة في قياس التضخم نجد رقم "الاسبير" المرجح بكمية فترة الأساس والذي يأخذ الصيغة التالية:

$$\text{رقم لاسبير} = 100 \times \frac{\text{الكمية المستهلكة في سنة المقارنة} \times \text{أسعار سنة الأساس}}{\text{الكمية المستهلكة في سنة المقارنة} \times \text{أسعار سنة المقارنة}}$$

بحيث أن رقم لاسبير يأخذ بعين الاعتبار الأهمية النسبية للسلعة حسب أولويتها لدى المستهلك والمجتمع، وبذلك تغطي لكل سلعة معامل حسب ترتيبها في سلم الأولويات بالنسبة للمستهلك لحساب هذا الرقم القياسي.

ج. الرقم القياسي لأسعار الجملة: يضم الرقم القياسي لأسعار الجملة أهم المجموعات السلعية، مثل المنتجات الزراعية والمنتجات الحيوانية غير الغذائية والأخشاب، المواد الغذائية والمشروبات والمواد الطاقوية وغيرها من السلع، ويتم إعداد الرقم القياسي بالاعتماد على الأسعار الرسمية والتي تشير بصفة إجمالية إلى أسعار الجملة في جميع أنحاء البلاد دون تمييز بين المناطق الجغرافية فيها سواء

¹-نزار سعد الدين العيسى، ابراهيم سليمان قطف، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ط: 01، 2006، ص: 258.

²-إياد عبد الفتاح النسور، أساسيات الاقتصاد الكلي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2014، ص: 205.

كانت مناطق حضرية أو ريفية، بالاعتماد على أجهزة الإحصاء المختصة في جمع البيانات الخاصة بأسعار الجملة لتصنيفها وحساب الرقم القياسي لها.

د. الرقم القياسي لأسعار التجزئة: يعكس الرقم القياسي لأسعار التجزئة التغيرات التي تطرأ على القوة الشرائية للنقود، وذلك من خلال تتبع التغيرات التي تحدث في أسعار السلع والخدمات في الاقتصاد الوطني، ويتم إعداد هذا الرقم بالاعتماد على الأسعار الرسمية دون الأخذ في الاعتبار الأسعار الفعلية التي تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، أو الأسعار التي يسود التعامل بها في السوق السوداء، ويتم إعداد الرقم القياسي لأسعار التجزئة بالاعتماد على طريقة العينات التي تقوم على اختيار النمط الانفاقي لعينة تمثل شرائح في المجتمع.

ثانياً. المخفض الضمني لأسعار الناتج المحلي (المكمش للقيم الإسمية): يختلف مخفض الناتج الإجمالي عن الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك بأنه لا يقتصر على قياس التغيرات في بعض أسعار السلع الاستهلاكية وبعض الخدمات وإنما يأخذ في الحسبان جميع السلع الاستهلاكية والخدمات إضافة إلى جميع السلع النهائية والخدمات التي تدخل في الناتج المحلي، بالتالي يعتبر مؤشراً أوسع للسعر من (CPI) وهو مصمم لقياس تغيير السعر المتوسط لسلة السوق من السلع التي تدخل في حساب الناتج الإجمالي الخام (GDP). وللحصول على قيمة المخفض لدينا الصيغة التالية¹:

$$\text{مستوى السعر الضمني (مخفض GDP)} = \frac{\text{الناتج المحلي الإجمالي الإسمي} / \text{الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي}}{100} \times 100$$

وإذا كان الرقم القياسي للسنة الجارية أكبر من 100 فهو يعني أن الأسعار قد ارتفعت، وإذا كان الرقم القياسي للسنة الجارية أقل من 100 فهو يعني أن الأسعار قد انخفضت، وإذا كان الرقم القياسي للسنة الجارية يساوي من 100 فهو يعني أن الأسعار لم تتغير.²

يهتم صندوق النقد الدولي بحساب هذا الرقم بوصفه مؤشراً للاتجاهات التضخمية في الاقتصاد القومي، ويعد الرقم القياسي الضمني أدق المعايير في قياس حركة الأسعار ذلك لأنه يتضمن جميع أسعار السلع والخدمات المتاحة في الاقتصاد القومي، إضافة إلى أنه يضم أسعار الجملة والتجزئة.³

ثالثاً. الفجوة التضخمية: نظراً لاعتبار الأرقام القياسية مؤشرات تعكس التطورات التي تطرأ على المستوى العام للأسعار، دون التعرض للأسباب التي تقف وراء حدوث تلك الارتفاعات؛ فإنه من الضرورة الاعتماد على بعض المعايير التي تمكن من تحديد أسباب التغيرات في مستويات الأسعار.

¹-شلوفي عمير، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

²-نزار سعد الدين العيسي، إبراهيم سليمان قطف، مرجع سبق ذكره، ص: 258.

³-محي الدين الحاج، دراسة اقتصادية لقياس أثر التضخم في النشاط الاقتصادي اليمني، مجلة جامعة دمشق للعلوم الزراعية، سوريا، المجلد 21، العدد 01، 2005، ص: 214-215.

تعد الفجوة التضخمية من أهم المصطلحات التي أوردها "كينز" في إطار تحليله للتضخم، ويرجع الهدف من حساب الفجوة التضخمية هو محاولة استخدامها في قياس الضغوط على المستوى العام بحيث اعتبرها "كينز" بمثابة القوة الدافعة في جهاز التضخم، كما حاول "كينز" في نفس الوقت تقدير الفجوة التضخمية حسابيا بوحدات نقدية، بهدف مساعدة السلطات النقدية والمالية وعلى اتخاذ الإجراءات اللازمة للحد من تلك الظاهرة ووضع السياسات النقدية والمالية الكفيلة بتحقيق الاستقرار في الاقتصاد الوطني، وقد اعتمد "كينز" في تحليله للفجوة التضخمية على تحديد فائض الطلب في أسواق السلع، أي تحديد حجم الزيادة في الطلب الكلي عن العرض الحقيقي في أسواق السلع، دون الأخذ بعين الاعتبار فائض الطلب في أسواق عوامل الإنتاج، وذلك على اعتبار أن اختلال التوازن في أسواق السلع سوف ينعكس بصورة مباشرة على إحداث اختلال في التوازن في أسواق عوامل الإنتاج، وتحدث الفجوة التضخمية نتيجة الإفراط في الطلب الكلي على السلع والخدمات نتيجة الزيادة في حجم الإنفاق الوطني محسوبا بالأسعار الجارية عن الناتج الوطني الحقيقي محسوبا بالأسعار الثابتة، كما يحدث فائض في المعرض النقدي نتيجة زيادة كمية النقود في الاقتصاد عن تلك النسبة التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها في صورة نقدية.

وتتمثل أهم المعايير المستخدمة في قياس الفجوة التضخمية فيما يلي:

أ. معيار فائض الطلب: يستند هذا المعيار إلى النظرية الكينزية في الطلب الفعال، فإذا لم يكن هناك زيادة في حجم الإنتاج بمقدار الزيادة في حجم الطلب الفعال فإن فائض الطلب سينعكس في صورة ارتفاع في المستوى العام أين سيواجه الاقتصاد حالة تضخم بحت، وبالتالي فإن الفجوة التضخمية المتوقعة في المستقبل هي القيمة الكلية المتوقعة للسلع والخدمات المتاحة للفترة المقبلة مقاسة بأسعار فترة الأساس مطروحة من مقدار الطلب الفعال والمتوقع والمقاس بالأسعار كما هو موضح في العادلة التالية:

$$D = (C_p + C_g + I) - y_t$$

حيث أن: D : إجمالي فائض الطلب، C_p : الاستهلاك الخاص بالأسعار الجارية

I : الاستثمار بالأسعار الجارية، C_g : الاستهلاك الحكومي بالأسعار الجارية

y_t : إجمالي الناتج المحلي الحقيقي

وبالتالي فإن التضخم وفقا لهذا المعيار هو زيادة الطلب الفعال بالأسعار الجارية عن الناتج المحلي الحقيقي والذي يطلق عليه فائض الطلب.¹

ب. معيار فائض المعروض النقدي: تركز هذه الطريقة على الاتجاهات المعاصرة في النظرية الكمية للنقود، بإدخال عنصر التغيير في حجم الإنتاج، وهذه الطريقة يتبعها صندوق النقد الدولي، تعتمد

¹ شلوفي عمير، مرجع سبق ذكره، ص: 49-50.

على معيار فائض المعروض النقدي في الاقتصاد الوطني، وهو الفرق بين التغير في عرض النقود (السيولة) وبين التغير في الطلب على النقود، أي حجم ما يرغب الأفراد الاحتفاظ به في شكل نقود وذلك خلال فترة زمنية معينة، حيث يمكن حساب الفجوة التضخمية كما يلي:

$$F = \Delta M - \frac{M}{Y} \times \Delta Y$$

حيث: F : الفجوة التضخمية، ΔM : التغير في عرض النقود

Y : الناتج الوطني الاجمالي، ΔY : التغير في الناتج الوطني الاجمالي

$\frac{M}{Y}$: الطلب على النقود (مقلوب سرعة التداول الداخلية للنقود)، M : كمية النقود¹

ج. معيار الاستقرار النقدي: يستند هذا المعيار في قياس فجوة التضخم على أفكار النظرية الكمية للنقود المعاصرة (فريدمان)، والتي ربطت التضخم الى اختلال في العلاقة بين التغير في الكمية المعروضة والتغير في الناتج الوطني الحقيقي، وحسب هذا المعيار يناء على أفكار النظرية الحديثة للنقود يكون هناك تضخم في الاقتصاد إذا زاد المعروض من النقود عن الناتج المحلي الحقيقي في الاقتصاد مما يتولد فائض الطلب على السلع والخدمات يدفع المستوي العام للأسعار نحو الارتفاع، يرجع ذلك اساسا الى الاختلال بين سوق النقود وسوق السلع والخدمات، أما معامل الاستقرار النقدي يأخذ المعادلة التالية:

$$B = \frac{\Delta M}{M} - \frac{\Delta y}{Y}$$

بحيث أن: B : مؤشر الاستقرار النقدي، ΔM : التغير في كمية النقود

M : كمية النقود، ΔY : التغير في الناتج الوطني الحقيقي، Y : الناتج الوطني الحقيقي.

وحسب هذا المؤشر يكون الاقتصاد الوطني في حالة توازن اذا تساوت نسبة التغير في كمية النقود مع نسبة التغير في الناتج المحلي الحقيقي، وكلما تجاوز هذا المؤشر قيمة الواحد موجب يدل ذلك على بداية تقادم حدة ظاهرة التضخم.²

¹ -يجاني بالرقبي، دراسة أثر التضخم على النظرية التقليدية للمحاسبة، مع نموذج مقترح لاستبعاد أثر التضخم على القوائم المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2005 - 2006، ص: 216-217.

² -شلوفي عمير، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

د. التضخم المستورد: يعرف هذا النوع على أنه الزيادة المتسارعة والمستمرة في أسعار السلع والخدمات النهائية المستوردة من الخارج وهذا يعني أن الدول تستورد مجموعة من السلع والخدمات التي تأتيها بدورها مرتفعة السعر وتضطر إلى بيعها في الأسواق المحلية بتلك الأسعار فالدول الفقيرة المنفتحة على الخارج لا يمكن أن يكون لها دور ملموس في تحديد أسعار السلع التي تستوردها ولا تستطيع أن تؤثر في حجم السوق العالمي وأسعار¹.

$$\text{التضخم المستورد} = \frac{\text{قيمة الواردات}}{\text{قيم الناتج القومي الإجمالي}} \times \text{التضخم العالمي}$$

المبحث الثاني: المؤشرات المالية والنقدية والمؤشرات التنافسية

وهي عبارة عن أدوات لتحليل النظم المالية والنقدية، فتتمثل المؤشرات المالية والنقدية في مؤشرات السيولة المحلية وهيكل أسعار الفوائد، وكذلك مؤشرات الموازنة العامة وتطور المديونية العامة. كما يمكن الحديث عن مؤشرات التنافسية التي تضم مجموعة من مؤشرات التنافسية للاقتصاد وتطورها عبر الزمن وأهمها مؤشر سعر الصرف الحقيقي.

المطلب الأول: ماهية سعر الصرف

إن اتخاذ العملة كوسيط للتبادل ومقياساً للقيمة، أمر يسهل بقسط كبير في المعاملات الاقتصادية والتجارية، والتي تتم بين الأعوان الاقتصادية داخل دولة معينة إلا أن هذه الوظائف لا تجد لها معنى إذا تعلق الأمر باستعمال هذه العملة في المعاملات الخارجية، إذ لا يمكن قياس أو تحديد قوتها الشرائية إلا بدلالة العملات الأجنبية المعنية، ذلك أن القيمة الخارجية للعملة يعبر عنها بعدد وحدات هذه الأخيرة وهو ما يسمى بسعر الصرف. ومن أجل ذلك اهتمت جميع الدول خاصة المتقدمة منها بهذه الأداة وأولتها العناية الفائقة، وجاءت في شأنها مفاهيم عديدة وصيغ متنوعة تنماشى واستعمالاتها وكذا الأغراض المتوخاة منها، هذا إلى جانب اهتمامها بالعمليات التي تتم بمختلف أسواق الصرف التي تحدد فيها أسعار الصرف العملات².

1- تعريف سعر الصرف:

تعددت التعاريف الواردة حول سعر الصرف، ولكنها تتضمن نفس المعنى، فيعرف على أنه: هو السعر الذي يتم عنده مبادلة إحدى العملات بعملة أخرى في سوق الصرف الأجنبي³.

¹- محمد مروان السمان وآخرون، مبادئ التحليل الاقتصادي (الجزئي والكلي)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2008، ص: 328.

²- محمد زكي شافعي، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، 1973، ص: 48.

³- غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، عمان، ط: 01، 1996، ص: 145.

ويعرف كذلك على أنه: "عبارة عن سعر الوحدة من النقد الأجنبي مقدرًا بوحدة من العملة الوطنية"، كما يعتبر بعض الاقتصاديين أن النقد الأجنبي هو بمثابة سلعة كغيرها من السلع المحلية يتم تبديلها مع الدول المصدرة لهذه العملات، وتعبّر عن ثمنها بوحدة من العملة الوطنية.¹

ويتحدد سعر الصرف -كأي سلعة أخرى- في سوق يسمى سوق الصرف الأجنبي، بناءً على التواء الطلب على الصرف الأجنبي (عرض العملة الوطنية) وعرض الصرف الأجنبي (طلب العملة الوطنية): وتختلف العوامل المحددة للطلب على الصرف الأجنبي وعرض الصرف الأجنبي والتي تتحكم في تحديد سعره باختلاف نظام سعر الصرف السائد، وفي النظرية الاقتصادية يمكن التمييز بين ثلاثة نظم أساسية لسعر الصرف.² كما أن تسعير العملات يخضع لطريقتين هما:

أولاً. التسعير المباشر (المؤكد): هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، حيث أن هذه الطريقة قليل من الدول تستعملها، ونذكر أهم الدول التي تستعمل هذه الطريقة هي بريطانيا العظمى، يقاس الجنيه الإسترليني كما يلي:

$$1 \text{ جنيه إسترليني} = \times \text{ دولار}$$

ثانياً. التسعير غير المباشر (الغير المؤكد): هو عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، وتتبع هذه الطريقة غالبية بلدان العالم بما فيها الجزائر إذ يقاس \$ الأمريكي بعدد من الوحدات من الدينار كما يلي: $1\$ = \times \text{ دج}$.³

2- محددات ووظائف سعر الصرف:

يتبع سعر الصرف محددات معينة توضح الوضعية الحالية التي يكون عليها سعر الصرف والوظائف التي يمكن أن يقوم بها.

أولاً. محددات سعر الصرف: دوماً ما تتعرض العملة إلى تغيرات متواصلة تتسبب بتغير المعاملات الاقتصادية للدولة بسبب عوامل معينة نذكر منها:

أ- **العوامل الاقتصادية المؤثرة على سعر الصرف:** إذ تتمثل في:
- التغيرات في قيمة الصادرات والواردات: فحينما ترتفع قيمة الصادرات بالنسبة للواردات سيؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة نتيجة لتزايد طلب الأجانب على هذه العملة والعكس صحيح.

¹-حمدي عبد العظيم، سياسة سعر الصرف وعلاقته بالموازنة العامة للدولة، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1984، ص: 96.

²-حسن عبد العزيز حسن، اقتصاديات التجارة الدولية، الفاروق الحديثة للطباعة والنشر، القاهرة، 1991، ص، ص: 159-183.

بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، الكويت، نوفمبر/تشرين الثاني، العدد 23، 2003، ص: 04.

³ -أسامة محمد الفولي، مجدي شهاب، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 1997، ص: 292.

- **التغيرات في معدلات التضخم:** يؤدي التضخم المحلي إلى انخفاض في قيمة العملة في سوق الصرف، فمثلا حينما يرتفع مستوى الأسعار في بلد ما في وقت يكون المستوى العام للأسعار لدى الأقطار الأخرى مستقرا، سيدفع هذا المستهلكين المحليين إلى زيادة طلبهم على السلع الأجنبية بسبب انخفاض أسعارها مقارنة بالسلع المحلية (انخفاض تنافسية السلع المحلية)، وبالتالي يزيد الطلب على العملة الأجنبية مقارنة بالعملة المحلية هذا ما سيؤدي إلى تدهور هذه الأخيرة.¹
- **التغيرات في معدلات الفائدة الحقيقية:** ترتبط تغيرات أسعار الصرف بمعدلات الفائدة، فإذا ارتفع معدل الفائدة المحلي مقارنة بمعدل الفائدة الأجنبي فإنه بعد مرور فترة زمنية معينة سترتفع قيمة العملة المحلية والعكس صحيح، فالارتفاع في معدلات الفائدة في البلدان الأجنبية سيحفز المستثمرين المحليين على الأمد القصير على استبدال عملتهم بعملات تلك البلدان وذلك للحصول على الأرباح في السوق الأجنبي، وعليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة في الخارج سيعمل على زيادة الطلب على العملات الأجنبية وهذا ما يؤثر على سعر الصرف.²
- **كمية النقود:** يري فريدمان ضرورة التناسب بين معدل نمو كمية النقود الكلية ومعدل نمو الانتاج والسكان للإبقاء على استقرار الأسعار، فمن المعلوم أن الإفراط في الإصدار النقدي وتزايد كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع مستوى الأسعار وبالتالي جعل سلع الدولة المعنية أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى ومما يتسبب في زيادة الاستيرادات وانخفاض الصادرات ويقابل ذلك في زيادة الطلب على عملات تلك الدول وانخفاض في الطلب على العملة المحلية مما ينتج عنها ارتفاع في أسعار صرف العمال الأجنبية.³
- **التدخلات الحكومية:** وتحصل هذه التدخلات عندما يحاول البنك المركزي تعديل سعر صرف العملة حينما لا يكون ملائم مع سياسته المالية والاقتصادية.⁴
- **السياسة النقدية والمالية:** فمثلا علاقة سعر الفائدة بسعر الصرف أنشأت علاقة بين السياسة المالية وقيمة العملة في الخارج، فعندما يقوم البنك المركزي ب تثبيت العرض الحقيقي للنقود، فإن السياسة المالية التوسعية ستؤدي إلى زيادة الإنفاق الحكومي، بمعنى آخر ستؤدي إلى زيادة كل من الدخل الحقيقي وسعر الفائدة وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب الأجنبي على السندات وبالتالي تزداد قيمة عملة الدولة.⁵
- **السياسات الضريبية:** تؤثر في سعر الصرف كل من التعريفات الجمركية (الضرائب على السلع المستوردة مثلا) والحصص (القيود على كمية السلع التي يمكن استيرادها)، لأن ذلك يزيد من الطلب على السلعة المحلية.
- **تفضيل السلع الأجنبية على السلع المحلية:** زيادة الطلب على صادرات دولة ما يتسبب في ارتفاع عملتها على المدى الطويل، وزيادة الطلب على الواردات تسبب في انخفاض قيمة العملة الوطنية.

¹-مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، القاهرة، 1997، ص: 121، 125.

²-هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: .

³-عبد الحسين الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص: 61-62.

⁴-عرفان تقي الدين الحسيني، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر، عمان، الأردن، ط: 02، 2002، ص: 159.

⁵-الحجار بسام، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مؤسسة دار الريحاني للنشر، بيروت، ط: 01، 1999، ص: 130.

- **الانتاجية:** في حال كانت الدولة أكثر إنتاجية من غيرها من الدول، يمكن أن تنخفض أسعار السلع المحلية بالنسبة لأسعار السلع الأجنبية وتظل تحقق أرباحاً، والنتيجة هي زيادة الطلب على السلع المحلية وميل سعر العملة المحلية إلى الارتفاع.¹

ب- **العوامل غير الاقتصادية المؤثرة على سعر الصرف:** الإشاعات والأخبار، الاضطرابات والحروب والحصار، العوامل السياسية والعسكرية.

3- أنواع سعر الصرف وطرق قياسه:

يكتسب سعر الصرف صبغاً مختلفة، لأنه من الصعب تحديد التسعيرات اليومية بين عملة دولة معينة و عملات أخرى وهذا لتدخل اعتبارات عديدة، إذ عادة ما يتم التمييز بين عدة أنواع منها:

أولاً. **أسعار الصرف السوقية:** هذه الأسعار هي نتيجة لقسمين أساسيين في سوق الصرف: قسم الصرف العاجل، وقسم الصرف الآجل.

أ- **سعر الصرف العاجل:** وهو السعر المطبق في عمليات الشراء والبيع للعملة الأجنبية مقابل التسليم والاستلام وقت إبرام الصفقة (في الحال). ويعتبر الأساس لكل المعاملات المالية الخاصة بتجارة الصرف الأجنبي، حيث تتم الصفقات باستخدام تاريخ التسوية الفورية أي أن العملية سيتم تسويتها بعد مضي من يومين من إبرام الصفقة.²

ب- **سعر الصرف الآجل:** هو السعر الذي يحدد في نفس تاريخ عقد الصفقة من أجل شراء أو بيع العملات في وقت لاحق.³ ومدة التأجيل قد تكون في حدود شهر أو ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو سنة على أكثر تقدير.⁴ كما تحدد العلاقة بين السعر الآجل والسعر العاجل لعملتين من خلال إضافة علاوة إلى سعر الصرف العاجل، أو طرح خصم من هذا الأخير، وعليه يمكن اعتبار الصياغتين الدالتين كما يلي:

$$\text{السعر الآجل} = \text{السعر العاجل} + \text{علاوة}$$

$$\text{السعر الآجل} = \text{السعر العاجل} - \text{الخصم}^5$$

ثانياً. أسعار الصرف النظرية: هذا النوع من أسعار الصرف لا تتحدد مباشرة عن طريق آليات السوق كما هو الحال في أسعار الصرف السوقية فنجد منها ما يلي:

أ- **سعر الصرف الإسمي:** هو مقياس عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر، يتم تبادل العملات أو عمليات شراء وبيع العملات حسب أسعار العملات بين بعضها البعض، ويتم تحديد سعر الصرف الإسمي لعملة ما تبعاً للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما، ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير تبعاً لتغير الطلب والعرض، وبدلالة نظام الصرف المعتمد في

¹-إيضاعات، أسعار صرف العملات، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، الكويت، العدد 12، يوليو 2011، ص: 04.

²- Michel Jura, Op-cit., P : 82.

³- Anne o.Krueger , La Détermination des taux de change, Economica, Paris, 1985, P : 14.

⁴-محمود يونس، اقتصاديات دولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999-2000، ص: 222.

⁵-إبراهيم قندوزي، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المعرفة، الجزائر، 1998، ص: 72.

البلد فارتفاع سعر عملة ما يؤثر على الامتياز لنسبة للعملة الأخرى.¹ ويستجيب هذا السعر لمجموعة من المحددات كتطور الأسعار المحلية والأجنبية، العوامل النفسية ومعدلات الفائدة.² كما ينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي وهو السعر المعمول به في المبادلات الجارية الرسمية، وسعر صرف موازي وهو سعر الأسواق الموازية، وهذا يعني إمكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت وبنفس العملة في نفس البلد، وفي الواقع لا يهتم الأعدان الاقتصاديون مستوى سعر الصرف الاسمي بقدر ما يحويه من قوة شرائية، أي كمية السلع التي يتم اقتناؤها بنفس المبلغ من العملة المحلية وهو ما يعرف بسعر الصرف الحقيقي.³

ب- سعر الصرف الحقيقي: يعبر سعر الصرف الحقيقي عن عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية.⁴ إذ هو ذلك المؤشر المرجح الذي يعمل على الجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتباين معدلات التضخم، باعتبار أنه يأخذ في الحسبان التقلبات التي تطرأ على الأسعار الأجنبية، وربطها بمستوى الأسعار المحلية أو يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{سعر الصرف الحقيقي} = \text{سعر الصرف الاسمي} \times (\text{مؤشر الأسعار المحلية} / \text{مؤشر الأسعار الأجنبية})$$

وبما أن مؤشرات سعر الصرف الحقيقي هي ناتجة عن عملية ترجيح أسعار الصرف الثنائية بين البلد وأهم المتعاملين التجاريين الرئيسيين فهي إذن تعبر عن مدى تغير القوى الشرائية المرجحة للعملة نسبة إلى فترة أساس، تسمح بقياس تأثيرات الصرف على ميزان مدفوعات.⁵

ومن الصيغة السابقة يتضح وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف الحقيقي وسعر الصرف الاسمي وكذلك بينه وبين الرقم القياسي للأسعار الأجنبية وكذلك وجود علاقة طردية بين سعر الصرف الحقيقي مع الرقم القياسي للأسعار المحلية.⁶

ج- سعر الصرف الفعلي: وينقسم إلى مفهومين هما:

❖ **المفهوم الأول:** هو عبارة عن المؤشرات التي تقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما. وبالتالي سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار ثنائية وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة أو لسلة من العملات الأخرى.⁷

¹- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004/2003، ص: 103.

⁴- Bertrand NEZEYS, *Les politiques de compétitivité*, ed, economica, Paris, 1993, P : 12.

³- بن حمودة فاطمة الزهراء، أثر تقلبات أسعار الصرف على التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2012، ص: 33.

⁴- عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

⁵- PERYRARD Josette, *Gestion Financiere Internationale*, Vuibert, Paris, 3^{ème} éd, 1995, p : 70.

⁶- عبد الحسين الغالبي، *سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)*، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 21.

⁷- عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

هو عدد وحدات العملة المحلية المدفوعة فعلياً أو المقبوضة لقاء معاملة دولية قيمتها وحدة واحدة متضمنة في ذلك التعريفات الجمركية، رسوم، إعانات مالية.¹

❖ **المفهوم الثاني:** يشير هذا المفهوم إلى حساب متوسط أسعار صرف البلد المعني مع الشركاء التجاريين الرئيسيين (عملات الدول التي لا تمثل أهمية كبيرة في التجارة الدولية تعطي وزناً منخفضاً بينما تعطي عملات الدول الهامة في التجارة الدولية وزناً أكبر)، ليصبح مفهوم سعر الصرف الفعلي متعدد الأطراف وهو السعر الذي يراعي أسعار الصرف العائمة والتي تتغير بشكل كبير.²

- **معادلة سعر الصرف الفعلي:** باستعمال المعادلة الخطية-اللوغارتمية: سعر الصرف الفعلي الحقيقي هو سعر (r_e) هو سعر الصرف الفعلي الاسمي (n_e) معدلاً بالفرق المثقل للأسعار الأجنبية والمحلية أي:

$$r_e = n_e - (f_p - d_p) = n_e - r_p$$

$$n_e = \sum_{i=1}^n w(i) \cdot e(i)$$

$$f_e = \sum_{i=1}^n w(i) \cdot f_p(i)$$

حيث: $w(i)$ أثقال (مرجح) التجارة الخارجية الثنائية و $e(i)$ أسعار الصرف الاسمية الثنائية و $f_p(i)$ مستوى سعر الدولة التي يتاجر معها، i يمثل سعر الصرف التوازني والتوازن المستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي.³

يمكن قياسه باستخدام مؤشر لاسبير للأرقام القياسية كالتالي:

$$TCNE = \sum_p \frac{Z_p X_0^p \left(\frac{(e^p)_t}{(e^r)_t} \right)}{X_0^p \left(\frac{(e^p)_0}{(e^r)_0} \right)} \times 100$$

$$TCNE = \sum_p Z_p \left(\frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_0} \right) \times 100$$

$$TCNE = \sum_p Z_p INER_p \times 100$$

¹ محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص: 76.

² بن حمودة فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

³ بلقاسم العباس، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

حيث: $(e^{pr})_t$ و $(e^{pr})_0$ سعر صرف عملة البلد P بالعملة المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي.

$INER_p$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الاسمي في سنة القياس مقارنة بسنة الأساس.

$(e^p)_t$ و $(e^p)_0$ سعر صرف عملة البلد مقارنة بالدولار في سنة القياس t أو سنة الأساس 0.

$(e^r)_t$ و $(e^r)_0$ سعر صرف العملة المحلية مقومة بالدولار في سنة القياس t أو سنة الأساس 0.

X_0^p : قيمة الصادرات إلى الدولة P في سنة الأساس ومقومة بعملتها وهي تستخدم كوزن بت للدولة في حساب مؤشر لاسبيرز.

Z_p : حصة الدولة P من إجمالي صادرات الدولة المعنية r مقومة بعملة هذه الأخيرة.

يمكن لسعر الصرف الفعلي أن يختلف من حيث قيمته، لنظر إلى إمكانية اختلاف عدة عوامل مثل سنة الأساس، قائمة عملات لبلدان المتعامل معها والأوزان المعتمدة في تكوين السلة.¹

❖ **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** هو السعر الذي يدفعه أو يحصل عليه المتعامل حقيقة (مستورد أو مصدر) من العملات الأجنبية. ويتمثل في سعر الصرف الرسمي مضافاً إليه الضرائب والرسوم (حالة استيراد) أو الإعانات (حالة التصدير)، وهو يمثل القدرة التنافسية للدولة في السوق العالمي. أو هو مؤشر لسعر الصرف الاسمي معدل بأسعار نسبية مقابلة (معدلات التضخم)، في حين مؤشر سعر الصرف الاسمي الفعلي ما هو إلا متوسط مرجح لأسعار الصرف محسوبة بالنسبة لفترة الأساس.²

$$TCRE = \sum_P \frac{\left(\frac{X_0^p (e^{pr})_t}{X_0^p (e^{pr})_0} \right)}{\left(\frac{(p_t^p / P_t^r)}{(p_0^p / P_0^r)} \right)} \times 100$$

$$TCRE = \sum_P Z_p \left(\frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_0} \right) \times \left(\frac{(p_t^p / P_t^r)}{(p_0^p / P_0^r)} \right) \times 100$$

$$TCRE = \sum_P Z_p IRER_{pr} \times 100$$

حيث: p_0^p و p_t^p : مؤشر أسعار الدولة P في سنتي القياس والأساس على التوالي.

¹- عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

²- محمود حميدات، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

p_0^r و p_t^r : مؤشر الأسعار المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي.

$IRER_{pr}$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي، ويعكس سعر الصرف عملة الشريك التجاري. بالعملة المحلية، مع الأخذ بعين الاعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية.¹

❖ **سعر الصرف الفعلي الاسمي:** هو القيمة الاسمية لسلة محددة من العملات نتيجة لحركة أسعار الصرف مقارنة بسنة الأساس.² أو هو عبارة عن متوسط مرجح لأسعار الصرف الاسمية الثنائية محسوبا بالقياس إلى فترة أساس معينة، ولا يأخذ هذا السعر في الحسبان اتجاهات الأسعار العامة في البلد المعني ازاء نظرائها في بلدان الشركاء التجاريين،³ ويتوقف الاختيار السليم لهذه الأوزان الترجيحية على الهدف المرجو من وراء حساب هذا المؤشر، ولا يمكن تقدير هذه الأوزان إلا من خلال الأساليب الكمية، كما يمكن أن نحسب مؤشر سعر الصرف الفعلي باستخدام الأثقال (الأنصبة) التجارية الثنائية كأوزان ترجيحية (أنصبة الواردات أو الصادرات أو متوسط لهما).⁴ ويمكن احتساب مؤشر لسعر الصرف الاسمي الفعلي كما يلي:⁵

$$NEER = \frac{1}{n(W_i \times R_{it} \times e)}$$

حيث: $NEER$: مؤشر سعر الصرف الاسمي الفعلي،

W_i : وزن ترجيحي لمؤشر سعر الصرف مقابل الشريك التجاري،

R_{it} : مؤشر سعر الصرف مقابل الشريك التجاري،

e : سعر الصرف مقابل الشريك التجاري (عدد وحدات العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من عملة الشريك التجاري)،

n : عدد الشركاء التجاريين.

وهناك تصنيفات أخرى: كسعر الصرف التوازني، سعر الصرف الفعلي للصادرات والواردات، سعر الصرف لتعادل العملات، سعر الصرف الفعلي متعدد الأطراف.

1- عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص: 106.
2- علي توفيق الصادق وآخرون، سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، العدد الثالث، 1997، ص: 36.
3- علي توفيق الصادق، القدرة التنافسية للاقتصاديات العربية في الأسواق العالمية، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 1999، ص: 47.
4- بن حمودة فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص: 38.
5- علي توفيق الصادق، القدرة التنافسية للاقتصاديات العربية في الأسواق العالمية، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

المطلب الثاني: الجوانب النظرية لسعر الفائدة

يلعب سعر الفائدة دوراً محورياً تركز على أساسه عملية الوساطة التي تستهدف تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاستثمار، لذا سنحاول في هذا المطلب التعرف على هذا المتغير المثير للجدل والذي يعتبر من أهم المؤشرات الاقتصادية لما له من تأثير كبير على قرارات الأفراد.

1- تعريف سعر الفائدة:

قد تطور مفهوم أسعار الفائدة ودورها في الاقتصاديات تبعاً لتغير النظم الاقتصادية والظروف العالمية، ويورد الاقتصاديون مفاهيم عدة لسعر الفائدة، حيث يعرفها مارشال: الفائدة هي السعر المدفوع في السوق لاستعمال رأس المال، وعند تساوي الطلب الكلي لرأس المال مع العرض الكلي له، يتحقق سعر الفائدة التوازني. أما كارفر فيري أن الفائدة هي العامل الذي يقود للمنفعة الحدية للامتناع والانتاجية الحدية لرأس المال إلى التساوي (التوازن)، ويعبر عنها والراس بأن سعر الفائدة يستقر في النقطة التي يتساوى فيها الادخار الممثل بعرض رأس المال الجديد مع الطلب عليه.¹ ونجد كينز يعرفها على أنها الثمن الذي يجب دفعه لحث حاملي الأموال للتنازل عن أصول سائلة في صورة نقدية أو الحصول على أصول أخرى تحمل مخاطر أكبر.² كما يعرف سعر الفائدة بأنه السعر الذي يدفعه المقترضون لقاء استخدامهم لفترة زمنية معينة يطلق عليه (سعر الائتمان)، ولأنه يختلف عن أسعار السلع والخدمات بأنه ليس سعراً مطلقاً وإنما هو سعر نسبي بين التكلفة النقدية للقرض والمبلغ المقترض ويعبر عنها عادة بنسبة مئوية لفترة سنة واحدة.³

ومما سبق نستنتج أنها عبارة عن مبلغ يدفع لقاء التضحية والتخلي عن الانفاق في الوقت الحاضر بمخاطر، لقاء ربح في الوقت اللاحق.

2-وظائف سعر الفائدة: ويمكن حصرها فيما يلي:

- أ- ضمان تدفق الأموال من الوحدات الاتفاقية المدخرة إلى الوحدات الاتفاقية العاجزة وهذا ما يشجع على زيادة الادخار الذي استخدم لأغراض استثمارية يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتخفيض معدلات البطالة،
- ب- يحقق سعر الفائدة في الأسواق التي تسودها المنافسة الحرة كفاءة أكبر في استخدام الموارد الاقتصادية من خلال توجيه الأموال في الأسواق المالية نحو المشروعات الاستثمارية التي تعطي أعلى مردود متوقع،

¹ John Maynard Keynes (1936), *Théorie générale de l'emploi de intérêt et de la monnaie*, traduit par Jean-Marie Tremblay, fait avec Macintosh, Chicoutimi, Québec, 2002, p34.

² أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، *النقود والتوازن الاقتصادي*، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص: 127.

³ William A. Allen, David G. Dickinson , *Monetary Policy, Capital Flows and Exchange Rates*: *Essays in Honour of Maxwell Fry* , Routledge , London , 2002 , p 88

- ج- يعتبر سعر الفائدة من المتغيرات الأساسية التي تؤثر على طلب النقود وبذلك يمكن أن يحقق التوازن في سوق النقد بين طلب وعرض النقد،
- د- كذلك يعتبر سعر الفائدة من المتغيرات الرئيسية في التأثير على تدفق الأموال على المستوى الدولي، فإذا ارتفع سعر الفائدة في بلد مقارنة بالبلدان الأخرى فإن ذلك يحفز على تدفق الأموال ويقدر ما هو مسموح به قانوناً من البلدان الأخرى إلى ذلك البلد لسببين هما:
- يشجع ارتفاع سعر الفائدة الوحدات المقربة في البلدان الأخرى لاستثمار أموالهم في البلد الذي يعطي أعلى سعر فائدة.
 - يدفع ارتفاع سعر الفائدة الوحدات المقرضة إلى التفتيش عن مصادر أخرى للإقراض وبسعر أقل من البلدان الأخرى،
 - تستطيع الحكومات من خلال التأثير على سعر الفائدة في السوق أن توجه الاقتصاد الوطني وفق السياسة المرسومة له، فإذا كان الاقتصاد الوطني يعاني من الركود أو الكسل تستطيع الحكومات أن تستخدم أدواتها السياسية للضغط على أسعار الفائدة وتنشيط الإنفاق الاستثماري والإنفاق على السلع الاستهلاكية المعمرة من خلال توفير القروض بأسعار فائدة منخفضة.¹
- 3-أنواع سعر الفائدة وقياسها:**
- يوجد العديد من أسعار الفائدة السائدة والمرتبطة بمختلف الموجودات المالية، ولهذا تصنف إلى عدة تصنيفات مختلفة وهي:

أولاً. التصنيف الزمني لأسعار الفائدة: ويعني الفرق في أسعار الفائدة الخاصة بالسندات ذات آجال الاستحقاق المتنوعة، أي يبين أسعار الفائدة الخاصة بسندات الخزينة ذات (90 يوماً) وسندات الخزينة ذات العام الواحد وذات الـ (30 عاماً) على سبيل المثال.² فنجد:

- أ- **معدل الفائدة القصير الأجل:** وهو ذلك المعدل الذي يسري على الديون قصيرة الأجل مثل القروض قصيرة الأجل وأوراق الديون قصيرة الأجل كالسندات قصيرة الأجل؛
- ب- **معدل الفائدة الطويل الأجل:** ويسري على الديون طويلة الأجل مثل القروض طويلة الأجل وأوراق الدين طويلة الأجل كالسندات طويلة الأجل، وعادة ما تكون معدلات الفائدة طويلة الأجل أعلى من معدلات الفائدة قصيرة الأجل إلا في حالات استثنائية تحدث في الركود الاقتصادي حيث تسود توقعات المستثمرين بانخفاض معدلات الفائدة في المستقبل لذا تصبح معدلات الفائدة قصيرة الأجل أعلى من معدلات طويلة الأجل.³

ثانياً. سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي: ويتمثلان في:

¹- عبد المنعم السيد علي، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، ط: 01، 2004، ص: 300.

²- توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة: السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ، الرياض، 1996، ص: 129.

³- عبد المنعم سيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف في الأسواق المالية، دون دار النشر، الأردن، ط: 01، 2004، ص: 298.

أ- **سعر الفائدة الاسمي (الوهمي/النقدي):** يقيس سعر الفائدة الإسمى الحصيلة النقدية السنوية للمبالغ المستثمرة. ونرى في أيامنا هذه أن هذا السعر يرتفع بسبب التضخم، أي بتعبير آخر، فإن سعر الفائدة على المبلغ النقدي لا يقيس ما يكسبه مقرض المال بشكله الحقيقي (سلع وخدمات) فمن الواضح إننا بحاجة إلى مفهوم آخر للفائدة يقيس العائد للاستثمارات من السلع والخدمات وليس كنقد وهذا المفهوم هو سعر الفائدة الحقيقي.¹ كما يتحدد بالطلب على النقود وعرضها ويعكس بصورة أو بأخرى إنتاجية رأس المال العيني.² فهو عبارة عن نسبة من المبلغ المقترض الذي يوجب دفعه في المستقبل بالإضافة إلى المبلغ الأصلي المقترض ويشار إليه عادة في صورة معدل سنوي.³ كما يعرف كذلك بأنه ذلك السعر الذي يسود في السوق النقدية وفي الظروف الاعتيادية ويحدده البنك المركزي في ضوء تفاعل عرض وطلب السيولة النقدية. ويسمى هذا السعر كذلك بالسعر الخالي من المخاطرة مضافا إليه العلاوة التي تعكس التضخم، ودرجة مخاطرة الورقة المالية، وامكانية تسويق أو التسييل الورقة المالية ويمكن التعبير عنه بالصيغة الرياضية التالية:⁴

$$i = r + \pi^e + drp + lp + mrp$$

حيث: i : معدل الفائدة الاسمي أو المسعر، r : معدل الفائدة الحقيقي الخالي من المخاطرة.

π^e : علاوة التضخم وتساوي متوسط التضخم المتوقع طوال حياة الورقة المالية.

drp : علاوة مخاطر العجز عن السداد.

lp : علاوة السيولة أو امكانية التسويق وتكون منخفضة لأذون الخزانة والشركات الكبيرة القوية.

mrp : علاوة مخاطرة الأجل (الاستحقاق)، حيث تكون السندات طويلة الأجل بما ذلك سندات الخزانة معرضة لمخاطر معنوية لانخفاض الأسعار ويحصل المقرضون على علاوة مخاطرة الاستحقاق لتعكس هذه المخاطرة.

¹-بول سامويلسون، ويليام نورد هاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، مكتبة الأهلية، الأردن، ط 01، 2001، ص: 517.

²-محمد القطان، نحو بديل شرعي لآليات أسعار الفائدة، ندوة حول الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، بدون سنة نشر، ص: 4، 5.

³-جيمس جوار تيني وريجارد ستروب، الاقتصاد الكلي بين الاختيار العام والخاص، ترجمة: عبد الفتاح عبد الرحمن وآخرون، دار المريخ، الرياض، 1988، ص: 468.

⁴-بريجهام أوجين ميشيل أبرهاردت، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العلمي، ترجمة: سرور علي ابراهيم سرور، دار المريخ، الرياض، 2009، ص: 84، 85.

وبما أن أدون الخزانة تتميز بقابليتها الكبيرة للتسييل وخلوها من معظم المخاطر، يمكن صياغة المعادلة السابقة بالصورة التالية للحصول على معادلة سعر الفائدة لهذه الأصول:

$$i = r + \pi^e$$

وبذلك يكون سعر الفائدة الإسمي هو النسبة المئوية التي تدفع على مبلغ الدين أو حسابات التوفير ولمدة زمنية معينة (شهر، ثلاثة أشهر، سنة...).

ب- **سعر الفائدة الحقيقي:** الذي يقيس كمية السلع التي يمكننا الحصول عليها غدا مقارنة بالسلع والخدمات التي تخليها عن شرائها، ويتم الحصول على هذا السعر عن طريق تصحيح سعر الفائدة النقدي وفق معدل التضخم وسعر الفائدة الإسمي.¹

كما يعرف على أنه العائد المتوقع من رأس المال الحقيقي الجديد. أو أنه العائد الحقيقي لرأس المال الإنتاجي، فهو يمثل الربح الذي يأمل رجال الأعمال الحصول عليه من استثماراتهم النقدية، فهو الكفاية الحدية لرأس المال.²

ويمكن القول أن سعر الفائدة الحقيقي يساوي سعر الفائدة الإسمي معدلاً بإزالة التضخم أي³:

$$Inert = IN - IF$$

حيث: *Inert*: سعر الفائدة الحقيقي، *IN*: سعر الفائدة الاسمي، *IF*: معدل التضخم.

وتسمى هذه المعادلة بمعادلة فيشر.

ثالثاً. **سعر الفائدة على السندات:** تحمل أدوات الدين العام تعهداً من المقترض بدفع فائدة معينة بالإضافة إلى رأس المال الأساس إلى المقرض.⁴ لكن يختلف حجم الفائدة من نوع إلى آخر وقد اخترنا بعض هذه الأنواع كمثال على ذلك:

أ. **سندات لا تحمل كوبونا (صفر كوبون):** تستوجب هذه السندات دفع قيمة واحدة في المستقبل هي القيمة الاسمية للسند، ولا تحمل هذه السندات قسائم تستوجب الدفع، إلا أن المستثمر يشتري السند بقيمة أقل من قيمته الاسمية وتتعهد الجهة المصدرة بسداد القيمة الاسمية للسند، وبالتالي فإن الفرق بين القيمة الاسمية التي سيحصل عليها المستثمر عند تاريخ استحقاق السند وبين سعر الشراء يمثل سعر الفائدة على هذا السند، وبحسب سعر السند بالعلاقة الآتية:

¹-بول سامويلسون، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 517.

²- أحمد حسين الرفاعي و خالد واصف الوزني، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ط 02، 1999، ص: 146.

³- عبد السلام الإدريسي، الاقتصاد الكلي، جامعة البصرة، العراق، 1982، ص، ص: 421، 439.

⁴- Hubbard, R.Glenn-O'Brien, Anthony Patrick, Money, Banking, And The Financial System, Pearson, New york, 1stEd, 2012, p : 59.

$$P = \frac{1}{(1+i)^n}$$

حيث: P: سعر السند الحالي، C: السعر الاسمي للسند، i: سعر الفائدة، n: عدد السندات

ب. **سندات تحمل كويونا:** تستوجب هذه السندات دفع قيمة واحدة في المستقبل هي القيمة الاسمية للسند، ولا تحمل هذه السندات قسائم تستوجب الدفع، إلا أن المستثمر يشتري السند بقيمة أقل من قيمته الاسمية وتتعهد الجهة المصدرة بسداد القيمة الاسمية للسند، وبالتالي فإن الفرق بين القيمة الاسمية التي سيحصل عليها المستثمر عند تاريخ استحقاق السند وبين سعر الشراء يمثل سعر الفائدة على هذا السند، وبحسب سعر السند بالعلاقة الآتية:¹

$$P = \frac{C}{(1+i)^n}$$

حيث إن: P: سعر السند الحالي، C: السعر الاسمي للسند
i: سعر الفائدة، n: عدد السندات

وتبين هذه المعادلة العلاقة العكسية بين سعر السند وسعر الفائدة.

رابعاً. **سعر الفائدة البسيطة والمركب:** طبقاً لأسس الحسابات المالية الحصول على مقدار مالي اليوم، يختلف عن الحصول على المقدار نفسه بعد فترة زمنية معينة، فيختار المستثمر بين هذين السعرين:

أ. **سعر الفائدة البسيطة:** وهي أجر مقابل حيازة أو استعمال رأس المال الغير لمدة زمنية معينة وبمعدل معين بشرط أن تكون فائدة كل فترة زمنية مساوية للأخرى، مع بقاء كل من المبلغ والمعدل ثابتين (طبقاً لهذا التعريف لا يقام اعتبار لكيفية استثمار المدين للمبلغ الذي اقترضه) كما يمكن تعريفها على أنها المبلغ المكتسب أو المدفوع مقابل استخدام المبلغ المقترض. ومن مميزات، أنها لا تضاف وتتراكم مع المبلغ المستثمر لتنتج بدورها فائدة.² فهو عبارة عن نسبة مئوية لعائد رأس المال في فترة زمنية معينة، ويتم حساب الفائدة حسب القانون التالي:³

$$F_v = P_v (1 + i)$$

حيث: F_v : القيمة المستقبلية، P_v : القيمة الحالية، i: معدل الفائدة

¹- Cecchetti Stephen G, Money Banking And Financial Markets, McGraw-Hill Irwin, New york, 2005, p82

²-Jean Pierre Daloz, Marsy martin, Stratégies pour la gestion du risque de taux, Economica, Paris, 1995, P: 12.

³-Choudhry Moorad, The Bond and Money Markets, Butterworth-Heinemann, United Kingdom, 2001, P: 17.

وفي حال الاستثمار لمدة أقل من سنة (n يوم) يمكن حساب سعر الفائدة البسيطة وفق المعادلة التالية:

$$F_v = P_v \left(1 + i \frac{n}{365} \right)$$

ب. **سعر الفائدة المركبة:** وهنا يتم احتساب فائدة أخرى على الفوائد المستحقة، بمعنى عدم اعتبار المبلغ الأصلي ثابتاً تحتسب على أساسه الفوائد، بل جعله متغيراً عن طريق زيادة فائدة الوحدة الزمنية على أصل المبلغ، واحتساب الفائدة على كل من الأصل والفوائد معاً. وتعرف إضافة الفائدة إلى الأصل أو رأس مال بداية المدة برسمة الفوائد، وتحتسب كما يلي:

إذا حسبت جملة المبلغ على أساس الفائدة المركبة فإن الأصل لا يظل ثابتاً، بل يجب أن يزيد بمقدار الفائدة المستحقة عن الفترة الأولى وبناء على ذلك فإن:

رأس مال الفترة الثانية = أصل المبلغ في الفترة الأولى + الفوائد المستحقة عنه

$$F_v = P_v (1 + i)$$

وتكون الجملة بفائدة مركبة لمدة استثمار مقدارها فترتين هي:

$$F_v = P_v (1 + i) \cdot (1 + i) = P_v (1 + i)^2$$

لذلك يكون القانون الأساسي للفائدة المركبة كالتالي:

$$P_v (1 + i)^n = \text{جملة المبلغ}$$

وبما أن: **جملة المبلغ** = أصل المبلغ + الفوائد

لذلك فإن: **الفوائد** = جملة المبلغ - أصل المبلغ¹

وتوجد أنواع أخرى لم يتم ذكرها بالتفصيل: كأسعار فائدة البنوك (السوقية): وهي أسعار الفائدة المطبقة من طرف البنوك وتنقسم إلى: الدائنة، المدينة، ومن جهة أخرى نجد سعر الفائدة المطبق بين البنك المركزي والمصارف التجارية: والممثلة في: أسعار الفائدة الرئيسية (سعر الخصم)، سعر الفائدة بين المصارف، كما توجد أسعار الفائدة المتغيرة وأسعار الفائدة القابلة لإعادة النظر فيها: وهذه الأخيرة تتغير أسعارها تبعاً لمؤشرات مرجعية، ثم نجد أشهرها وهي سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الثابت، كذلك بسبب تعدد واختلاف الأوقات التي يدفع بها المبلغ الأصلي والفائدة المستحقة عليه فلا بد من التمييز بين سعر الفائدة المعلن (الصافي) وسعر الفائدة الفعلي (التعاقدية)، كذلك تقسم أسعار الفائدة المتعلقة بالتكاليف إلى سعر الفائدة الخفي وسعر الفائدة الأساسي والشامل.

¹-نور الدين أبو الرب، وآخرون، مدخل إلى علم التمويل، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2002، ص: 37، 38.

4- أهمية سعر الفائدة في عمل الأسواق المالية:

يرتبط التعامل بالأسواق المالية بسعر الفائدة بدرجة وثيقة جداً، بشكل مباشر نظراً لارتباطه بمعظم متغيراته، إن لم نقل بجميع أدوات التعامل في الأسواق المالية وبالتالي فأهمية سعر الفائدة تكمن في :

- أ- الفائدة هي ثمن رأس المال، أو المقابل لاستخدامه،
- ب- وهي تمثل أيضاً ثمن مبادلة قيمة آنية بقيمة آجلة،
- ت- وهي ثمن أو مقابل الاقتراض، أي هي تمثل تكلفة الاقتراض من جانب، وعائد من الجانب الآخر،
- ث- إن المستثمر في الغالب عند توجهه للاستثمار يقارن بين سعر الفائدة الذي يمكنه الحصول عليها من أمواله بشكل وديعة مصرفية وبين عائد استخدام هذه الأموال بالاستثمار في شراء الأوراق المالية والأدوات المالية التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أعلى من سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بالاستثمار فيها، أما إذا كان أقل من سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بعدم الاستثمار، والتوجه نحو إيداع هذه الأموال والحصول على الفائدة مقابل إيداع أمواله لدى المصارف، وهكذا فإن سعر الفائدة في علاقته بمعدل العائد المتوقع تحققه نتيجة الاستثمار في الأسواق المالية، وبالتالي فإنه العامل الأكثر أهمية في تحديد هذا الاستثمار¹.
- ج- إن سعر الفائدة لديه أثر كبير على سوق الأوراق المالية حيث تحددت فيه أسعار الفائدة على المستوى القومي والدولي وأن أسعار السندات تتغير بتغير سعر الفائدة حيث أن عدد السندات المطلوبة يرتفع سعر الفائدة بينما ينخفض سعر السندات المعروضة.
- ح- أما بالنسبة للمقترضين من أفراد ومنظمات أعمال فهم عادة يرغبون في تأجيل انفاق الدخل الجاري عن شراء سلع وخدمات أو تحويل حيازتهم النقدية إلى سندات، هذا يعني طلبات المقترضين تتأثر بسعر الفائدة من جهة وبمستوى الدخل من جهة وبمستوى الدخل من جهة أخرى حيث أن ارتفاع سعر الفائدة يعتبر بمثابة حافز للمقترضين لاستخدام الدخل لشراء سندات².

المبحث الثالث: المؤشرات الاقتصادية الخارجية

إن الانفتاح الكبير الموجود بين الدول حالياً تحت غطاء ما يسمى بالعملة الاقتصادية يجبر هذه الأخيرة على التعامل بصفة دائمة مع مختلف دول العالم، الأمر الذي يؤدي إلى دخول وخروج السلع من وإلى داخل الوطن، هذا الذي يؤثر على المؤشرات الاقتصادية الخارجية والتي تشمل كافة مؤشرات التجارة الخارجية بما فيها مؤشرات هيكل واتجاهات التجارة الخارجية، ومؤشرات ميزان المدفوعات والاستثمار الأجنبي المباشر.

¹- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، اربد: عالم الكتاب الحديث، عمان، الأردن، ط: 01، 2003، ص: 168، 169.

²- جميل سالم الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ط: 01، 1999، ص: 179، 189.

المطلب الأول: ماهية الاستثمار الأجنبي المباشر

يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر أهم مصادر التمويل الخارجي للتنمية في الدول المضيفة له، حيث احتل المرتبة الأولى ضمن مكونات هذا التمويل خلال السنوات الماضية، كما يمكن اعتباره مؤشرا على انفتاح الاقتصاد ومظهرها للعولمة من خلال أهم مجسد له، وهي الشركات المتعددة الجنسية).¹

1- تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر:

إذ يعرف صندوق النقد الدولي الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه: " مجموعة العمليات المختلفة الموجهة للتأثير في السوق وتسيير المؤسسة المتوطنة في دولة مخالفة لدولة المؤسسة الأم"²، وتنص الطبعة الخامسة من دليل ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي على أن امتلاك المستثمر الأجنبي المباشر لـ10% أو أكثر من الأسهم العادية أو القوة التصويتية (في حالة الشركات المساهمة) أو ما يعادل ذلك (في حالة الشركات غير المساهمة) دليل على وجود الاستثمار المباشر.³ ويمكن أن يعرف على أنه الاستثمار الذي يتبع بالمراقبة لمؤسسة ويأخذ شكل تأسيس مؤسسة من طرف المستثمر وحده أو من طرف شركة متعادلة الحصص أو إعادة شراء كليا أو جزئيا لمؤسسة في الدولة المضيفة.⁴

كما يعرف أيضا على أنه الاستثمار الذي يتضمن علاقة طويلة الأجل ويعكس مصلحة دائمة وسيطرة لهيئة مقيمة في أحد الاقتصادات في مشروع مقيم في اقتصاد آخر.⁵

وتفرق الأدبيات عموما بين نوعين من الاستثمار الأجنبي وهما: استثمار أجنبي مباشر واستثمار أجنبي غير مباشر والذي يعرف كذلك بالاستثمار المحفظي. ويكمن معيار التمييز بين ما هو مباشر وما هو غير مباشر من الاستثمار في مسألة التحكم الفعلي في الشركة، وعليه فإذا كان الشخص المستثمر له حق التحكم في الشركة فهو مستثمرا مباشرا، أما إذا لم يكن فهو غير مباشر. ويتحدد حق التحكم بمقدار المساهمة في رأسمال الشركة، وهذا المقدار يتغير وفق القوانين المختلفة للدول، فقد يتمثل في أغلبية رأس المال، وقد يتمثل في القدر الأكبر من المساهمة في رأسمال.⁶

ومن أمثلة الاستثمار الأجنبي المباشر نجد: الشركات متعددة الجنسيات، الاستثمار المشترك، الفروع، مشروعات أو عمليات التجميع، مؤسسة الاستثمار المباشر.

1- لوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2009، ص: 38.

2- **Ibrahim ngouhou**, *Les investissements directs étrangers en Afrique centrale: attractivité et effets économiques*, thèse de doctorat non publiée, faculté de sciences économiques et de gestion, université du sud Toulon-var, France, 26 mars 2008, p 14.

3- طارق نوير، تقييم جودة إحصاءات الاستثمار الأجنبي المباشر، مؤتمر الاستثمار والتمويل: الاستثمار الأجنبي المباشر FDI، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006، ص: 3.

4- زغيب شهرزاد، الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر؛ واقع وآفاق، مجلة العلوم الإنسانية- جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، فيفري 2005، ص: 04.

5- محمد صالح القرشي، المالية الدولية، مؤسسة الوراق لنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 155.

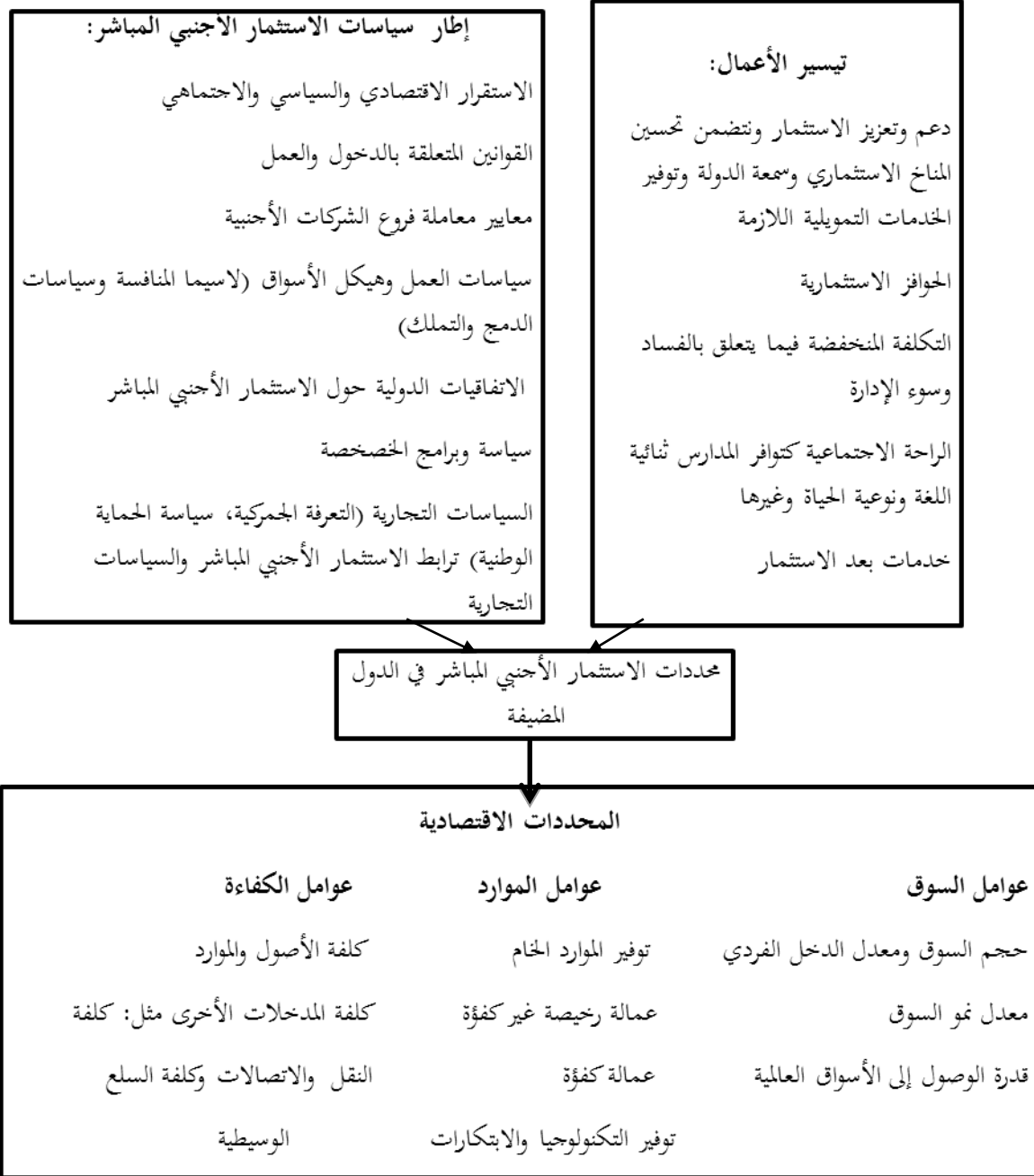
6- قادري عبد العزيز، الاستثمارات الدولية: التحكيم التجاري الدولي ضمان الاستثمارات، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ط 02، 2006، ص: 26.

1- محددات الاستثمار الأجنبي المباشر:

هنالك ثلاث عوامل رئيسية تعتمد عليها الشركات المتعددة الجنسيات والعابرة للحدود للمفاضلة بين الدول المضيفة للاستثمار وهي: سياسات الدولة المضيفة، الإجراءات المسبقة التي قامت هذه الدول بتطبيقها لتشجيع وتسهيل الاستثمارات، والمواصفات الاقتصادية للدول المضيفة. ويمكن تفصيل محددات الدولة المضيفة للاستثمار ضمن ثلاثة عناوين رئيسية وهي: إطار سياسات الاستثمار الأجنبي المباشر، المحددات الاقتصادية، وتيسير الأعمال¹.

شكل رقم (2-1): محددات الاستثمار الأجنبي المباشر

¹-حسان خضر، الاستثمار الأجنبي المباشر-تعريف وقضايا-، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد: 32، 2004، ص: 7، 8.



المصدر: حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

2- مصادر الاستثمار الأجنبي المباشر:

يمكن التمييز بين ثلاثة مصادر مختلفة لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وهي:

أولاً. رأس المال السهمي: وهو مبلغ التمويل الذي يقدمه المستثمر الأجنبي المباشر لشراء حصة من مشروع في بلد آخر غير بلده الأصلي. ويعرف على أنه ذلك الاستثمار الذي يوظف ويحقق الحد الأدنى من العوائد في مؤسسات وشركات تعمل في دول أجنبية سواء كانت تلك

الاستثمارات قد وظفت في مشاريع جديدة أو موجودة فعلا وبنسبة الملكية التي يسمح بها القانون المعمول به في تلك الدولة.

ثانيا. الأرباح المعاد استثمارها: وتمثل حصة المستثمر الأجنبي من الأرباح غير الموزعة من الشركات المنتسبة كأرباح الأسهم، والتي يفترض إعادة استثمارها في البلد المضيف. وتعد الأرباح المحتجزة ذات أهمية بالغة ضمن قياسات الاستثمار الأجنبي وتدفعاته. إن إحدى أهم المشاكل التي تعترض الاستثمار الأجنبي المباشر هو كيفية التمييز بين العوائد المحتجزة لأغراض استثمارها في رأس مال ثابت أو إعادة استثمارها في موجودات مالية.

ثالثا. القروض بين الشركة الأم وفروعها: وتتضمن معاملات الدين داخل الشركة، من عمليات اقتراض وإقراض الأموال (سندات الدين، والائتمان التجاري... إلخ) من الفروع والشركة الأم.¹

3- الآثار الايجابية والسلبية للاستثمار الأجنبي المباشر:

تمثل الاستثمارات الأجنبية لبعض الدول وسيلة لتحقيق التنمية الاقتصادية بينما يعتبرها البعض الآخر شكلا من الهيمنة والاستغلال والتخلف. يوضح الجدول الموالي أهم الآثار الايجابية والسلبية للاستثمار الأجنبي المباشر:

الجدول (2-1): الآثار الايجابية والسلبية للاستثمار الأجنبي المباشر

مزايا الاستثمارات الأجنبية	مساوئ الاستثمارات الأجنبية
- المساهمة في إعادة الهيكلة (وخلق فرص عمل).	- المساس بقواعد المنافسة بسبب احتكار الشركات الأجنبية لبعض القطاعات الاقتصادية على حساب الشركات المحلية.
- نقل التكنولوجيا.	- عدم الأخذ بعين الاعتبار الأهداف التنموية للدولة المستقبلية لرؤوس الأموال الأجنبية.
- تحقيق التطور والتنمية في بعض القطاعات الاقتصادية أو انجاز مشاريع ذات أهمية للاقتصاد الوطني.	- عدم ملائمة بعض المنتجات مع الحاجيات الاستهلاكية المحلية.
- توازن ميزان المدفوعات (أو تخفيف الأعباء عليه).	- التأثير سلبا على ميزان المدفوعات خاصة عند الحصول على فوائد مبالغ فيها وتحويل هذه الفوائد الى الخارج.
- الاندماج في الاقتصاد العالمي (تدفق العملات الأجنبية).	- مراقبة بعض القطاعات الاستراتيجية بالنسبة لاقتصاديات البلدان النامية مثل قطاع المحروقات.
	- تحويل القدر الأكبر من الأرباح وفوائد الاستثمار الى دولة المستثمر.
	- انخفاض نسبة الأرباح والفوائد التي يستفيد منها الوطنيون.
	- الشركات الأجنبية تفرض ثقافة عالمية وقيم غربية على حساب العادات والتقاليد المحلية.

المصدر: عيبوط محند وعلي، الاستثمارات الأجنبية في القانون الجزائري، دار هومة، الجزائر، 2013، ص: 162.

4- أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر:

إن أهمية الاستثمار الأجنبي في تزايد مستمر نظرا للمنافع التي يقدمها، والتي يمكن إيجاز بعضها فيما يلي:

¹- مريميت عديلة، عمر عبده سامية، واقع واتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية والدول العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد الثالث والأربعون، 2015، ص: 245، 246.

- أ- زيادة الرأسمال الاجتماعي في الدول النامية (زيادة مصدر من مصادر التمويل)،
- ب- توفير بعض عناصر الإنتاج التي قد تكون غير متوفرة في الدول النامية مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الإنتاج،
- ت- توسيع نطاق السوق المحلي وفتح أسواق عالمية جديدة أمام المنتجات المحلية من خلال استقدام المستثمر الأجنبي لخيارات اعلامية وتسويقية وقنوات اتصال مسبقة بالأسواق العالمية (نقل التكنولوجيا)،
- ث- ظهور أثر المحاكاة بين المنتجات المحليين حيث يستخدمون الطرق الفنية الحديثة وأساليب الانتاج المتطورة والسياسات الادارية والمالية والتسويقية،
- ج- يؤدي تطور المشاريع الأجنبية إلى قيام العديد من الصناعات المساعدة (المحلية) التي تمد المشروع الأجنبي باحتياجاته أو الصيانة والإصلاح،
- ح- تؤدي الاستثمارات الأجنبية إلى تحقيق وفورات اقتصادية للعمال كارتفاع أجورهم الحقيقية وزيادة قدراتهم الإنتاجية وهذا بتدريب القوي العاملة على الأساليب الفنية المتطورة ووسائل رفع الكفاءة الإنتاجية (أي تطوير التنمية البشرية)،
- خ- استقدام الاستثمارات الأجنبية إلى الدول المضيفة يعد علاجاً لعدة ظواهر غير الصحية "هجرة الأدمغة، ورؤوس الأموال"، وهذا بإبقاء هذه العوامل للعمل مع المستثمر الأجنبي في الداخل بدلاً من أن تسعى إليه في الخارج،¹
- د- يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر كوسيلة ل "إتاحة الفرصة البديلة لتحقيق درجة أكبر من التحكم والسيطرة على تسويق المنتج"،
- ذ- بالنسبة للدول التي تعاني عجزاً في موازين مدفوعاتها، الاستثمار الأجنبي المباشر يعتبر مصدراً من مصادر معالجة هذا الخلل من خلال العملة الصعبة التي يوفرها.²
- ر- لعب الاستثمار الأجنبي المباشر دوراً حيوياً في دعم وتنمية الاستثمار الخاص المحلي، وبالتالي خلق طبقة استثمارية وطنية تنافسية، من خلال إنشاء مشروعات جديدة، ومساعدتها بتوزيع منتجاتها عن طريق اختراق الأسواق الدولية،³
- ز- للاستثمارات الأجنبية الفضل في إيقاف عملية استنزاف الخبرات الوطنية التي تشكو منها البلاد النامية بما توفره من فرص وظروف عمل،⁴
- س- نظراً لأنه من الضروري القيام بقدر من الاستثمار وذلك للحفاظ على نمو اقتصادي بعيد المدى. فالاستثمار الأجنبي المباشر يساعد الاقتصاد على التأقلم مع الصدمات الاقتصادية الخارجية إذا ما أحسن إدارته.¹

1- عبد المجيد أونيس، الاستثمار الأجنبي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - واقع وأفاق-، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال أفريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف - الجزائر، يومي 17-18 أبريل 2006، ص: 253.

2- محي الدين يعقوب أبو الهول، تقييم إهمال البنوك الاستثمارية، دار النفائس، عمان، ط1، 2011، ص: 75.

3- حسن أحمد الخضيري، أمن الاستثمار، أيتراك للنشر، القاهرة، 2009، ص: 66.

4- هيل عجمي جميل، الاستثمار الأجنبي المباشر الخاص في الدول النامية، الحجم والاتجاه والمستقبل، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، 1999، ص: 08.

المطلب الثاني: مفاهيم حول التجارة الخارجية

تعد التجارة الخارجية من أهم القطاعات الحيوية في أي اقتصاد حيث يعتبر هذا القطاع المؤشر الجوهري على القدرة الإنتاجية والتنافسية للدولة. فالتجارة الخارجية تربط الدول والمجتمعات مع بعضها البعض وتساعد في توسيع القدرة التسويقية عن طريق فتح أسواق جديدة أمام منتجات الدولة. لذا للتجارة الخارجية طبيعة خاصة بها، تختلف عن طبيعة التجارة الداخلية في الدولة الواحدة².

1- تعريف التجارة الخارجية: هي أحد فروع علم الاقتصاد التي تختص بدراسة المعاملات الاقتصادية الدولية، ممثلة في حركات السلع والخدمات ورؤوس الأموال بين الدول المختلفة فضلا عن سياسات التجارة التي تطبقها دول العالم للتأثير في حركات السلع والخدمات ورؤوس الأموال بين الدول المختلفة³.

تعرف التجارة الخارجية على أنها: عملية التبادل التجاري التي تتم بين الدولة ودول العالم الأخرى، وتشتمل عملية التبادل هذه السلع المادية، الخدمات، النقود، والأيدي العاملة⁴.

وهنا وجب علينا تحديد معنى كل من التجارة الدولية والخارجية لفض الالتباس الواقع بينهما، فقد شاع استخدام هذين المصطلحين كمترادفين مع ذلك يوجد فرق بينهما فاصطلاح التجارة الخارجية يشير إلى نظرة جزئية للعلاقات الاقتصادية بين دولة معينة ودول أخرى تتعامل معها تجارياً، بينما مصطلح التجارة الدولية يشير إلى نظرة شاملة إلى مجمل العلاقات التي تنمو بين دول العالم مجتمعة إذ أنها صورة من صور العلاقات مع العالم⁵.

2- هيكل (مكونات) التجارة الخارجية:

من خلال التعاريف السابقة يتضح لدينا أن الصادرات والواردات هما أساس التبادل التجاري بشكل عام ويظهر ذلك من خلال ما تصدره الدول لتوسيع سوقها الخارج وما تستورده لتحقيق الاكتفاء فيما تحتاجه وبالتالي تقوم التجارة الخارجية على أساسين هما:

أولاً. الاستيراد: تمثل الواردات السلع والخدمات المنتجة في العالم الخارجي والمستهلكة داخل البلد. وبما أن زيادة الواردات سوف تؤدي إلى تخفيض الطلب على البضائع والخدمات المحلية لذا فإنها تطرح من قيمة إجمالي الناتج الوطني⁶.

1- محمد عثمان مختار، الاستثمار الأجنبي المباشر ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية في السودان خلال الفترة من عام 2001/2000، أماراباك، مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، سلطنة عمان، المجلد الرابع، العدد 11، 2013، ص: 19.

2- مجلة إضاءات، التجارة الخارجية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية دولة الكويت - يوليو 2016 السلسلة الثامنة- العدد 12، ص: 01.

3- محمد احمد السبتي، التجارة الخارجية، مؤسسة الرؤية للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، ط: 01، 2008، ص: 08.

4- نداء محمد الصوص، التجارة الخارجية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 9.

5- عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التبادل التجاري، دار الحامد للطباعة والنشر، عمان، ط: 01، 2010، ص: 10.

6- عمر صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط: 05، 2005، ص: 131.

ثانياً. التصدير: وهو يعتبر ضرورة لتحقيق إيرادات بالنسبة لكل دولة تنتج سلع وخدمات، والمنظور الاقتصادي للتصدير هو عبارة عن تدفق السلع المنتجة محلياً وتصرف الفائض منها إلى الخارج للحصول على العملة الصعبة، والزيادة في الدخل. وبالتالي إضافة قوة جديدة للإنفاق الكلي، حيث بزيادة الصادرات يحصل المصدرين على الدخل الإضافي الذي يدفعهم إلى الزيادة في إنفاقهم.¹

3- مؤشرات التجارة الخارجية:

لتحليل تيارات المبادلات التجارية تستخدم عدد من المؤشرات والمقاييس التي تفيد في الوقوف على الواقع الحالي للهيكل الإنتاجي ومستوى التطور الاقتصادي، وتفيد أيضاً في إلقاء الضوء على المواقف والقرارات السياسية للدول في كيفية مواجهة مشاكلها الاقتصادية، ومن أهم المؤشرات التي تستخدم في تحليل التجارة الدولية:

أولاً. معامل التجارة الخارجية: ويطلق عليه أيضاً بدرجة انفتاح الاقتصاد الوطني على الخارج ويمكن من خلالها قياس مدى حساسية الاقتصاد الوطني للمؤثرات الخارجية. ويسمى هذا المؤشر بمعامل التجارة الخارجية E وهو عبارة عن نصف مجموع الصادرات والواردات من السلع كنسبة من الناتج الداخلي الخام ويحسب كما يلي:

$$E = \frac{(X+M)/2}{PIB} * 100$$

حيث: M : الواردات، X : الصادرات، PIB : الناتج المحلي الخام
إلا أن هذه النسبة لا تعكس في حد ذاتها درجة التطور أو التخلف الاقتصادي لدولة ما، إذ يمكن لدولة متخلفة وأخرى متطورة أن تكون لهما نفس النسبة وعموما نجد هذه النسبة كبيرة جدا في الدول النامية التي قد تلجأ إلى الاقتراض لتمويل وارداتها،² كما يشير ارتفاع هذه النسبة إلى عمق اعتماد الاقتصاد على الأسواق الخارجية والتبعية للخارج ومدى حساسية الاقتصاد المحلي للمتغيرات الخارجية كالأسعار العالمية والسياسات المالية والاقتصادية والتجارية للشركاء التجاريين والاتفاقيات والتكتلات الاقتصادية والأحداث السياسية العالمية.³

ثانياً. متوسط ميل الاستيراد (مؤشر القدرة الاستيرادية): ويستعمل لقياس مدى اعتماد البلد على الاستيراد من العالم الخارجي، كما تدل هذه النسبة على مدى مساهمة الإنتاج العالمي في تكملة الإنتاج الوطني.

$$M/PIB = \text{متوسط ميل الاستيراد}$$

¹-رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة وفقا لاتفاقية الجات في مجال الخدمات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، ط: 01 ، 2008، ص: 25.

²-Michel Zerbato, Macroéconomie élémentaire, Armand colin, France, 1996, P : 84.

³-Balass B, The theory of economic integration, Geoge Allen, Unun LTD, London, 1962, P: 75.

إلا أن هذا المؤشر لا يعكس أهمية أو خطر التجارة الخارجية لأن زيادة الاستيراد يمكن أن تؤدي إلى زيادة كبيرة في الدخل بمعدل أسرع مما يحدث في اقتصاد مغلق وهذا يرجع إلى طبيعة هذه الواردات.¹ ويستعمل بشكل كبير من طرف البلدان النامية.

ثالثاً. **مؤشر القدرة على التصدير:** وهو عبارة عن نصيب الصادرات من الناتج المحلي الإجمالي ويعطى بالعلاقة التالية:

$$X/PIB = \text{مؤشر القدرة على التصدير}$$

حيث أنه كما ارتفعت هذه النسبة فإن ذلك يدل على أن البلد يتوفر على قدرة أكبر على التصدير والعكس صحيح.² وهناك عدة مؤشرات أخرى لم يتم ذكرها بالتفصيل مثل: نصيب الفرد من التجارة الخارجية، معدلات التبادل.

المطلب الثالث: مفاهيم حول ميزان المدفوعات

العلاقات الاقتصادية الدولية هي علاقات تبادل بين الدول، وهذه العلاقات يترتب عليها قيام مبالغ على دول لمصلحة دول أخرى، فهي تنشأ حقوقاً وديوناً دولية، فتصدير سلعة من دولة إلى أخرى ينشئ حقاً يقابله دين، هذا الحق أو الدين مقوم بالنقود، ومستحق الدفع في تاريخ محدد، ولذلك يهتم كل دولة سواء كانت دائنة أو مدينة أن تعرف حقوقها وديونها. ولهذا تعني كل دولة بإعداد بين جميع حقوقها وبيان جميع ديونها الناشئة عن علاقتها الاقتصادية الدولية حتى تحدد مركزها من بيان التبادل الدولي. هذا البيان المزدوج هو الذي يطلق عليه اسم ميزان المدفوعات.³

1-تعريف ميزان المدفوعات:

لميزان المدفوعات العديد من التعاريف أبرزها: هو ذلك السجل الذي يتضمن كل المعاملات الاقتصادية، المالية والدولية التي تتم بين المقيمين في دولة والمقيمين في دول العالم.⁴

يعرف أيضاً الميزان المدفوعات هو ذلك السجل المحاسبي أو الإحصائي موثق رسمياً يعتمد قيماً مزدوجاً لخالصة المقبوضات والمدفوعات تترتب عنهما حقوق دائنة والتزامات مديونية للمقيمين من الأشخاص الطبيعيين والقانونية في دولة ما مع الخارج نتيجة للمبادلات الاقتصادية والتحويلات الخارجية سواء كانت من طرف واحد أو من طرفين خلال فترة زمنية معينة.⁵

¹- عادل أحمد حشيش، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، ط: 01، 1998، ص: 109.

²- سيروان عارب، صادق سيان، الانعكاسات الجغرافية السياسية لمشكلة التبعية الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2011، ص: 49.

³- عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، أساسيات الاقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص: 159.

⁴- محمد عبد الله، موسى إبراهيم، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المنهل، لبنان، ط: 01، 1988، ص: 85.

⁵- موسى سعيد مطر، ياسر المومني، شقري نوري موسى، المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص: 15.

يعرف ميزان المدفوعات بأنه كشف لجميع المعاملات الاقتصادية التي تتم بين الدولة والدول الأخرى خلال فترة زمنية معينة غالباً ما تكون سنة تنقسم المعاملات إلى قسمين: معاملات تؤدي إلى زيادة في التدفقات الداخلة وتسجل في الجانب الدائن، وأخرى ناتجة عن تدفقات خارجة وتسجل في الجانب المدين من الميزان.¹

كما يعتبر ميزان المدفوعات من العناصر الأساسية التي توضح نظرية التبادل التجاري الخطي حيث يبين ميزان المدفوعات جميع المعاملات الاقتصادية مع الخارج التي تتم خلال فترة زمنية (سنة) بين الدولة والخارج، وينشأ عنها التزامات أو حقوق.²

2- عناصر (مكونات) ميزان المدفوعات:

تكمن أهميته ميزان المدفوعات في العناصر المكونة له، بحيث يمكن تقسيم ميزان المدفوعات إلى حسابات أو موازين فرعية، تضم كل منها مجموعة من المعاملات الاقتصادية والمالية المتماثلة من حيث الطبيعة، وقد تكون هذه الحسابات في حالة عجز أو فائض، وتأتي في ميزان المدفوعات على النحو التالي: حساب العمليات الجارية أو الحساب الجاري، حساب العمليات الرأسمالية أو حساب رأس المال، حساب التسوية لميزان المدفوعات؛ أي صافي الاحتياطات الرسمية. وسوف نتطرق لكل حساب من هذه الحسابات وفق ما يلي:

أولاً. حساب العمليات الجارية أو الحساب الجاري: ويطلق عليه أيضاً حساب الدخل، كما يمثل هذا الحساب أهم الحسابات في ميزان المدفوعات فهو يعكس أهم العلاقات الاقتصادية الدولية، ويعتبر الميزان التجاري المكون الرئيسي لهذا الحساب، ويتضمن الحساب الجاري كافة المعاملات الاقتصادية الدولية والتدفقات المتعلقة بالدخل المستلم أو عمليات التسديد خلال المدة الجارية (السنة عادة).³

- **الميزان التجاري:** وينقسم الميزان التجاري إلى:

أ- **ميزان التجارة المنظورة:** ويشتمل على التجارة السلعية (المنظورة) سواء كانت صادرات أو واردات، ويعتبر من أهم بنود ميزان المدفوعات، إذ الخلل في هذا الميزان ينعكس مباشرة على حالة الاقتصاد الوطني؛

ب- **ميزان التجارة غير المنظورة (الخدمات):** يشمل كافة الخدمات التي تتم بين المقيمين وغير المقيمين في الدولة، ومن أمثلة ذلك التأمين، العالج، السياحة، النقل والشحن الدولي، التعليم... الخ؛

ت- **حساب التحويلات من جانب واحد:** يشمل جميع المعاملات الاقتصادية التي تتم من طرف واحد (أي بدون مقابل) كالمساعدات الإنسانية والهدايا والتي يطلق عليها بالتحويلات العامة (أو الرسمية)،

¹-تماضر جابر البشير الحسن، قياس أثر تقلبات سعر الصرف على ميزان المدفوعات "دراسة تطبيقية على اقتصاد السودان للفترة (2013-1970)، مجلة العلوم الاقتصادية، السودان، المجلد 16، العدد 02، 2015، ص: 64.

²-خالد توفيق الشمري، طاهر فاضل البياني، مدخل إلى علم الاقتصاد، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2009، ص: 458.

³-عدنان تايه النعيمي، إدارة العمليات الأجنبية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط: 01، 2012، ص: 60.

أما التعويضات (كالتعويضات من أجل إنهاء العقد، ضرائب ورسوم... الخ) وتحويلت المهاجرين إلى عائلاتهم يطلق عليها التحويلات الخاصة حسب صندوق النقد الدولي.

ثانياً. حساب العمليات الرأسمالية : وينقسم إلى قسمين:

أ- **حساب تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل:** تدرج فيه جميع التغيرات التي تطرأ على الأصول التي تملكها الدولة والخصوم التي تلتزم بها مقابل الخارج، وتكون هذه الأصول والخصوم مستحقة السداد في أجل يفوق السنة، أو يكون موعد استحقاقها غير محدد،¹ ويشمل هذا الحساب القروض طويلة الأجل والاستثمارات المباشرة أو شراء الأوراق المالية (أسهم وسندات) أو بيعها من وإلى الخارج أو استثمارات أخرى (كالعلامات التجارية، براءات الاختراع...).

ب- **حساب التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل:** ويطلق عليها أيضاً بالحساب النقدي، لأنه يضم كل ما هو نقود أو أصول أخرى قريبة من النقود، لما تتمتع به من درجة سيولة كبيرة، وسهولة انتقالها بين الدول، وهو يمثل كل التغيرات التي تطرأ على الأصول التي تملكها الدولة باتجاه الدول الأجنبية والخصوم التي تلتزم بها قبل هذه الدول² ويشمل هذا الحساب الودائع المصرفية والأوراق المالية قصيرة الأجل والكمبيالات وتتميز هذه الاستثمارات عادة بسيولتها وسهولة انتقالها بين الدول.

ثالثاً. حساب عمليات التسوية: ويتضمن ما يلي:

أ- **فقرة (صافي) السهو والخطأ:** يبني ميزان المدفوعات على أساس القيد المزدوج، الذي يكون فيه لكل عملية تتم مع الخارج قيذان أحدهما دائن والآخر مدين، وبالتالي يجب أن يكون متوازنا دائماً، أي أن المجموع الكلي للبنود المدينة البد وأن يتساوى بالضبط مع المجموع الكلي للبنود الدائنة، وفي الواقع يكاد يكون من المستحيل بالنسبة لمحاسبي ميزان المدفوعات أن يحصلوا على بيانات كاملة عن جانبي كل عملية تتم مع الخارج مثل تقارير الجمارك عن قيمة الصادرات والواردات، وتقارير البنوك عن التغيرات في أرصدة غير المقيمين، ولذلك عملياً فتقدير ميزان المدفوعات على أساس القيد المفرد، الأمر الذي يدع مجالاً لعدم التوازن، لذا فإن بند (السهو والخطأ) يوازن هذا الاختلال لتحقيق التوازن المحاسبي.³

ب- **حساب صافي الاحتياطات الرسمية:** ويطلق عليه بالميزان الكلي، هو القسم الأخير من ميزان المدفوعات، ويعبر عن صافي التغيرات التي تحدث في الاحتياطات الدولية خلال فترة الميزان⁴ وتتكون هذه الاحتياطات الدولية من: الذهب النقدي، الودائع والأرصدة من العملات الأجنبية، الأصول قصيرة الأجل مثل: أذونات الخزينة والأوراق التجارية الأجنبية، موارد السلطات النقدية لدى صندوق النقد الدولي، ومن بينها سنشرح:

¹- صندوق النقد العربي، تقرير حول موازين المدفوعات والدين العام الخارجي للدول العربية للفترة 1991-2001، أبو ظبي، عدد 16، 2002، ص: 5.

²- زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2008، ص: 96.

³- عادل المهدي، العلاقات النقدية الدولية، جهاز نشر وتوزيع الكتب الجامعية، مصر، 2003، ص: 29-42.

⁴- محمد سيد عابد، التجارة الدولية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001، ص: 294.

❖ صافي الاحتياطات الدولية من الذهب النقدي والأصول السائلة: إذ يسجل في هذا القسم من ميزان المدفوعات صافي التغيرات في الاحتياطات الدولية السائلة في أي سنة من السنوات وكذا هو يعكس حركة الذهب (بوصفه نقدا وليس سلعة) والنقد الأجنبي بين القطر والعالم الخارجي¹، وهذا بغرض إجراء التسوية الحسابية لصافي العجز أو الفائض في الميزان، ففي حالة عجز ميزان المدفوعات (الجانب المدين أكبر من الجانب الدائن) يحتاج إلى تسوية ويتم ذلك من خلال السحب من الاحتياطات الدولية فيتحقق بالتالي التوازن الحسابي لميزان المدفوعات².

4- المؤشرات الاقتصادية لميزان المدفوعات: يمكن معرفة الوضعية الاقتصادية لبلد ما عن طريق ميزان مدفوعاته، وهذا بفضل مؤشراتته الاقتصادية المستخرجة والتي تستنتج من أرصدة الموازين الفرعية التي رأيناها سابقا.

أولا. الميزان التجاري ومعدل التغطية:

أ- رصيد (قيمة) الميزان التجاري: والذي يمثل الفرق بين الصادرات والواردات، ويحسب بالطريقة التالية:

$$NT = X - M$$

وهو المؤشر الأكثر شهرة، والمفضل لأن مؤشرات التجارة الصافية متحيزة عبر الزمن والبلدان والقطاعات ويمكن أن نستخلص منه بعض الموازين الفرعية، بحسب طبيعة التدفقات، إذا ما كانت سلعا مادية أو خدمات، فنجد ميزان التجارة المنظورة وميزان التجارة غير المنظورة.

ب- معدل التغطية (TC): وهو عبارة عن نسبة الصادرات (X) إلى الواردات (M) من السلع، ويحسب بالطريقة التالية:

$$TC = (X/M) \times 100$$

هذا المعدل يبين مدى قدرة الإيرادات الآتية من الصادرات على تغطية المدفوعات الناتجة عن الواردات، فإذا كان هذا المعدل اصغر من مئة فهذا يعني أن قيمة الصادرات لا تغطي قيمة الواردات ولذا يجب على البلد البحث عن موارد أخرى لتمويل وارداته.

ت- الميزان التجاري للسلع والخدمات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: وهو عبارة عن نسبة الفرق الموجود بين الصادرات والواردات على PIB، ويحسب بالطريقة التالية:

$$TB,PIB = (X-M)/PIB \times 100$$

¹-زينب حسين عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

²-عادل المهدي، مرجع سبق ذكره، ص: 29-42.

الميزان التجاري كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي عبارة عن مؤشر يسمح بتسليط الضوء على البلدان التي سجلت فائضا / عجزا في الفترة المرجعية. فكلما كان هذا المعدل كبيرا وموجبا دل ذلك على أن للبلاد قدرات كبيرة للاعتماد على قطاع التصدير.¹

هناك مؤشرات أخرى لم يتم ذكرها مثل: معدل التبعية، معدل القدرة على التصدير، معدل القدرة على سداد الواردات... وهنا يمكن القول أن المؤشرات الاقتصادية المستخرجة من الأرصدة الفرعية لحسابات ميزان المدفوعات تمكننا من معرفة وضعية البلد الاقتصادية، فهو المرآة العاكسة للموقع الاقتصادي للدولة من خلال تطوره، أو هو "البارومتر" الاقتصادي الذي يحكم من خلاله الاقتصاديون على الوضعية المالية والاقتصادية للبلد، وتحليل اتجاهها في المدى القصير.²

¹-Andreas Linder, International indicators of trade and economic linkages, Organisation for economic co-operation and development, France, room document 13, 12-15 September 2005, P : 10-13.

²-محمد زكي شافعي، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، 1989، ص: 76.

خلاصة الفصل:

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى عدة مفاهيم رئيسية عن مؤشرات الأداء الاقتصادي والتي تعكس بشكل قوي نتائج الوضعية الاقتصادية للدولة لفترة زمنية معينة، إذ هي عبارة عن وسيلة قياس قدرة مختلف قطاعات الاقتصاد وأنشطتها المختلفة في بيئة محددة، كما أنها تسمح بالتنبؤ المستقبلي للاقتصاد وتقييمه على أساس علمي بحت.

فتنوع مؤشرات الأداء الاقتصادي جعلنا نقسمها إلى ثلاث أقسام وهي المؤشرات الاقتصادية الكلية (الداخلية)، المؤشرات الاقتصادية الخارجية والمؤشرات المالية والنقدية والمؤشرات التنافسية، إذ تناولنا أولاً المؤشرات الاقتصادية الكلية (الداخلية)، حيث تحدثنا عن مفهوم كل من الناتج المحلي الإجمالي وكيفية حسابه، النمو الاقتصادي ومحدداته وطريقة قياسه، تحديد مفهوم التضخم وأنواعه والمؤشرات التي تقيسه. أما ثانياً فقد تناولنا المؤشرات المالية والنقدية والمؤشرات التنافسية، أين تحدثنا عن سعر الصرف بأنواعه وأنظمتها وطرق قياسه، كما رأينا كذلك سعر الفائدة وتصنيفاته وكيفية قياسه. وفي الأخير تم عرض المؤشرات الاقتصادية الخارجية والتي تشمل الاستثمار الأجنبي المباشر، إضافة إلى مفهوم ميزان المدفوعات ومؤشراته، لنختم بالتجارة الخارجية ومفهومها ومؤشراتها.

وعليه نؤكد على أن مؤشرات الاقتصاد الحقيقي هي أدوات مهمة تساعد متخذ القرار فيها من تحويل الإمكانيات المتوفرة لديها إلى تنمية اقتصادية فعالة وناجحة. لكن مع تنامي ظاهرة العولمة، نتيجة تداخل الأسواق الوطنية والدولية، واندماج الاقتصاديات نجد أن أي خلل في اقتصاد بلد ما يؤدي إلى إنتقاله وعبره إلى مختلف أقطار العالم ومنه الوقوع في أزمات خطيرة ولهذا سنقوم ومن خلال الفصل الثالث بالتعرض إلى الأزمات المالية لنبحث في مدلولها وأهم الأزمات المالية المعاصرة، وواقع اقتصاديات الدول النامية ومناعتها من الأزمات المالية.

الفصل الثالث

الأزمات المالية وواقع اقتصاديات الدول النامية

تمهيد:

تشهد أسواق الأوراق المالية في بعض الأحيان اضطرابات وارتباكات حادة وخطيرة نتيجة للتغيرات المفاجئة والسريعة في أسعار الأسهم والسندات هذا الأمر الذي يمكن أن يسبب أزمة مالية خطيرة ومفاجئة تضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية، والتي ترجع سرعة حدوثها بنسبة كبيرة لأزمة الثقة في النظام المالي، هذا الذي يعرض الدولة لأخطار وتهديدات مباشرة تشمل كافة قطاعاتها، كذلك تمتد سرعة انتشار الأزمة المالية إلى كافة أقطار العالم، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة لإيجاد حلول لمواجهة هذه الأزمة ووقف زحفها.

عرفت الساحة الاقتصادية الدولية في العقود الأخيرة تغيرات ومستجدات كثيرة طالت البلدان المتقدمة والناشئة والنامية على حد سواء، خاصة مع تنامي حركة العولمة، نتيجة تداخل الأسواق الوطنية والدولية، واندماج الاقتصاديات، فحتى البلدان النامية كان لها نصيب منها خاصة لعدم احتوائها على إستراتيجيات وسياسات مبنية على الأسس العلمية السليمة. سنحاول من خلال هذا الفصل معالجة مختلف الجوانب النظرية للأزمات المالية، مع التذكير بجملة من الأزمات المالية المعاصرة والنتائج المترتبة عنها وحلولها، وأخيراً سنستعرض مفهوم الدول النامية ومعوقاتنا وسرعة انتشار الأزمات المالية فيها، وهدفنا من هذا الفصل هو التنبيه لعدم وقوع اقتصاديات الدول النامية في فخ الأزمات المالية مستقبلاً، ولهذا الغرض قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

- مدلول الأزمة والأزمة المالية
- أهم الأزمات المالية المعاصرة
- واقع اقتصاديات الدول النامية ومناعتها من الأزمات المالية

المبحث الأول: مدلول الأزمة والأزمة المالية

من المعروف عن الأزمات أنها نتاج أوضاع غير مستقرة وسياسات خاطئة، تنفجر بعد وقوع خلل مفاجئ أو تواصل العديد من المشكلات المالية المتميزة بتطورات متتالية ومتسارعة، فنقص الثقة في النظام المتعامل فيه، وعدم قدرة الأطراف المعنية على احتوائها، يزيد من صعوبة وقفها إقليمياً وحتى عالمياً، كما تكون غالباً بفعل زلات الإنسان وعدم شفافيته. ولإحاطة بهذا الموضوع ارتأينا دراسته من خلال عدة جوانب إذ سنستهل هذا المبحث بالتعريف بالأزمة المالية، ثم معرفة خصائصها وأنواعها والعوامل المساعدة على ظهورها.

المطلب الأول: التعريف بالأزمة والأزمة المالية

1-تعريف الأزمة: يعود أصل الكلمة إلى المصطلح اللاتيني (crisis) وإلى الكلمة اليونانية (krisis) والأزمة مصطلح قديم ترجع جذوره التاريخية إلى الطب الإغريقي، وتعني نقطة التحول أي أنها نقطة تحول حاسمة في حياة المريض وهي تطلق على الدلالة على حدوث تغيير جوهري ومفاجئ في جسم الإنسان.¹ واستخدم هذا المصطلح في عدة مجالات مختلفة على غرار الطب كالأخلاق، علم النفس، السياسة والاقتصاد وخاصة في المجالات المالية والتجارية والصناعية والزراعية.²

¹-كمال رزيق، عبد السلام عقون، سياسات إدارة الأزمات المالية العالمية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط: 01 ، 2011، ص: 17.

²-بلعباس عبد الرزاق سعيد، ما معنى الأزمة؟ كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2009، ص: 09.

وتشير الأزمة بصورة عامة إلى موقف تتضارب فيه العوامل ويؤدي فيه التغيير في الأسباب إلى تغيير مفاجئ في النتائج، وبمعنى آخر، فإن الأزمة هي نتاج مجموعة من العوامل المتتابعة والمتراكمة، تغذي كل منها الأخرى إلى أن تصل إلى حالة الانفجار.¹

وتعرف كذلك على أنها: حدث أو موقف مفاجئ غير متوقع يهدد قدرة الأفراد أو المنظمات على البقاء، وهي كل ما لا يمكن توقعه أو التفكير فيه سواء من أحداث أو تصرفات تؤثر وتهدد بقاء الناس ومنظمات الأعمال أو تلوث البيئة والحياة الطبيعية، كما تعتبر الأزمة موقف وحالة يواجهها متخذ القرار في أحد الكيانات الإدارية وتتلاحق فيها الأحداث وتتشابك فيها الأسباب مع النتائج ويفقد معها متخذ القرار قدرته على السيطرة عليها أو على اتجاهاتها المستقبلية.²

ولكن يجب الفصل بين مفهومين رئيسيين وهما الحادث أو الواقعة والأزمة، فالأولى هي الأحداث المسببة للأزمة، فمثلا في حالة غرق سفينة فإن لحظة الغرق تشكل الحادث الذي تسبب في الأزمة للأطراف المعنية، أي أن الأزمة هي أثر الحادث الذي وقع بالفعل.³

مما سبق نستخلص أن الأزمة هي مرحلة حرجة تواجهها المنظمات والتي ينتج عنها توقف أو خلل بعض وظائفها الحيوية كما يصاحبها تطور سريع في الأحداث ينجم عنه عدم استقرار في النظام الأساسي لها، الأمر الذي يدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع ومحاولة إعادة التوازن وتهدئة نظامها.

2-تعريف الأزمة المالية: الأزمة المالية أو الذعر المالي تعرف على أنها: انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار " فقاعة سعرية مثلا"، والفقاعة المالية أو السعرية أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحيانا هي: عملية بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية.⁴

وبشكل خاص تعرف كذلك بأنها: "انهيار النظام المالي ككل مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي".⁵

والأزمة المالية لا تخرج عن هذا الإطار، فهي اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية، يؤدي إلى انهيار عدد من المؤسسات المالية، وتمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى.¹

¹-محسن أحمد الخصري، إدارة الأزمات، مكتبة مديولي، مصر، 2002، ص: 42.

²-أحمد ماهر، إدارة الأزمات، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، 2006، ص: 46.

³-صلاح عباس، إدارة الأزمات المالية في المنشآت التجارية، مؤسسة شباب الجامعة، 2002، ص: 28.

⁴- فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، بغداد العراق، العدد 20 أ، 2009، ص: 06.

⁵- عبد الحافظ السيد البدوي، إدارة الأسواق المالية- نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص: 39.

كما تعرف كذلك ب: هي التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق الم الدولية².

كما يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبياً يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المادية والموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى³.

من مجمل التعاريف المقدمة نستخلص أن: الأزمة المالية هي تلك التذبذبات التي تؤثر جزئياً أو حتى كلياً على مجمل المتغيرات المالية مثل: حجم الإصدار، أسعار الأسهم، السندات، إجمالي القروض، الودائع المصرفية ومعدل الصرف وبصفة عامة تعكس الأزمة المالية انهيار كلي للنظام المالي يصاحبه فشل عدد هائل للمؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي. وعلى صعيد آخر وجب التفريق بين كل من الأزميتين المالية والاقتصادية، إذ تعرف الأخيرة بأنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان، وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك⁴.

المطلب الثاني: خصائص ومميزات الأزمة المالية وأنواعها

سننظر في هذا المطلب إلى سمات الأزمات المالية وأنوعها.

1- خصائص ومميزات الأزمة المالية:

كل الأزمات مهما اختلف شكلها تتميز بمجموعة من الخصائص يمكن ذكرها فيما يلي:

- **المفاجأة:** وتتسم بأنها تحدث بشكل مفاجئ إذ لا يمكن التنبؤ بها، وربما تؤدي إلى تدميرنا أو إلحاق الضرر بنا؛

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، الديون المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2010، ص: 189.

² - عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص: 29.

³ - **Rajan, Ramkishan, Financial Crisis, Capital Outflows, and Policy Responses: Examples form East Asia**, Journal of Economic Education, 2007, Vol. 38, No. 1, pp. 92-109.

⁴ - محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية... قديمها وحديثها... أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 76.

-**نقص المعلومات:** وتعني عدم توفر معلومات من المتسبب لهذه الأزمة أو التصرف خصوصاً إذا كانت لأول مرة؛

-**تصاعد الأحداث:** إن توالي الأحداث بسرعة يضيق الخناق على من يمر بالأزمة و على صاحب القرار أيضاً؛

-**فقدان السيطرة:** إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة صاحب القرار وتوقعاته عن الأمور العادية؛

-**حالة الذعر:** حيث تصدر الجهات المتعلقة بالأزمة ردود أفعال شديدة كأن يعمد المدير والمسؤول إلى إقالة كل من له علاقة بوقوع الأزمة؛

-**غياب الحل الجذري السريع:** فالأزمات لا تنتظر الإدارة حتى تتوصل إلى حل جذري فضلاً عن غياب هذا الحل أصلاً، بل تهدد بتدمير سمعة المؤسسة، وهنا لا بد من المفاضلة بين عدد من الحلول المكلفة و اختبار أقلها ضرراً؛¹

- وجود حالة من الشعور بالجدية والعنف وعدم قدرة صناع القرار على التعاطي مع الأزمة والتعامل معها، وعدم تأكدهم من جدوى ما يبذل من جهود في مواجهة هذه الأزمة وهناك بعض صناع القرار منفذ يلجأ إلى التضليل من أجل التغطية على عجزهم وفشلهم في مواجهة الأزمة؛

- نظراً لانعدام حالة التوازن لدى صناع القرار (نتيجة لوقوع الأزمة) فأنهم قد يصبحون تحت سيطرة الآخرين من المتخصصين ومن غير المتخصصين وهذا يقود إلى ارتباك واضح في اتخاذ القرارات؛

- ظهور بعض القوى التي تدعم الأزمة وتؤيد كل ما يقود إلى تفاقمها، ومن أهم هذه القوى أصحاب المصالح المعطلة أو المؤجلة وأصحاب مشكلات سابقة لم تعالج مشكلاتهم المالية والاقتصادية بصورة جوهرية، فتزداد المطالبات بضرورة إحداث تغييرات إدارية جوهرية في القطاع الاقتصادي المعني بالأزمة أو نشاط الوحدة الاقتصادية؛

-تتعرض مصالح بعض منظمات الأعمال والقطاعات الاقتصادية في ظل الأزمة إلى التهديد والى ضغوط كبرى من جانب أطراف متعددة، وهذه التهديدات والضغوط تلحق الأذى والضرر بأهداف هذه المؤسسات والمنظمات وأدائها واستقرارها ومعدلات نموها؛

ونذكر هنا أنه ليس بالضرورة أن تعصف الأزمات بالنظام الاقتصادي على المستوى الكلي أو الجزئي بصورة فردية، أي أن تحدث أزمة واحدة فقط في نفس الوقت، ففي كثير من الأحيان قد يتعرض الاقتصاد على المستوى الكلي إلى أكثر من أزمة واحدة وهذا ما يطلق عليه تزامن الأزمات، وهناك شواهد كثيرة في التاريخ الاقتصادي على الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد الدولي، مثل

¹ - محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص-ص: 20-21.

أزمة البطالة التي تزامنت مع أزمة التضخم العالمي، وقد يكون تزامن الأزمات مترابطاً وقد يكون غير مترابط مثل الأزمة المالية العالمية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي في ثمانينات القرن الماضي والتي تزامنت معها أزمة المديونية العالمية، فالأزمات المترابطة هي التي تحدث بسبب الصلة الوثيقة للعناصر والأحداث وتفاعلها مع بعضها البعض، أما الأزمات غير المترابطة فهي حالة قد تحدث في المنظمة أو الوحدة الاقتصادية تنجم عن وقوع أزمتين أو أكثر في نفس الوقت لأسباب مختلفة غير متصلة ببعضها البعض.¹

وقد أحصى أحد كتاب خصائص الأزمة في قوله أنها: "بمثابة حالة عصبية مفزعة، مؤلمة تضغط على الأعصاب وتشل الفكر وتحجب الرؤيا، تتضارب فيها عوامل متعارضة وتتداعى في الأحداث وتتلاحق وتتشابك فيها الأسباب بالنتائج، وتتداخل الخيوط ويخشى من فقدان السيطرة على الموقف وتداعياته وآثاره ونتائجه...، فهي خلل يؤثر تأثيراً حيوياً يعرض المتعرض لها سواء كان فرداً أو كياناً أو حتى دولة لحالة من الشتات والضياع، تهدد الثوابت التي يقوم عليها".²

أما الأزمات المالية فتتميز تحديداً بما يلي:

- **الانخفاض الحاد في أسعار الأصول المالية:** من الأسهم والسندات، بشرط أن يتجاوز الانخفاض 10%، وتشجيع التشريعات والسياسات المالية والنقدية في الاستثمار برأس المال قصير الأجل المتخصص بالمضاربات في أسواق رأس المال.

- **تضارب السياستين النقدية والمالية مع بعضهما:** فقد تسعى السياسة المالية لتخفيض حجم التضخم عن طريق زيادة حجم الضرائب وتخفيض حجم الإنفاق، وبدلاً من أن تؤيد السياسة النقدية السياسة المالية نجدها تخفض سعر الفائدة وتشجع على الاقتراض وزيادة حجم السيولة الأمر الذي يبطل مفعول السياسة المالية. وقد ينتهي هذا الأمر عادة بتضخم مرتفع أو أزمة.

- **إفلاس المؤسسات المالية:** مثل (البنوك، شركات التأمين، شركات الوساطة، مؤسسات ترويج الاكتتاب) وصناع السوق وعدم قدرة أي مؤسسة على دعم المؤسسة الأخرى.

- انخفاض وتراجع معدلات النمو الاقتصادي والتعارض بين دعم السياستين النقدية والمالية لسياسة الاستثمار، مما سينقلب إلى أزمة نزوح الأموال إلى الخارج بدلاً من عودتها وإقامة المؤسسات الإنتاجية اللازمة للاقتصاد الوطني.³

2-معايير وأسس تصنيف الأزمات: تتنوع الأزمات وتأخذ أشكالاً متعددة، وهناك عدة أسس ومعايير لتصنيف الأزمات:

¹-Pearson , Christine , and Mitroff , Ian , Frome Criss pron et crisis prepared , A Frawwork for Grisismanagement, Exective , vol .7,no,1 ; pp.48-50.

²-محمد الشافعي، إدارة الأزمات، مركز المحروسة لبحوث التعريب، ط: 01، القاهرة، 1999، ص: 05.

³- للإطلاع أكثر أنظر:

محمود محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص: 281-282.

علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2009/2008، ص: 181-183.

- أولاً. تصنيف الأزمات وفق القطاع: جزئي، عام، خاص، مشترك، نطف، صحة، تعليم... إلخ،
- ثانياً. تصنيف الأزمات وفق التكوين: الميلاد، النمو، تسارع الأحداث، النضج، الانحسار، الاختفاء.
- ثالثاً. تصنيف الأزمات وفق العمق والتأثير: سطحية، بسيطة، هامشية، حادة، عميقة، متغلغلة.
- رابعاً. تصنيف الأزمات وفق الأداء السلوكي: زاحفة مثل الإحساس بالظلم والكبت والقهر، حيث تنمو بالتدريج حتى وصولها إلى القمة ثم الانفجار، وهنا تكون الأزمة محسوسة وفجائية عنيفة وصريحة وعلنية مثل الإضراب، أو أن تكون ضمنية مستترة مثل أزمة الثقة بالجهاز المصرفي.
- خامساً. تصنيف الأزمات حسب علاقتها بالعالم الخارجي: أزمة عالمية مستوردة من الخارج، كأزمة القمح في أمريكا، والتي قد تدفع ثمنها الدول المستوردة لها والمعتمدة عليها، أو أزمة محلية يمكن تصديرها للخارج، وتحميل المسؤولية كاملة لدول أخرى، وجعلها تدفع الثمن، لكن هناك أزمات محلية لا يمكن تصديرها مثل الأزمة في الجهاز الإداري لإحدى الوزارات في دولة معينة.
- سادساً. تصنيف الأزمات وفقاً لنوعها ومضمونها: فهناك أزمة تقع في المجال الاقتصادي أو السياسي... إلخ.
- سابعاً. تصنيف الأزمات وفقاً لنطاقها الإقليمي: مثل (الأزمات المحلية) التي تقع في نطاق جغرافي محدود أو ضيق، كما يحدث في بعض المدن أو المحافظات البعيدة. ثم هناك أزمات قومية عامة تؤثر في المجتمع ككل، كالتلوث البيئي، أو وجود تهديد عسكري من عدو خارجي. وأخيراً ثمة أزمات دولية كأزمة كوسوفو، أو أزمة الاحتباس الحراري، أو أزمة الحاسوب، ونظم المعلومات المقترنة بالألفية الثالثة.
- ثامناً. تصنيف الأزمات وفقاً لحجمها (ضخامتها): كالأزمة الصغيرة أو المحدودة التي تقع داخل إحدى منظمات أو مؤسسات المجتمع، الأزمة متوسطة، الأزمة كبيرة. ويعتمد هذا معيار على معايير مادية كالخسائر والأضرار الناجمة عن الأزمة، ثم هناك في المعايير المعنوية كالأضرار والآثار التي لحقت بالرأي العام، وبصورة المجتمع أو المؤسسة التي تعرضت للأزمة.
- تاسعاً. تصنيف الأزمات وفق المدى الزمني لظهورها وتأثيرها: يعتمد هذا المعيار على عمر الأزمة، في هذا الإطار، وهناك نوعان من الأزمات:
- أ. الأزمة الانفجارية السريعة: وتحدث عادة فجأة وبسرعة، كما تختفي أيضاً بسرعة! وتتوقف نتائج هذه الأزمات على الكفاءة في إدارة الأزمة، والتعلم منها، كما يصعب التنبؤ بها.
- ب. الأزمة البطيئة الطويلة: تتطور هذه الأزمة بالتدرج، وتظهر على السطح رغم كثرة الإشارات التي صدرت عنها، لكن المسؤولين لم يتمكنوا من استيعاب دلالات هذه الإشارات والتعامل معها، ولا

تختفي هذه الأزمة سريعاً، من هنا لابد من تعديل الخطة الموجودة لمواجهة الأزمة، أو وضع خطة جديدة، والتعامل مع الأزمة في سرعة وحسم وبلا تردد¹.

ج-الأزمات المتكررة: فهي تتسم بالدورية والتكرار إذ تحدث في مواسم أو دورات اقتصادية يمكن التنبؤ بها، وبالدراسة والبحث يمكن السيطرة عليها، فتحدث بسبب وجود ظواهر المواسم الزراعية والمواسم الطبيعية كالصيف والشتاء والمواسم الاقتصادية كالزواج والكساد، فعلى سبيل المثال: عدم الاحتياج للعاملين في شهور معينة دورياً، أزمة عدم توافر القوى العاملة في مواسم الحصاد، أزمات الصقيع التي تهدد المزروعات².

4-أنواع الأزمات: يمكن أن نميز بين أربعة أنواع من الأزمات المالية وهي:

أولاً. أزمة العملة: والتي سببها هو انتهاج السياسات المالية والنقدية التوسعية التي لا تخلو من تهور وعدم قدرة أداء العملة لوظيفتها كوسيط للتبادل أو كمخزون للقيمة وخاصة عندما يتعدى تدهور العملة الحدود المعقولة والتي تفوق 25 % خلال سنة، مما يؤدي إلى زيادة كبيرة في الطلب وسعر الصرف أعلى من القيمة الواقعية للعملة وعجز غير قابل للاستمرار في الحساب الجاري لميزان المدفوعات ثم انخفاض في الاحتياطي النقدي إلى درجة من الخطر تؤدي إلى نشوب الأزمة³. وتدعى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات أو أزمة النقد الأجنبي حيث يمكن أن تحدث أيضاً عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها وإلى هبوط حاد فيها أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع حصص ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة، ويميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات " الطابع التقليدي" أو "الحركة البطيئة" وبين الأزمات ذات "الطابع الجديد"، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالباً في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الثانية، فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاماً أو خاصاً) بالثقة، يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأسمالية الأكثر تحرراً وتكاملاً إلى الضغط سريعاً على سعر الصرف⁴.

ثانياً. الأزمة البنكية (المصرفية): وتسمى كذلك بالذعر المالي إذ تتميز هذه الأزمة بصعوبة تحديد فترة حدوثها، شدتها واتساع رقعتها، رغم توفر البيانات والمعطيات حول الودائع وشدة استنزافها

¹-نصير مطر كاظم الزبيدي، الولايات المتحدة الأمريكية وإدارتها للأزمات الدولية (دراسة تحليلية تطبيقية)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم السياسية، جامعة (CLEMENTS.ST) العالمية العراق، بغداد، 2010، ص: ش، ت.

²-أحمد ماهر، إدارة الأزمات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2006، ص: 21.

³-محمد الفنيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2000، ص-ص: 15-16.

⁴-بول هيلبرز، راسل كروجر، ماريتا موريتي، مؤشرات الحيطة الكلية وأدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، مجلة صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002، ص: 6.

وهذا لأنها تحدث عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك، أو إخفاق البنوك، إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة، ولها آثار حادة على النشاط الاقتصادي، وقد كانت الأزمات نادرة نسبياً في الخمسينات والستينات بسبب القيود على رأس المال والتحويل، ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ السبعينات، وهذا راجع إلى عوامل مهمة كالعُدوى وأزمة الثقة، كما تحدث بالترادف مع أزمة العملة.¹

ومن أجل الفهم الدقيق لهذه الأزمة نميز بين مصطلحي الأزمة البنكية الذي هو عبارة عن امتداد أزمة سيولة الناتجة عن الزيادة الكبيرة والمفاجئة في طلب سحب الودائع لدى بنك ما إلى بنوك أخرى، ومصطلح أزمة ندرة القروض (أزمة انتمان) الحالة التي ترفض فيها البنوك منح القروض رغم توفرها على الودائع خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب.²

ثالثاً. أزمة الديون (المديونية): تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث و من ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.³ كما يوجد هناك مجموعة من الأسباب الممكنة لهذا الانقطاع والتي تشمل الملاءة المالية، أو تساهل إدارة البنوك أو عندما يعتقد المقرضون أنه يمكن مواجهة حالة في منح القروض دون ضمانات كافية من المقرض⁴ وفي أغلب الأحيان حالة عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية اتجاه البلدان المقرضة.⁵

وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى ثلاث وجهات نظر في تفسير هذا التزامن بين أزمات الصرف والأزمات المصرفية، حيث تؤكد وجهة النظر الأولى أن الأزمات المصرفية وأزمات الصرف تكون مترامنة ولها نفس الأسباب، أما وجهة النظر الثانية فتري أن الأزمة المصرفية تتبعها أزمة الصرف، أما وفق النظرة الثالثة فالعكس فإن أزمة الصرف تتبعها أزمة مصرفية في أغلب الأحيان.⁶

1- نفس المرجع، ص: 6.

2- حازم السيد حلمي عطوة مجاهد، مرجع سبق ذكره، ص: 8.

3- بول هيليرز، راسل كروجر، ماريتا موريتي، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

4- ثريا الخزرجي، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة، المؤتمر العلمي الثالث، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة وبالأشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 28-29/04/2009، ص: 7.

5- قحايرية أمال، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 03، ص: 136.

6 - Robert Boyer, Mario dehors et Dominique pliphon, *les crises financières*, éd la 6 documentation française, paris, 2004, p: 27.

رابعاً. أزمة أسواق الأوراق المالية (الأزمة البورصية): تحدث نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعات (انهيار الفقاعات المالية)، حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز اقتصادياً قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسهم على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاهها قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى¹. حيث سرعان ما تنفجر فتؤدي إلى تدهور في مؤشرات الأسواق المالية، ويصاب أصحاب الأوراق المالية بالذعر، فيقومون ببيع أوراقهم المالية حتى بأدنى الأسعار، وتحدث أزمة الأسواق المالية عند انهيار مؤشرات البورصة بأكثر من 20% مدة ثلاثين يوماً متتاليين على ما كانت عليه المؤشرات قبل ذلك، وتحدث نتيجة تدهور مفاجئ وسريع لأسعار الأسهم والسندات². وتحدث أزمة الأسواق المالية عندما يتعاطم الاتجاه نحو بيع الأسهم فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط، وتحدث حالة الانهيار، وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأسهم الأخرى.

ولا يمكن اعتبار انفجار الفقاعة متوقفاً أو بعيداً عن الرؤية المستقبلية للمتعاملين في السوق لأنها في حقيقة الأمر على وعي بوجود الفقاعة. ذلك أن المضاربة على الأصول وارتفاع أسعارها يؤدي إلى نمو الفقاعة. ولكي تحدث هذه العملية لا بد من ضخ كمية من القوة الشرائية في السوق تكون كافية لرفع أسعار الأصول، وتستمر العملية إلى أن يدرك المتعاملون في السوق أنه لا يمكن تبرير الأسعار السائدة، فتبدأ عملية التصحيح التي تتحول إلى انفجار³.

خامساً. الأزمات المزدوجة: يقال عن أزمة مالية أنها أزمة مزدوجة (توأمة) عند حدوث أزميتين في آن واحد: كالأزمة البنكية وأزمة الصرف وتتجلى هذه الأزمات عن طريق الجمع ما بين المضاربة القوية ضد عملة وطنية وموجة من الخسائر البنكية⁴.

تدفعنا هذه التعريفات إلى القول أن للأزمة المالية مصطلح واسع يضم أزمات العملة، البنكية، وسوق المال، إلى جانب أزمات الديون، وتعتبر عن الاضطرابات والإختلالات المالية. ويمكن القول إن اختلاف خصائص أنواع الأزمات المالية، لا يمنع أن تتطور أزمة معينة إلى أخرى، فتبدأ الأزمة بشكل محدد كأزمة سعر الصرف لتتحول إلى أزمة مديونية أو أزمة بنكية، أو أن تتحول أزمة مديونية إلى أزمة بنكية أو أزمة سعر الصرف. وبخصوص العلاقة بين الأزميتين الاقتصادية والمالية، فنتسم بالتعقيد خاصة وأن الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي يتعايشان دون وجود حاجز

¹-فريد كورتل، كمال رزيق، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

²-كمال رزيق وحسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي السابع " تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 11/10 نوفمبر 2009، ص: 7.

³-عمرو محي الدين، أزمة النمر الآسيوية-الجنور والآليات والدروس المستفادة-، دار الشروق، القاهرة، ط: 01، 2000، ص: 93.

⁴-Franklin Allen, Douglas Gale, *Understanding financial crises*, Oxford university press, New york, 2007, p : 9.

بين المجالين، فيمكن أن يؤدي التراجع الاقتصادي إلى حدوث أزمة مالية، والعكس صحيح¹. ولكن وما هو مؤكد للجميع أن الأزمة المالية لها بصفة عامة آثار سلبية على النشاط الحقيقي.

المطلب الثالث: العوامل المسببة للأزمات المالية

تعددت الاتجاهات والآراء المفسرة لأسباب الأزمات، فهناك من يردّها إلى أخطاء السياسات الاقتصادية الكلية، خاصة فيما يتعلق بتوافق المتغيرات والأساسيات الكلية، وهناك من يرجعها إلى نشاط المضاربين الكبار في الأسواق المالية، وثمة من يرجعها إلى وجود مؤامرة من جانب الدول المتقدمة مستهدفة الدول حديثة التصنيع للتخلص من منافستها، أو سلب الدول النفطية الثروات التي تراكمت والموظفة أساسا في المراكز المالية في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية². وتبقى هذه المبررات غير كافية لأنه وببساطة ترجع عملية تفجير الأزمات إلى عدة عوامل متضاربة ومتشابكة فيما بينها والتي يمكن التنبؤ ببعضها، أما البعض الآخر فيصعب قياسه بدقة إذ يمكن إرجاع أسباب الأزمات إلى:

1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي: إن الطبيعة الخاصة للاقتصاد تجعلها شديدة الحساسية للتغيرات الكبيرة التي تحدث في الأسعار وفقدان الثقة بين البلدان، إذ يمكن التمييز بين أهم العناصر الأربعة التالية:

أولاً. التقلبات في شروط التبادل التجاري: يعتبر هذا العنصر أحد أهم المصادر الخارجية للأزمات، فعندما تنخفض شروط التجارة، يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون. وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75 في المائة من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية شهدت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10 في المائة قبل حدوث الأزمة.

ثانياً. التقلبات في أسعار الفائدة العالمية وأسعار الصرف الحقيقية: إذ يعدان من أبرز الاضطرابات التي تؤدي إلى حدوث مجمل الأزمات المالية، حيث لا ينجم عن التغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة العالمية تأثيرا فقط على تكلفة الاقتراض فالتقلبات في أسعار الفائدة العالمية أثرت بشكل مباشر على تدفقات رؤوس الأموال كالأستثمار الأجنبي المباشر من وإلى الدول النامية بحوالي 50-67 % في فترة التسعينات، أما بالنسبة لأسعار الصرف الحقيقية فنجد تأكيد العديد من الدراسات معاناة 22 دولة نامية في أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أكبر من أي إقليم في العالم، وقد أوضحت الدراسة أن الارتفاع الحاد في أسعار الصرف الحقيقية كان سببا في حدوث الأزمات المالية. الذي كان إحدى آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

¹ -Laurens Lafont, Anton Molina, *Marché boursiers, Profiter de la crise... ou comment jouer la prochaine reprise*, Gualino éditeur, Paris, 2003, p : 36.

² -جودة عبد الخالق، الأزمة المالية العالمية، أزمة نظام لا أزمة سياسات، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد: 175، يناير 2009، ص: 117-118.

ثالثاً. التقلبات في معدل التضخم: وهذا بالنسبة للجانب المحلي للبلد إذ يعد عنصراً أساسياً في مقدرة القطاع البنكي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح القروض وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي، إضافة إلى وجود آثار سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي لعبت دور مهم في وقوع الأزمات المالية.¹

2- اضطرابات وتقلبات القطاع المالي: يعد انهيار الأوراق المالية بصورة متكررة إحدى أهم الدلالات التي تسبق حدوث الأزمات المالية، كما ترجع وجود الاضطرابات المالية إلى عدة عناصر أخرى تتمثل في:

أولاً. الارتفاع في معدلات الفائدة: إن زيادة الطلب على القروض أو انخفاض عرض النقد يسبب ارتفاع معدلات الفائدة السوقية، والتي من شأنها التأثير على عمليات الإقراض والاستثمار مما يتسبب في حدوث الأزمات المالية.

ثانياً. ارتفاع عدم اليقين: إن الارتفاع الكبير في عدم اليقين في الأسواق المالية يؤدي إلى حدوث اضطرابات مالية، حيث أن وقوع صدمة سوق الأسهم تجعل من الصعوبة على المقترضين تجنب مخاطر القرض الرديء، ويصبح المقترضون أقل رغبة في الاقتراض، مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار والنشاطات الاقتصادية الأخرى.

ثالثاً. المشاكل في قطاع البنوك: إن تعرض البنوك للذعر البنكي سيؤدي إلى انكماش حاد في النشاطات الاقتصادية والى حدوث الأزمة المالية.²

رابعاً. التوسع في الاقتراض المفرط: وتقديم القروض وبالأخص لزبائن ذوي جدارة ائتمانية ضعيفة. وما يزيد من حدة الأزمات في الأوضاع المالية للحكومات هو إفراط تراكم رأس المال النقدي مقارنة برأس المال المنتج، وهي ظاهرة مصحوبة بحركات رأس المال النقدي دولياً.³

خامساً. التحرير المالي وضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: فبعد سنوات من عزلة الدول المتعرضة للأزمة المالية وتطبيق سياسات الكبت المالي إضافة إلى ضغط الاقتراض وضعف دور القطاع المالي في الاقتصاد وصغر حجمه، عرفت هذه الدول معاناة بسبب عدم استعدادها الكافي في مجال القطاع المالي وضعف أطرها المؤسساتية والقانونية والتنظيمية وضعف الإجراءات المحاسبية المتخذة وإمكانية الإفصاح عن المعلومات خاصة بالنسبة للديون المعدومة ونسبتها في المصارف

¹ - ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، للمعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد: 29، ماي 2004، ص: 48.

² - صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمة المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العلمي الثالث، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة وبالشراكة مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 28-29/04/2009، ص: 7.

³ - فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، عالم المعرفة، الكويت، العدد 147، مارس 1990، ص: 207.

الائتمانية وكذلك ضعف النظام القانوني المتعلق بالعمليات المصرفية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأسمال المصارف، إضافة إلى عامل آخر وهو نقص الرقابة المصرفية، فبعد الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي لم تأخذ بهذه الإجراءات في الحسبان مما أدى إلى حدوث أزمة¹. فقد أجريت دراسة دولية معمقة شملت 102 بلداً خلال العشرين عاماً المنصرفة (باستخدام مؤشر مزدوج يتكون من درجة انخفاض قيمة العملة، ونسبة الخسارة في الاحتياطات). وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أكثر بلدان العينة عرضة للأزمات المالية هي التي شهدت تحريراً في أسواقها المالية، وأزمات مصرفية والتي أدت بدورها إلى أزمة العملات نظراً للعلاقة السببية الموجودة بين الأزمة المصرفية وأزمة العملات، مع المشاكل التي تواجه ميزان المدفوعات لبلد معين².

سادساً. تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان: تقوم الحكومة وفي حالات كثيرة بتمويل قطاعات اقتصادية أو أقاليم جغرافية لغرض تحقيق التنمية لكن غالباً ما يكون الغرض من عملية تمويل هذه القطاعات أو الأقاليم سياسياً وليس اقتصادياً، حيث أن القطاع المصرفي لا يزال من ممتلكات الدولة على مستوى بعض الدول مما يتسبب في حدوث مشاكل على مستوى هذا القطاع يتمثل في انخفاض في الإنتاجية وقلة الكفاءة ونقص حوافز الابتكار إضافة لتعرض أنشطته للاحتكار من الحكومة، وهذا نتج عنه منح قروض دون الأخذ بعين الاعتبار ملائمة المقترض أو المخاطر التي قد تنتج عن ذلك المشروع الاستثماري وهذا النوع من القروض تستفيد منه الفئة من الأفراد ذوي النفوذ والعلاقات المهمة مع الحكومة.

سابعاً. العولمة المالية: تعبر العولمة المالية عن سلسلة التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود والتي سببت سلسلة من الأزمات الاقتصادية المالية المدمرة عصفت بالعديد من الأسواق الناهضة في أواخر الثمانينات وفي التسعينات، ويطلق على ظاهرة انتقال الأزمات المالية بأثر العدوى: -مثل تلك الخاصة بأسعار العملة أو انهيار أسواق الأسهم- وانتشارها في دول أخرى. ويختلف الاقتصاديون حول ما إذا كان حدوث أزمة في أكثر من دولة في ذات الوقت نتيجة لانتشار غير مبرر "للعدوى" بالفعل، أم بسبب مشكلات حقيقية تعاني منها الاقتصادات التي انتقلت إليها الأزمة، سواء اختلفت تلك الأسباب فيما بينها أم تشابهت³. ومن هنا نقول أن العولمة المالية لم تحقق الفائدة المرجوة بزيادة تقاسم المخاطر الدولية بل بالعكس أصبحت عامل سلبي على بعض الاقتصاديات⁴.

ثامناً. السياسات الخاطئة في التعامل مع سعر الصرف: يؤدي نقص الاحتياطي من النقد الأجنبي في المصرف المركزي إلى أزمة عملة كما حدث في أزمة المكسيك والأرجنتين، ففي الدول التي تطبق سياسة سعر الصرف الثابت فإن حدوث أزمة العملة على مستواها تخلق عجزاً في ميزان المدفوعات

¹-ناجي التوني، مرجع سبق ذكره، ص: 07.

²-محمود محي الدين، العولمة وأسلوب الإدارة الاقتصادية: منظور مصري، ندوة حول العولمة وإدارة الاقتصاديات الوطنية، شركة الفجر للطباعة، صندوق النقد العربي، 2001، ص: 280.

³-فريد كورتل، كمال رزيق، مرجع سبق ذكره، ص: 10.

⁴-إيمان كوزي وآخرون، العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم، مجلة التمويل والتنمية، العدد 01، المجلد 41 ن، مارس 2007، ص: 09.

والتي ينتج عنها نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية وهذا يزيد من تفاقم الأزمة المالية على مستوى الجهاز المصرفي، والعكس في حالة إتباع سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة يؤدي إلى أزمة مالية أقل حدة وأثراً على مستوى الجهاز المصرفي مقارنة بإتباع سياسة الصرف الثابت، حيث بحدوث أزمة العملة عند إتباع سياسة الصرف المرن ينتج عنه تخفيض قيمة العملة وزيادة في الأسعار المحلية وبذلك تخفض قيمة موجودات وخصوم المصرف مما يحدث حالة استقرار في القطاع المصرفي).¹

تاسعا. عدم الموازنة بين حجم الأصول وحجم الالتزامات للمؤسسات المالية: حيث لا تتناسب المخاطر التي تتحملها تلك المؤسسات مع أصولها، خاصة مع ارتفاع الوزن النسبي لحجم الأصول طويلة الأجل بميزانية تلك المؤسسات، وبالتالي تتعرض لإمكانية التعثر والإفلاس. فعلى سبيل المثال حين تتيح البنوك سحب الودائع في أي وقت بينما تتوسع في الإقراض طويل الأجل فهي بذلك تتحمل مخاطر مالية مرتفعة.²

3- عدم تماثل المعلومات: تعد مشكلة عدم تماثل المعلومات من بين أهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية، وهي تعبر عن موقف يكون أحد أطراف المتعاملين الماليين لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة. كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد الآني، حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفء للنظام المالي والمصرفي وانتشار ما يسمى سلوك القطيع وانتشار العدوى (سريان الإشاعات).³

4- تشوه نظام الحوافز: إن أي نظام صمم للحد من الصدمات والأزمات المالية والمصرفية، لن يعمل بنجاح إلا إذا كان القائمون عليه لديهم الحافز المهم لعدم تشجيع قبول المخاطر المتزايدة واتخاذ إجراءات تصحيحية في مرحلة مبكرة، ويجب أن يكون هناك إحساس مشترك لدى كل من أصحاب البنوك والمديرون والمقترضون وكذا السلطات الإشرافية بأن هناك شيئاً ما سيفقدونه إذا فشلوا جميعاً في العمل بالطريقة التي تتفق وملتزماتهم.⁴

¹- ناجي التوني، مرجع سبق ذكره، ص: 07، 08.

²- فريد كورتل، كمال رزيق، مرجع سبق ذكره، ص: 09، 10.

³- Barry Jhonston, Jingqing Chai and Liliana Scumacher, *Assesing Financial System Vulnerability*, IMF Working Paper wp/00/76 April 2000, P : 14,15.

⁴- محمد أحمد عبد العزيز التسيمي، دور السياسات المصرفية في إدارة الأزمات، جامعة عين الشمس كلية التجارة، 2006، ص: 41.

Barry Jhonston, Jingqing Chai and Liliana Scumacher ,Op-cit, P :12

المبحث الثاني: أهم الأزمات المالية المعاصرة

يرجع تاريخ الأزمات المالية العالمية إلى أواخر القرن التاسع عشر، وتبلورت في أزمة الكساد الكبير في 1933-1929، ولذلك فهي ليست ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي. فقد عانت منها الكثير من الدول -سواء الصناعية أو الناشئة- ولكن بدرجات متفاوتة، ولا يمكن التعرض لجميع الأزمات لأنها عديدة، وتختلف أسبابها ومداهما إذ اخترنا في هذا المبحث إلى تحليل أبرز الأزمات المالية المعاصرة وهي: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997، الأزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية ل2010.

المطلب الأول: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

وهي الأزمة المالية التي عصفت باقتصاديات مجموعة من الدول الآسيوية التي استطاعت قبل ذلك التاريخ أن تحقق إنجازات فذة حازت على إعجاب كل دول العالم والمختصين في شؤون التنمية الاقتصادية، مما دفع الإعلام الاقتصادي إلى تسميتها بـ "المعجزة الاقتصادية" نظرا لما حقته من سجل رائع في الأداء الاقتصادي على مدى ثلاثة عقود، حيث تميز هذا الأداء بالنمو السريع والتضخم المنخفض واستقرار الاقتصاد الكلي.

1- عرض أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997:

سادت في الفترة القصير التي سبقت الأزمة ظروف غير ملائمة كانت تنذر بها، غير إن ذلك لم يشكل إشارة إنذار مبكر للمسؤولين، وقد تمثلت تلك الإشارات بانخفاض حاد في صادرات العديد من هذه الدول (وخاصة تايلاند) والتي كانت بمثابة الشرارة الأولى للأزمة والتي اتسم اقتصادها بمجموعة من نقاط الضعف كتفاقم المديونية الخارجية، عجز كبير في الميزان التجاري. وعجز في ميزان الخدمات أيضا. وهذا راجع إلى ارتباط عملات بعضها بالدولار، فمع ارتفاع قيمة الدولار فقدت بضائعها قدرتها التنافسية وبدأت صادراتها بناء على ذلك في التراجع لأول مرة منذ 1983 في الوقت الذي استمرت وارداتها في التزايد. هذا كما أن تخفيض العملة الصينية في عام 1994 قد أثر على الوضع التنافسي لصادرات تايلندا وكذلك صادرات الدول المجاورة الأخرى، حيث أن تخفيض الصين لسعر صرف عملتها بحوالي 50% أدى إلى تزايد حصيلتها من الصادرات بمقدار ضعف معدل نمو الصادرات التايلاندية. وأخذت الأوضاع تتوالى في شكل حلقة مفرغة حيث أن تقلص الصادرات مع استمرار تزايد الواردات قد أدى إلى تزايد نسبة عجز الحساب الجاري وتزامن ارتفاع معدلات التضخم لأمر الذي اضطر البنك المركزي لرفع سعر الفائدة مما انعكس في انكماش النشاط الاقتصادي وبدأ المسلسل في شكل انخفاض أرباح الكثير من الشركات مما أثر على سوق الأسهم التي انخفضت أسعارها بأكثر من 40% والذي يعتبر في عام 1996 أسوأ أداء للأسواق الآسيوية.

كما بدت ملامح فوضى العملة في كل الدول عدا هونكونغ التي ظلت بمنأى عن ذلك حتى تفجر الأزمة.

انهيار الخميس الأسود لم يقتصر على هونكونغ فقط، إذ هبطت أسعار الأسهم في كل الإقليم وبدأت نظرية العدوى بفعالها، حيث دب الذعر في كل الأسواق المالية وبدأ الوسطاء والمتعاملون بالبيع، من طوكيو وحتى سdney، عبر تايوان وسنغافورا وحتى أسواق نيويورك وأمريكا اللاتينية. ما زاد الطين بلة قيام المودعين بسحب واسع لأرصدهم وخاصة في بنوك هونكونغ. مقابل ذلك عمدت السلطات النقدية إلى رفع سعر الفائدة من 10% - 300% في محاولة لدعم دولار هونكونغ، كما لم تسمح اثنتان من البنوك الكبرى بسحب أرصدة عملائها من العملة المحلية.¹

2- الأسباب المؤدية للأزمة: تتمثل أسباب الأزمات المالية في:

أولاً. التحرير المالي: شمل هذا بشكل أساس على تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات، وهو أهم متغير لعب دوراً سلبياً في الأزمة. وسمح التحرير المالي للبنوك التجارية بتلقي الودائع والاقتراض بالعملة الأجنبية من الخارج مباشرة، كما سمح لها بإقراض هذه الأموال في الداخل والخارج، كما مكن عن طريق هذا النظام أيضاً لأي وحدة من وحدات قطاع الأعمال، الاقتراض مباشرة بالعملة الأجنبية، وما وجب ذكره هنا أن البنوك كان لزاماً عليها التحوط لقروضها بالعملة الأجنبية، أما وحدات قطاع الأعمال فلم تكن ملزمة بذلك.²

ثانياً. الإفراط في الإقراض والاقتراض دون ضمانات: لقد أسهمت إجراءات التحرير المالي وبحدة في زيادة حجم التدفقات المالية إلى دول الأزمة (حتى تمويل العجز في الموازنة العامة، سواء في شكل قروض أو استثمارات أجنبية مباشرة)، فالتوسع في عمليات الاقتصاد النقدي والذي تجاوز عمليات الاقتصاد العيني من زيادة الطلب على العملة الوطنية، وارتفاع معدل منح القروض لرجال الأعمال بالعملة المحلية، والتي كانت دون ضوابط و ضمانات حقيقية مما أدى إلى تزايد حجم الديون المشكوك في تحصيلها أو الديون المعدومة، وعرض شركات التمويل لأزمات مالية.³

ثالثاً. ضعف البنية التحتية المالية والاقتصادية لهذه الدول: وهو من أقوى مسببات الأزمة والذي يرجع أساساً إلى كون معدلات النمو الاقتصادي التي عرفتها هذه الدول كانت أكبر وأقوى من قدرة مؤسساتها المالية والاقتصادية على التعامل معها بالشكل المطلوب. وسواء تعلق الأمر بحركات رؤوس الأموال، أو بمعدلات وطبيعة الاستثمار، أو تعلق الأمر بأسعار الصرف والسياسات الاقتصادية بشكل عام فإن البنية الأساسية المالية والاقتصادية لهذه الدول لم تكن بالمستوى الذي من

¹ - قحطان عبد سعيد، الأزمة المالية الآسيوية 1997.. الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب، الآثار والدروس المستفادة... دراسة مقارنة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الحادي والعشرون 2009، ص: 11، 13.

² - زغدار أحمد، الأزمة المالية الآسيوية ولأزمة العقارية الأمريكية... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، ملتقى الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية و المصرفية، خميس مليانة، الجزائر، 5 و 6 ماي 2009، ص: 06.

³ - شذا جمال الخطيب، الأزمة المالية والنقدية في جنوب شرق آسيا، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، الإمارات العربية المتحدة، العدد 51، 2001، ص: 3.

شأنه استيعاب كثافة حركة النشاط الاقتصادي وتوظيفه بشكل صحي.¹ فضعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية والمالية (والتي اتسمت بنقص الشفافية)، وخاصة ما تعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطيات الدولية للبلدان المعنية من النقد الأجنبي) نتيجة لضعف الثقة بالأنظمة السياسية القائمة أساساً. فالتدخل الحكومي بدعم المؤسسات المالية الضعيفة أو المعسرة في كل من إندونيسيا، ماليزيا، وتايلاند وتوجيه الائتمان من خلال البنوك في كوريا، أدى إلى تفاقم مشكلة المخاطر المعنوية نتيجة لوجود إدراك بوجود ضمانات حكومية ضمنية، الأمر الذي شجع تلك المؤسسات على الانخراط في أنشطة خطيرة غير محسوبة،² الأمر الذي أدى إلى انسحاب القطاع الحكومي من تسيير الجهاز المصرفي والمالي هذا الأخير الذي ضعف وفقد القدرة على تطوير ذاته، كما نتج عن ذلك عدم كفاءة التخصيص المحلي للموارد الأجنبية.³

رابعاً. الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو: وزيادة ما يسمى الاستثمار السلبي، حيث انتهجت دول جنوب شرق آسيا سياسات اقتصادية تشجع الادخار وانخفاض الطلب المحلي، والاعتماد بصفة رئيسية على الصادرات كمحرك أساسي للنمو الاقتصادي، مما أدى إلى اختلال التوازن بين وفرة المدخرات وانخفاض فرص الاستثمار المنتج.⁴

خامساً. سوء إدارة أسعار الصرف وسوق العملات: حيث يعتبر ضعف نظام سعر الصرف، العامل البنوي الذي ساعد مبدئياً على ظهور الأزمة وهو تمشي أسعار الصرف لأغلب عملات دول جنوب شرق آسيا في خط مستقيم مع الدولار أو مجموعة العملات التي يهيمن عليها الدولار، فعندما ينخفض الدولار يحدث انخفاض في تلك العملات تبعاً لذلك رغم أن الظروف الاقتصادية الكلية في هذه الدول تختلف كثيراً عن ظروف الولايات المتحدة.⁵

سادساً. تشجيع التدفقات الرأسمالية الأجنبية قصيرة الأجل: مع إجراءات تحرير أسواق رأس المال في بداية التسعينات من القرن المنصرم وضعف الرقابة، وكذلك توسيع التعامل بالمشتقات المالية التي وجدت طريقها إلى المشاريع العقارية وإلى عمليات المضاربة والمراهات المتهورة والمحفوفة بالمخاطر، الأمر الذي ساعد على نشوء اقتصاد رمزي (غير حقيقي).

سابعاً. نقص الشفافية: وجود قدر قليل من الشفافية في البنوك والشركات العاملة، (وخاصة ما تعلق بالكشف عن الحجم الحقيقي للاحتياطيات الدولية للبلدان المعنية من النقد الأجنبي) كما أن الفساد

¹ - جاسم المناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت - الجمهورية اللبنانية، 8 ماي 1998، ص: 03.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

³ - يسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت 2003، ص: 163.

⁴ - زكرياء سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن 2009، ص: 08.

⁵ - عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005، ص: 87-88.

الإداري كان سمة عامة في كثير من هذه الدول، إضافة إلى الافتراق بين مصالح إدارات تلك المؤسسات ومصالح حملة الأسهم.

ثامنا. ضعف دور صندوق النقد الدولي: تحمل بعض حكومات هذه الدول والمنظمات الاقتصادية الدولية (الصندوق والبنك الدوليين) جزء كبيراً من المسؤولية بسبب سياسات الأولى المتناقضة في الفترة الأخيرة والوعود والضمانات التي لم تتحقق من قبل الثانية.

تاسعا. خوف الدول المتقدمة من المنافسة الحادة: شعور الإقتصادات المتقدمة (الولايات المتحدة وأوروبا) خاصة، بأن هذه المجموعة من الدول قد تجاوزت الحدود المسموح بها، وإنها بدأت تخرجها في الحروب التجارية الدائرة وقدرة هذه الدول على المنافسة الحادة في أسواق الدول المتقدمة. كذلك رغبة الولايات المتحدة في هز العصا بوجه المارد الياباني والتنين الصيني، الذي بدأ بديناميكية عالية استيعاب بعض اقتصادات دول شرق وجنوب شرق آسيا أو يطوعها لصالحه.¹

عاشرا. سوء استعمال صناديق الاستثمار الأجنبية: فقد وجه رئيس الوزراء الماليزي السابق والناطق باسم البلدان الآسيوية الدكتور "محمد مهاتير"، اللوم إلى صناديق الاستثمار الأجنبية الكبيرة وخاصة الملياردير الأمريكي (جورج سورس)، صاحب أحد أقوى هذه الصناديق والذي دخل إلى ماليزيا وسنغافورة برأسمال قدره 8 مليار دولار خصصت للمضاربة بهدف تحقيق المال دون مراعاة مصالح تلك الدول² الذي قام بعرض ما قيمته 150 مليون دولار من أسهمه في الأسواق المالية، مما أفضى إلى انخفاض كبير في أسعار الأسهم، وعاد الشخص ذاته فاشتراها بعد هبوط أسعارها، يضاف إلى ذلك إعلان بعض رجال الأعمال الأمريكيين قبل الأزمة بأيام بأن على هونكونغ أن تعيد التفكير بمستوى تثبيت سعر صرف دولارها، الأمر الذي فسر على أنه ضعف في نظام سعر الصرف.

وتداعت الأزمة المالية نتيجة قيام المالكين الأجانب بتهريب أموالهم ومدخراتهم من تايلندا، التي كانت نسبة التمليك فيها للأجانب 100%، ومنه كان انطلاق الأزمة. فقد انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة، وتدننت الأرباح في سوق الأسهم، مما أضطر السلطات النقدية في تلك الأسواق، إلى رفع الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية، خاصة الدولار الأمريكي، وعلى تحويل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية، ومع ارتفاع أسعار الفائدة في بعض أسواق هذه الدول إلى 200% من السعر السابق، بدأ المستثمرون يتحولون عن الاستثمار في الأوراق المالية، ويتخلصون مما في حوزتهم من أوراق مالية، لإيداع قيمتها في البنوك والاستفادة من سعر الفائدة المرتفع.³

3- نتائج أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997:

¹ -قحطان عيد سعيد، مرجع سبق ذكره، ص: 14، 16.

² -GERARD Marie Henry, *Les marchés financiers*, Armand Colin, Paris, 1999, p: 91, 92 .

³ -زغدار أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

لقد تأثرت بلدان العالم من جراء الأزمة المالية التي أصابت بلدان جنوب شرق آسيا بدرجات متفاوتة، وتعتبر هذه البلدان أكبر المتضررين من هذه الأزمة ثم تأتي اليابان والروس وامتدت لتشمل أمريكا بشقيها الشمالي والجنوبي ومنه نجد أن هذه الأزمة أثرت على الاقتصاديات العالمية للدول النامية والمتطورة على حد سواء، إذ يمكن تقسيم هذه الآثار إلى:

أولاً. آثار أزمة جنوب شرق آسيا على الاقتصاد العالمي وعلى أهم الشركاء التجاريين: أدت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصاديات العالم وعلى مناخها السياسي والاجتماعي،

أشهد عام 1998 تباطؤاً في معدلات نمو التجارة الدولية، بسبب الأزمة وتباطؤ في معدل نمو الاقتصاد العالمي قياساً بعام 1997.

ب- هبوط الصادرات الأمريكية إلى دول جنوب شرق آسيا، وبالتالي زيادة العجز في الميزان التجاري الأمريكي تجاه العالم، ويعود السبب في ذلك إلى انتشار الكساد في دول جنوب شرق آسيا الذي حال دون استيراد السلع والمواد الأمريكية.¹

ث- كما أثرت هذه الأزمة على دول أمريكا اللاتينية خاصة البرازيل التي تعرضت لاضطرابات مالية خلقت ضغوطاً تخفيضيه على عملتها وتأثرت كذلك معدلات النمو في التشيلي بسبب تقلص الطلب الآسيوي الذي يمثل ثلث صادرات التشيلي وتضررت كل من فنزويلا والمكسيك وكولومبيا من انخفاض أسعار النفط.²

ج- هبوط فائض الميزان التجاري الياباني تجاه دول جنوب شرق آسيا، وقد هبط هذا الفائض بسبب انحسار الصادرات اليابانية إلى دول جنوب شرق آسيا.³ فتعتبر اليابان أكبر المتضررين من هذه الأزمة لأن 20% من صادرات اليابان توجه إلى دول الآسيان و17% من واردات اليابان هي من هذه الدول علاوة على أن انخفاض سعر صرف الين الياباني أمام الدولار لم يلغي أثر ارتفاعه أمام أسعار صرف عملات هذه الدول مما أثر سلباً على القدرة التنافسية للسلع اليابانية والذي انخفض ناتجها المحلي الإجمالي بنحو 2.5%.

ح- كما تأثرت الدول العربية البترولية من تدني أسعار النفط وكانت جنوب إفريقيا أكثر الدول النامية تأثراً حيث تراجع معدل النمو بنحو 1.75% سنة 1998. أما دول القارة الأوروبية، فكانت الصدمة خفيفة حيث تعرضت أسواقها المالية إلى انخفاض في أسعار الأسهم من حين لآخر.⁴

¹ نفس المرجع أعلاه، ص: 09.

² - أوكيل نسيمية، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص: 290.

³ - زغدار أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

⁴ - أوكيل نسيمية، مرجع سبق ذكره، ص: 290.

خ-تدهورت أسعار الأسهم في البورصات الآسيوية كما امتدت آثار هذه الأزمة إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفض مؤشر داو جونز في 27 أكتوبر 1997 بنسبة 6.7%، وامتدت أيضا إلى البورصات الأوروبية وبورصات دول أمريكا اللاتينية¹.

د-وكذلك تأثرت روسيا سلبا بهذه الأزمة فالركود الاقتصادي الذي شهدته دول جنوب شرق آسيا والذي نتج عنه انخفاض أسعار البترول بأكثر من 40% في الشهور الأولى من عام 1998 مما أدى بانتهاء الإيرادات العامة للحكومة الروسية². والذي ساهم لاحقا في تطویر الأزمة الروسية.

ثانيا. الأبعاد والانعكاسات على مستوى اقتصاديات جنوب شرق آسيا: تعرضت اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا لموجة ركود اقتصادي طويلة نسبيا، مما انعكس على معدلات نموها من جميع النواحي الاقتصادية. وقد أكد منتدي دافوس للاقتصاد العالمي أن معدل النمو الاقتصادي لدول جنوب شرق آسيا في عام 1998 كان صفرأ. ويمكن سرد بعض الآثار التالية:

- تزايد حجم الدين الخارجي لأربع دول من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180% من حجم إجمالي الناتج المحلي لها³.
- هبوط حاد في عائد الاستثمار، وفي حجم التدفقات الاستثمارية إلى المنطقة، خاصة بعدما تدهورت أسعار الأسهم في البورصات الآسيوية وعلى وجه الخصوص البورصات الخمس (اندونيسيا، تايلاند، كوريا الجنوبية، ماليزيا، الفلبين)، حيث نتج عن هذه الأزمة انخفاض حاد في القيم⁴، وقد فقدت المنطقة قوة الجذب التي تملكها بالنسبة للتدفقات الاستثمارية الأجنبية، وتوجهها نحو دول أخرى في أوروبا الشرقية وفي الشرق الأوسط.
- انخفاض قيمة العملة الوطنية أدى إلى انخفاض القدرة الشرائية ومستوى الأجر الحقيقي وزيادة حجم التضخم وارتفاع مستوى الفقر إلى أقصى حد، كما أدى مشكل تدهور العملة إلى لزيادة عجز ميزان المدفوعات والمديونية المترتبة على هذه الدول⁵، لكن يمكن أن تنتفع الدول الآسيوية بالانخفاض الكبير في سعر عملاتها الذي سيعطيها طاقة تصديرية جديدة، علما بأن 50% من إنتاج هذه البلدان موجه للتصدير. وإذا ما استمر هذا الحال سيعود الانتعاش الاقتصادي ثانية لدول المنطقة على المدى الطويل. ففي الحقيقة أن الأزمة لم تعصف بالاقتصاد العيني (الإنتاجي والتصديري) لأنه يقوم على ركائز قوية وأسس متينة.
- عانت معظم دول جنوب شرق آسيا من بطالة متصاعدة، بسبب زيادة أعداد العمال المعرضين للتسريح، وقد أفادت تقديرات وزارة العمل الإندونيسية بأن عدد العاطلين عن العمل في وقت وقوع

¹-وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 182.

²-JEAN-MARIE LE PAGE, *crises financières internationales et risque systémique*, Editions de boeck, Université bruxelles (Belgique), 200 , p: 54.

³-مجاهد حازم السيد حلمي عطوة، *تداعيات الأزمة المالية الحالية عالميا وأثرها على الوطن العربي*، المؤثر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية"، جامعة المنصورة، أبريل 2009، ص: 05.

⁴-وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 182.

⁵-M . R AMES H, *Economic Crisis and its Social Impacts Lessons from the 1997 Asian Economic Crisis*, Global Social Policy, 2009, p : 82.

الأزمة بلغ 6 مليون شخص، إضافة إلى 3 مليون شخص تعرضوا للتسريح في عام 1998¹. حتى أن بعض صغار المدخرين انتهى بهم الوضع إلى البقاء دون مأوى أو غذاء، وتعتبر أندونيسيا وتايلاند وماليزيا وكوريا البلدان الأكثر تضررا من جراء الأزمة².

- هناك شعور لدى أكثر من 250 مصرفا من كبار المصارف الأمريكية والأوروبية واليابانية، بأن عودة الثقة تبدو صعبة، لأن الأسواق التي كانت شديدة التفاؤل بالموضوع الآسيوي أدركت أن المعجزة قد ماتت بعد أن استنفذت شروط نجاحها واستمرارها³.

- تدخلت المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولي، فتم طرح حزمة سياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلية كما حدث في أندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت هذه الحزمة⁴.

4- الإجراءات والتدابير المتبعة لعلاج الأزمة الآسيوية:

وإدراكاً بالآثار المحتملة للأزمة الآسيوية على حركة التجارة و المال الدولي، بادرت بعض المؤسسات المالية إلى معالجة الأزمة لتضييق نطاقها إلى الدول الأخرى، وهذا باتخاذ مجموعة من الإجراءات والتدابير مثل:

أولاً. تعامل دول النمرور الآسيوية مع الأزمة: لقد اضطر البنك المركزي التايلندي إلى تعويم عملته وهذا بعد فقدته لكميات ضخمة من احتياطات النقد الأجنبي دفاعاً عنها، كما أنفقت الحكومة كذلك مليارات الدولارات بالعملة المحلية من أجل دعم ومساندة المؤسسات المصرفية المتأزمة دون التوجه لإغلاقها أو دمجها أو تأهيلها⁵.

أما في ماليزيا (وإلى حد ما تايلند) فقد اتخذت موقفاً خطيراً وجرئاً وهذا بمنع بعض أنواع التعامل في الأسهم، مما أدى إلى صعوبة خروج المستثمرين والمتعاملين الأجانب من السوق فخلق لديهم الشعور بوجودهم في مصيدة، وأن قوى السوق وآلياته لم تعد هي الحاكمة في حركة المتغيرات المالية والاقتصادية، وهنا بدأت بوادر أزمة الثقة التي دفعت المتعاملين للهروب إلى الخارج⁶.

ثانياً: سياسة صندوق النقد الدولي لمواجهة الأزمة: وجدت بلدان الأزمة الآسيوية في صندوق النقد الدولي منفذاً لها وهذا لمواجهة الأزمة والحد منها، وكانت القضية الأشد إلحاحاً في البداية هي إمدادها بالتمويل الكافي لإعادة الثقة للسوق والتعامل مع أزمة السيولة التي نتجت عن الهروب المفاجئ

¹- زغدار أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

²- M . R AMES H, Op-cit, P : 82.

³- زغدار أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

⁴- مجاهد حازم السيد حلمي عطوة، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

⁵- أحمد يوسف الشحات، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

⁶- مصطفى كامل السيد، أزمة الدول الصناعية الجديدة في شرق آسيا وقضية التنمية، كراسات التنمية، مركز دراسات وبحوث الدول النامية، جامعة القاهرة، العدد الثاني، جويلية 1998، ص: 30، 31.

لرؤوس الأموال وانهيار عملاتها. لكن بدلا من أن تؤدي برامج الصندوق إلى تهدئة الأوضاع، عجلت بهروب رؤوس الأموال من المنطقة، ويمكن أن نميز في هذا الإطار بين مرحلتين:

المرحلة الأولى: وقع خلالها صندوق النقد الدولي ثلاث اتفاقيات قروض طارئة مع كل من تايلند وكوريا واندونيسيا، وكانت اتفاقيات القروض الثلاث متشابهة المضمون، حيث تضمنت ما يلي:

- يخصص جانب كبير من القروض للحكومات والبنوك المركزية لتمكينها من تعزيز قدرتها على خدمة الديون الأجنبية وعلى تثبيت أسعار الصرف؛
- ضمان توفير إطار اقتصادي كلي يتميز بتوازن الميزانية، وارتفاع أسعار الفائدة الاسمية، وتقييد الائتمان المحلي بما يتفق ومتطلبات استقرار أسعار الصرف؛
- تبني إجراءات هيكلية وتوجيهية من أجل زيادة الشفافية والمنافسة، تتضمن التعجيل بإصلاح النظام المصرفي والتجاري والخصخصة، وغيرها.

لقد كانت الأموال الموجهة لمساعدة بلدان الأزمة الآسيوية ضخمة، وكانت أول خطوة في إطار سياسات الإصلاح هي استعادة الثقة في الأسواق المالية، غير أن هذه الإجراءات منيت بالفشل ولم يستطع الصندوق احتواء الأزمة واستعادة الثقة في الأسواق.

المرحلة الثانية: ابتداء من 24 ديسمبر 1997، وتضمنت هذه المرحلة ما يلي:

- التأجيل والتعليق الجزئي لمدفوعات الديون الأجنبية وفقا لاتفاقيات جماعية بين الدائنين والمدينين (كما في حالة كوريا) أو وفقا لاتفاقيات فردية بين الدائن والمدين (كما في أندونيسيا)؛
- ضمان الحكومات لخصوم البنوك التجارية، مع التركيز على إعادة هيكلة البنوك بدلا من إغلاقها؛
- التخلي عن هدف تحقيق فائض الميزانية والتركيز فقط على محاولة تخفيف العجز فيها.

إلى جانب الإبقاء على بعض المبادئ السابقة، كإصرار الصندوق على تثبيت أسعار الصرف، وتبني إجراءات هيكلية واسعة النطاق في مجالات التمويل والتجارة والرقابة على قطاع الأعمال.¹

5-المواعظ الناتجة عن الأزمة:

¹- أحمد يوسف الشحات، مرجع سبق ذكره، ص: 86-90.

إن الدول النامية هي أحوج ما تكون إلى السياسات الاقتصادية السليمة حيث أن أي أخطاء في هذا المجال ربما تكون مكلفة بشكل قد لا تستطيع هذه الدول تحمله. وإذا كانت هناك دروس يمكن الاتعاظ منها من خلال الأزمة الاقتصادية لدول جنوب شرق آسيا فإن أهمها يتمثل فيما يلي:

- إن الاحتياط من النقد الأجنبي لا توفر الحماية والحصانة للاقتصاد القومي إذا كانت هناك اختلالات هيكلية في ميزان المدفوعات.

- يؤدي التخفيض في العملة الوطنية إلى المخاطرة بالاحتياطات من العملات الأجنبية لدى البنك المركزي.

- عدم الاعتماد على التدفقات المالية الأجنبية قصيرة الأجل بمختلف أنواعها، وعدم الاعتماد في تمويل التنمية على الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة لحساسيتها الشديدة اتجاه تقلبات سعر الصرف.

- تجنب البنوك المحلية التعامل في المشتقات المالية نظراً لتوافر الخبرة الطويلة والاحتياطات الضخمة لدى الأسواق العالمية الدولية.

- التنوع في المنتجات والخدمات، والتنوع في التعامل مع عملاء عديدين ومناطق جغرافية مختلفة وقطاعات عديدة تجنباً للتركز.¹

- إتباع سياسات مالية ونقدية منضبطة ومحكمة من شأنه ليس فقط مساعدة الدول النامية على تحقيق الأهداف الاقتصادية المرغوبة بل إن ذلك من شأنه أن يحقق كسب ثقة واحترام المستثمرين والأسواق المالية الدولية كذلك.

- للاستفادة والتعامل مع ظاهرة العولمة الاقتصادية بشكل ايجابي، من الضرورة بمكان أن تكون مؤسسات الدول النامية الاقتصادية والمالية على مستوى هذا التعامل من حيث الإعداد والتحضير والممارسة العملية وهذا للحد من المخاطر المرتبطة بالعولمة. فليس من الحكمة الانفتاح على الخارج إذا كانت المعاملات المالية داخل البلد لا زالت تخضع للقيود.

- إن الإفصاح والشفافية دائماً مطلوبين وينبغي الحرص عليه وترسيخه قدر الإمكان، فالمشاكل الاقتصادية لا تكون في الغالب وليدة الصدفة بل هي في العادة محصلة تراكمات مخفية لم تحدث في النهاية التستر والتغطية.

- بعكس الانطباع السائد بأن إتباع اقتصاديات السوق يعني غياب دور الدولة فإن الأوضاع في الدول النامية تستدعي في الواقع دوراً أكثر فاعلية ولكن بالتأكيد دوراً أكثر كفاءة مما هو عليه الحال في الوضع الراهن. إن الوضع في الدول المتقدمة قد وصل إلى المستوى الذي أخذت فيه قوى السوق تعمل بالكفاءة المطلوبة، أما الوضع في الدول النامية فلا زال لا يسمح لقوى السوق بالعمل بالكفاءة اللازمة، الأمر الذي يحتاج من الدولة إلى بذل جهود أكبر ليس على صعيد تملك الأنشطة الاقتصادية

¹-رايس مبروك، انعكاسات العولمة المالية على الجهاز المصرفي، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص: 170.

كما جرت العادة عليه في السابق ولكن على صعيد التشريع والتنسيق والتخطيط والرقابة والإشراف والتأكد من كفاءة قوى السوق في تحقيق الأهداف العامة.¹

المطلب الثاني: أثر أزمة الرهن العقاري 2008 على الدول النامية

يقف العالم مندهشاً أمام أزمة مالية عالمية والتي أطلق عليها بأزمة الرهن العقاري، التي عصفت بالاقتصاد الأمريكي الاقتصاد الأكبر في العالم والذي أصبح مهدداً بالكساد والانهيار وظهور حالات إفلاس أكبر وأعرق المؤسسات المالية الدولية في أمريكا وفي العالم، وفي هذا المطلب سنرى كيف تحولت أزمة الرهن العقاري إلى الأزمة المالية العالمية في 2008، أسبابها، النتائج المترتبة عنها وأهم الإجراءات العالمية في مواجهة الأزمة.

1- تحليل أزمة الرهن العقاري:

قبل التطرق إلى تحليل ظاهرة الأزمة العقارية وجب علينا شرح مفهوم الرهن العقاري الأقل جودة أو من المستوى الثاني والتي يقصد بها القروض العقارية ذات أسعار الفائدة المتغيرة. والتي تتميز بالمخاطرة العالية لعدم وجود تدفقات نقدية متوقعة سواء للمقترض أو المشروع الممول يمكن للبنك الاعتماد عليها كمصدر لسداد القرض، وبما أن أسعار الفائدة على هذه القروض متغيرة، فهناك قابلية لأن تتعرض لخطر الانخفاض في أي لحظة، أو الارتفاع في أي وقت معين². بدأت البنوك الأمريكية تتوسع في منح القروض الأقل جودة لبناء المساكن بتطبيقها لمعدل فائدة لا يتجاوز 1% وهذا شجع على زيادة العرض والطلب على هذه المساكن مما ساعد على توجيه الاستثمار نحو هذا القطاع (إدارة بوش أعطت فرصة لكل مواطن أمريكي للحصول على منزل منفرداً) فكانت هذه الحركة طبيعية لكن عقود الاقتراض كانت بمثابة فخ للمقترضين وذلك من خلال شروط مفروضة من طرف المصرف الأمريكي والتي لم تحظ بحذر المقترضين لقلة خبرتهم وقلة درايتهم أو سوء تقديرهم لها، كالأشخاص ضعيفي الملاة وغير جديرين بالثقة إضافة أن لديهم تاريخ إفلاس ولهذا السبب تم تسمية هذه القروض بقروض الكذابين وكان حدوث ذلك بعيداً عن الرقابة المصرفية (وغياب الضمانات، فقد كان المقترض يقدم السكن كضمان للبنك عند عسره عن تسديد قيمة القرض)، وتم تبرير ذلك من خلال حرية آلية قوى السوق بإمكانية غياب الضوابط الحكومية بشكل كبير والتي شجعها عراب الاقتصاد الأمريكي "ألان غريسيان"، لكن انفجار الأزمة قاد غريسيان إلى الاعتراف بخطئه وتغيير وجهة نظره. وحسب آخر التقديرات بلغ حجم أزمة الرهن العقاري 5,1 ترليون دولار، كما أن الاقتراض ببطاقات الائتمان كان له دوره الحقيقي في تفشي الأزمة والذي أدى

¹ -جاسم المناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت، 8 ماي 1998، ص: 5، 6.

² -زابري بلقاسم، ميلود مهدي، الأزمة المالية العالمية: أسبابها وأبعادها وخصائصها، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، 13 - 14 مارس 2009، ص: 8-9.

إلى ارتفاع في مصاريف المقترضين مما نتج عنه تجاوز إجمالي ديونهم لمداخلهم لسنة أو سنتين، حيث أغلبهم كانوا يستعملون رواتبهم الشهرية لتسديد القسط المستحق عليهم لدى شركات بطاقات الائتمان.¹

وكان يتضمن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض شروطاً مجحفة أهمها تغيير أسعار الفائدة بصورة متتالية.²

وبعد مدة من الزمن تعقدت الأمور مع امتناع الكثيرون عن الدفع لصعوبة برامج تسديد الأقساط الشهرية، مما أدى إلى انخفاض تدريجي في أسعار العقارات الأمر الذي خلق ذعر وقلق لمعظم البنوك وشركات العقار، فقامت المؤسسات المالية الأمريكية بتوريق الديون العقارية وتحويلها إلى سندات مغطاة بأصول تم بيعها إلى شركات استثمار ومؤسسات مالية أخرى حول العالم وتداولها في البورصات العالمية.³

كما لجأ بعض المستثمرين العالميين بعد تفاقم المشكلة إلى شركات التأمين التي وجدت فيها فرصة للربح وذلك بضمان المنازل لو تمتع المواطنين محدودي الدخل عن سداد قيمة الرهن، لذلك قامت شركات التأمين بتصنيف سندات الديون إلى فئتين: الأولى قابلة للسداد، والثانية لا يمكن سدادها.

ثم بدأت شركات التأمين تأخذ أقساط التأمين على السندات من المستثمرين العالميين، تعقدت المشكلة فالمواطن محدود الدخل يظن أن المنزل له وشركات العقارات التي لم تستلم قيمة المنازل كاملة تظن أن المنازل لها، وفي نفس الوقت تظن البنوك أن المنازل لها بحكم ما أخذته محدودي الدخل من قروض بضمان المنازل، وفي نفس الوقت تظن شركات التأمين أن المنازل لها بحكم التزامها بدفع مبالغ السندات للمستثمرين الدوليين وذلك في حال عدم سداد قيمة الرهن للمواطنين محدودي الدخل.⁴

تدخلت البنوك المركزية في تقديم مليارات الدولارات كقروض للبنوك إلا أنه اتسعت رقعة البنوك التي تعاني من عجز في السيولة النقدية، الأمر الذي أدى في مرحلة تالية إلى ظهور حالات الإفلاس التي يشهدها الاقتصاد الأمريكي والعالمي والتي قدرت بحوالي 120 مؤسسة مالية أمريكية

¹-محمد عبد العزيز العصيمي، الأزمة المالية العالمية: آثارها على متوسط الحال في العالم، مجلة القافلة، أرامكو السعودية (شركة الزيت العربية (السعودية)، العدد 6، مجلد 57، نوفمبر- ديسمبر 2008، ص: 32، 33.

²-ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار، وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2008، ص: 4.

³-حماد طارق عبد العال، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص: 20.

⁴-محمود الصميدعي، الأزمة المالية العالمية والأفاق المستقبلية، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، الجزء الثاني، ط: 01، 2011، ص: 368-369.

فقط، ويكفي أن نشير إلى أن الأزمة المالية الحالية كلفت الاقتصاد الأمريكي فقط حتى تاريخه حوالي 1000 مليار دولار مما استدعى تدخلا مباشرا من الإدارة الاقتصادية لإيجاد حلها،¹

2- أسباب الأزمة المالية المعاصرة:

لقد تشابكت العديد من الأسباب وتضافرت مع بعضها البعض لتشكل و تتسبب في الأخير بحدوث الأزمة المالية العالمية، و يمكن إجمال أهم الأسباب التي كانت وراء اندلاعها فيما يلي:

أولا-تغير ظروف الاقتصاد الأمريكي: حيث يعاني الاقتصاد الأمريكي من عدة إختلالات منذ فترة طويلة أبرزها:

أ-عجز الميزانية والميزان التجاري: يقدر العجز المالي الأمريكي في ميزانية 2008 بمبلغ 410 مليار دولار أي 9,2% من الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يؤكد ضرورة الاهتمام بالتوازنات الاقتصادية وليس المالية، ويغلب الطابع العسكري على النفقات العامة حيث لا يهدف الإنفاق العام إلى التشغيل بقدر ما يهدف إلى تمويل العمليات الحربية الخارجية، كما أن الضرائب تستخدم كوسيلة للحصول على أصوات الناخبين بدلا من الحصول على إيرادات لتمويل العجز المالي. والملاحظ أن العجز التجاري الأمريكي يزداد منذ عام 1971، إذ أنه لم يسجل أي فائض بل عجز يزداد سنويا حتى وصل في عام 2006 إلى 758 مليار دولار، ويعود السبب الأساسي في ذلك العجز إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي على تلبية الاستهلاك.²

ب-حجم الإنفاق العسكري الأمريكي: وهو من الأسباب الغير مباشرة للأزمة كالنفقات العسكرية على الإرهاب والعراق وأفغانستان، إذ قدرت نفقات الحرب على العراق بمليون دولار كل ثلاثة دقائق.³

ثانيا: أسباب أخرى للأزمة المالية العالمية: إضافة إلى الأسباب المتعلقة بالاقتصاد الأمريكي هناك أسباب أخرى ساهمت أيضا إما في نشأة هذه الأزمة أو في تفاقمها بعد نشأتها ويمكن إجمال أهمها فيما يلي:

أ-الشروط الخاصة بمنح القروض: وكان يتضمن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض شروطا مجحفة أهمها:

- أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.

- أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية كلما رفع البنك المركزي سعر الفائدة.

¹-فريد كورتل، كمال رزيق، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

²-مصطفى حسني مصطفى، الأزمة المالية العالمية أسبابها وأثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، يومي 1-2 أبريل 2009، ص: 5.

³-سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، 2008، ص: 61.

- إذا تأخر المقرض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو 3 مرات.

- المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاثة الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القروض وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور 3 سنوات¹.

ب- التفريط في أسس الائتمان: لقد أدت التدفقات الهائلة لرؤوس الأموال إلى البنوك الأمريكية منذ ثمانينات القرن العشرين إلى سيولة مفرطة على مستوى هذه البنوك مما أدى إلى التوسع في منح القروض. والذي لم يكن بحسن نية فقد كان ما يحصل عليه أصحاب الإدارة العليا من دخول نتيجة الأرباح المحصلة من طرف البنوك على المدى القصير بغض النظر عن ما يتحمله المساهمين في المدى الطويل، كما ساهمت وكالات تقييم الجدارة الائتمانية في إهمال البنوك للأسس السليمة للائتمان من خلال عدم التزامها بالقواعد السليمة للتقييم².

ج- الإفراط في منح الائتمان: لقد عرفت القروض الممنوحة لذوي الملاءة الضعيفة طفرة في أمريكا خلال السنوات الأخيرة حيث كانت تمنح لأفراد دون اشتراط مركز مالي قوي، إن انخفاض سعر الفائدة بقرار من البنك المركزي الأمريكي بعد أزمة بورصة القيم التي تعرف بفقاعة الانترنت 2001 دفع العائلات الأمريكية لمزيد من الاقتراض ففي صيف 2007 بلغت نسبة التأخر في التسديد 16%، كما أن التوسع في الائتمان أدى إلى زيادة عبئ مديونية العائلات الأمريكية مع تدهور في الادخار³.

د- تغيرات سعر الفائدة: بعد انهيار أسعار أسهم شركات تكنولوجيا المعلومات والانترنت بالولايات المتحدة الأمريكية بالإضافة إلى أحداث 11 سبتمبر 2001 وما خلفته من آثار سلبية على نمو الاقتصاد الأمريكي قرر البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي تخفيض مؤشر أسعار الفائدة على عملية إقراض البنوك فيما بينها أكثر من 10 مرات في سنة 2001 من 6% إلى 1.75% حيث تعتبر هذه النسبة أدنى نسبة منذ سنة 1961⁴.

وباتخاذ قرار من قبل البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بزيادة معدلات الفائدة، أصبح المقرضين للقروض السكنية عاجزين عن سداد المستحقات التي عليهم الشهرية، وبذلك عمدوا إلى التخلي عن منازلهم للمؤسسات المالية التي تولت إقراضهم حيث قامت هذه المؤسسات المالية بعرض هذه المنازل في السوق لاستعادة المبالغ التي تم إقراضها وبزيادة العرض انخفضت أسعار العقارات

¹-ناصر مراد، مرجع سبق ذكره، ص: 4.

²-محمد تيمور، الأزمة التمويلية العالمية وسبل مواجهة آثارها على مصر، مجلة آراء في السياسة الاقتصادية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، العدد 22، ديسمبر 2008، ص: 2.

³-ظاهر هارون وعقون نادية، الأزمة المالية العالمية الراهنة، أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، 5-6 ماي 2009، ص: 7-8.

⁴-كرياء بله لوسي، الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من المنظور الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص: 5-7.

بصورة كبيرة، مما تسبب في تفجير الأزمة المالية حيث هذه القروض العقارات تم تحويلها إلى أوراق مالية يتم تداولها في البورصات العالمية وبذلك امتدت الأزمة إلى جميع أسواق العالم.¹

ه-ضعف الإشراف والرقابة: تخضع البنوك التجارية في معظم الدول لرقابة دقيقة من طرف البنك المركزي ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة للمؤسسات المالية الأخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية، وعلى المشتقات المالية، أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية وصناديق التحوط، وبالتالي تشجيع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية مما أدى إلى فقدان الثقة في النظام المالي.²

و-التوريق (بيع الديون) والتعامل بالمشتقات المالية: وهو من أسباب تفشي هذه الأزمة والذي يعرف بأنه أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا وهو ما يطلق عليها بالمحفظة، ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر، وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك.³ فعملية بيع الديون العقارية تتم من خلال تصكيكها (تجميعها وتحويلها إلى أوراق مالية يمكن لأي مستثمر في العالم شراؤها)، حتى تكونت منها أصول مالية رديئة، تثمينها صعب، وشراؤها عسير.⁴ ولكن البنك لم يكتف بالإقراض الأولي الذي حصل من خلاله على الضمان المتمثل في هذه العقارات، إنما عمد إلى إصدار موجة ثانية من الأصول المالية التي تكون مضمونة بهذه الرهون العقارية، وبالتالي يستخدم البنك العقار مرة أخرى ضمن محفظة أكبر كضمان للقروض التي يتحصل عليها من مؤسسات مالية أخرى، وهذا ما يسمى بالمشتقات المالية، وتكررت العملية حتى نتج عن العقار طبقات متتابعة من الإقراض بأسماء مؤسسات مالية واحدة بعد الأخرى، وفي حالة عجز المقترضين عن السداد أو حدوث انخفاض في أسعار قيمة العقارات في الأسواق ومنه انخفاض قيم سنداتهما، مما أدى في الأخير إلى انهيار المؤسسات المالية وشركات التوريق المسببة الرئيسية للأزمة.

ز-نمو نشاط المضاربات والانفصال بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي: إن النمو المتعاضم في حجم المضاربات لم يقابله نمو حقيقي ممثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم، فقد أجريت مضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة. إذ نتج عن توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة أرباح عالية، الراجعة أساسا إلى التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع، مما أدى إلى حصول فارق كبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حصل تغير في

¹- عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية: أزمة prime sub، ليجند للنشر، الجزائر، 2009، ص، ص: 53-54.

²-مراد رايقرشيد عودة، أسباب الأزمة الاقتصادية القريبة والبعيدة -رؤية إسلامية-، بحث مقدم في المؤتمر العلمي الحادي عشر بعنوان الأزمات الاقتصادية المعاصرة - أسبابها وتداعياتها وعلاجها-، جامعة جرش، الأردن، أيام 14-16 ديسمبر 2010، ص: 150.

³-عجيل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة 19، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة النشر، ص: 5.

⁴-محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، مجموعة زاد للنشر، جدة، السعودية، ط: 01، 2009، ص: 21.

المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب حدثت الأزمة. فقد كان المال يدور في القطاع المالي دورات متعددة لصالح المضاربين والمقامرين الذين يهدفون إلى الحصول على الأرباح الكبيرة دون أن يكون له أثر على الإنتاج بالإضافة إلى الوسطاء الماليين اللذين أصبحوا يتاجرون لحسابهم الخاص ولم يكتفوا بالتجارة لحساب عملاءهم مما زاد في توسع القطاع المالي.²

ح-العولمة المالية: وهذا ما حدث بالفعل في الأزمة المالية العالمية الراهنة حيث كانت المشتقات المالية بالأداة المفجرة للأزمة من خلال تمادي البنوك بتحويل قروض الرهن العقاري إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون)، ومع ظهور حالات العجز عن تسديد القروض من طرف المقترضين التي نتج عنها انهيار أسعار سندات البنوك وكبار المستثمرين والبنوك الاستثمارية تدهورت هذه المشتقات المالية فتسارع الجميع لتصفية مراكزهم المالية مما أدى إلى انخفاض في مؤشرات البورصات فانهارت.³

ط-انخفاض سعر صرف الصين (اليوان): إن سعر صرف اليوان جعل البضائع الصينية رخيصة للغاية و دفع المستهلك الأمريكي إلى شرائها بكثرة، وقد وفر هذا للصين سيولة نقدية كبيرة وضفتها في شراء سندات خزينة أمريكية وسندات قروض مدعومة و رهون عقارية، مما سمح للبنوك الأمريكية بتوسيع دائرة الإقراض و تسبب في هذه الأزمات.⁴

ي-وكالات التصنيف الائتماني ومساهمتها في الأزمة المالية العالمية: تستحوذ وكالات التقييم الأمريكية الثلاثة الكبرى على 95% من السوق الأمريكي، التي يكمن دورها في تقييم الجدارة الائتمانية للمقترض (مؤسسات خاصة أو عامة) عن طريق القياس بالضبط مخاطر عدم سداد ديونهم، و تسمح العلامة المعطاة للمستثمرين بحصولهم على معلومات بسيطة ومقروءة لمخاطر تعثر تلك الأعوان وخلال الطفرة التي سبقت الأزمة في الأوراق المالية المدعومة بالرهونات العقارية الأمريكية الخطرة كثيرا ما كانت تعطي تصنيفات بدرجة AAA أعلى تصنيف لأعداد كبيرة من تلك الإصدارات الأمر الذي أشعل الطلب عليها وولد إيرادات كبيرة لوكالات التصنيف الكبرى . فحسب هيئة التحقيق في الأزمة المالية التي تتولى التحقيق في أسباب الأزمة المالية التي وجهت أصابع الاتهام بضراوة إلى هذه الوكالات من قبل، حيث أثرت العديد من الشكوك بشأن مدى

¹ -جوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص: 09، 10.

² -إبراهيم العيسوي، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية قناة طبيعة الأزمة، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية تقييم واستشراف، بيروت، 2009 مارس ص، ص: 8-9.

³ -ظاهر هارون وعقون نادية، الأزمة المالية العالمية الراهنة، أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، 5-6 ماي 2009، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، مصر، ص، ص: 4-6.

⁴ -إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص، ص: 66-67.

مصادقيتها وشفافيتها، ولم تأتي تلك الشكوك من فراغ بعد أن كشفت الأزمة المالية العالمية عن وجود عيوب وتلاعبات كثيرة اعترت عمليات التصنيف التي تجربها هذه الوكالات¹.

3- نتائج وانعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي:

ظهرت تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي بوضوح خلال الفترة المنقضية من عام 2008، بشكل يؤكد أن العالم سيدفع ثمن التعافي من هذه الأزمة مع الولايات المتحدة الأمريكية، بحيث أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي أن هذه الأزمة لن تنجو منها أي دولة من دول العالم، إذ تعتبر من أخطر الأزمات التي شهدتها النظام الرأسمالي منذ أزمة 1929، ويمكن لنا إبراز أهم آثار هذه الأزمة على عدة مجالات والمتمثلة فيما يلي:

أولاً. انعكاسات الأزمة المالية على الولايات المتحدة الأمريكية: تشهد الولايات المتحدة أزمة مالية عنيفة انتقلت عدواها إلى الأسواق المالية لمختلف الدول وبات علاجها عسيراً، ولم تعد الأزمة الأمريكية الحالية جزئية تقتصر على العقارات بل أصبحت شاملة تؤثر مباشرة على جميع القطاعات ومن بين آثارها نجد:

أ- إفلاس البنوك والمؤسسات العالمية: سجلت خسائر الأزمة المالية العالمية في الأسواق المالية والعالمية بتريليون دولار، هذه الأزمة التي أدت إلى إفلاس رابع أكبر مصرف أمريكي BROTHERS LEHMAN وأحد أكبر المصارف في العالم، الذي لم يشفع له عمره المديد (158 عاماً) كي يتجاوز الأزمة المالية التي عكست في حقيقتها تراكم الأزمات المالية والاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية، والدول الصناعية الكبرى.

ب- تنامي معدلات البطالة: ارتفعت نسبة البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 1.1% سنة 2009، وحتى شهر ماي 2009 سجل الاقتصاد الأمريكي فقدان 5.1 مليون وظيفة نتيجة الركود الاقتصادي كما توقع مجلس الاحتياط الفيدرالي الأمريكي مزيداً من تراجع الاقتصاد، وتعاطم البطالة حتى العام 2011². حتى وصلت إلى 6.5% وهي النسبة الأعلى منذ 14 عام³.

ج- انهيار البورصات: بعد الإفلاس الغير المتوقع للبنوك والمؤسسات المالية الكبرى انخفضت أسعار الأوراق المالية بصورة كبيرة ومنتالية مما أدى إلى انهيار أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وفي معظم دول العالم، وترتب عن ذلك زيادة تخلي المستثمرون على ملكية الأسهم وتوجههم بشكل كبير على شراء سندات الخزانة الأمريكية نظراً ل ضمانتها القوية، وقد لجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية

¹- بلعوز بن علي، مداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية شرعية، المؤتمر الدولي الرابع حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية، الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010، ص: 10.

²- بوعمره الهام، المعالجة الإعلامية للأزمة المالية العالمية من خلال الصحافة الجزائرية المكتوبة -دراسة تحليلية لعينة من الصحف اليومية - الشعب، المساء، الشروق اليومي، EL Watan، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الإعلام والاتصال، قسم علوم الإعلام والاتصال، جامعة الجزائر-3، 2013/2014، ص: 220.

³- ظاهر هارون، العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

المدعومة بقروض عقارية. وفي أول تداعيات هذه الأزمة على البورصة الأمريكية هبط مؤشر "داو جونز" الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى أما في يوم الاثنين التالي للأزمة فقد تعرضت البورصة الأمريكية لأكبر خسارة لها على مدى ثلاث سنوات، حيث انخفض مؤشر "ستاندرد أند بورز" بنسبة 8.79%، وانخفض مؤشر "ناسداك" بـ 9.14%¹.

د-تفاقم العجز في الميزانية الفيدرالية الأمريكية: أدى عجز الموازنة العامة للحكومة الأمريكية والذي صاحبه عجز أكبر في الميزان التجاري للدولة، بأن بدأ تحول ملحوظ من الدولار إلى العملات الأخرى في التسويات الدولية، مما ساعد على انخفاض سعر الدولار وحجم التدفقات المالية الداخلة إلى الولايات المتحدة الأمريكية مما انعكس على السيولة. ولقد بلغ العجز في الميزانية الأمريكية عام 2008 مقدار 410 مليارات الدولار أي بنسبة 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي.

ه-المدىونية الخارجية: تفاقم حجم المديونية العامة والخاصة سنة 2008 إلى 8.9 ترليون دولار وهو ما يعادل 64% من حجم الناتج المحلي الإجمالي، وهو يمثل 3 أضعاف حجم الديون الخارجية للدول النامية مجتمعة، في حين أن الديون الفردية الناجمة عن أزمة العقارات بلغت 6.6 ترليون دولار أي ما يعادل إيرادات النفط للمملكة السعودية لمدة 55 سنة.

ز-تفاقم العجز في الميزانية الفيدرالية الأمريكية: أدى عجز الموازنة العامة للحكومة الأمريكية والذي صاحبه عجز أكبر في الميزان التجاري للدولة، بأن بدأ تحول ملحوظ من الدولار إلى العملات الأخرى في التسويات الدولية، مما ساعد على انخفاض سعر صرف الدولار وحجم التدفقات المالية الداخلة إلى الولايات المتحدة الأمريكية مما انعكس على السيولة، ولقد بلغ العجز في الميزانية الأمريكية عام 2008 مقدار 410 مليارات الدولار أي بنسبة 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي².

ح-وهناك آثار أخرى عصفت بالاقتصاد الأمريكي: كانخفاض سعر الدولار بحدّة مقابل العملات الرئيسية الأخرى خاصة الين واليورو قبل الأزمة، وفي ظلها وبعدها³، أدت الأزمة إلى تعرض كبرى شركات السيارات الأمريكية وهي جنرال موتورز و فورد وكرايسلر إلى أزمة سيولة حادة مما جعلها تطلب قروضا حكومية عاجلة تصل قيمتها إلى نحو 34 مليار دولار لتتفادى خطر الانهيار والإفلاس⁴. انخفاض عمليات بناء المساكن وتدهور أسعارها وارتفاع حالات الشراء من طرف الأجانب لحصص في الشركات والمصانع الأمريكية، زيادة خسائر الطيران المدني، ازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات، انخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار

¹- إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 71-73.

²-قرمية دوفي، الأزمة المالية العالمية وتغير المواقف حول دور الدولة تقديم الاقتصاد الإسلامي نموذجا، جامعة محمد خيضر بسكرة- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أبحاث اقتصادية وإدارية العدد التاسع عشر، جوان 2016، ص: 117.

³-خالد عبد الرحمان البسام، آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي والاقتصاد السعودي، الغرفة التجارية الصناعية جدة، نوفمبر 2008، ص ص: 1-2.

⁴-زايدي عبد السلام، مقران يزيد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر)، ملتقى الدولي الثاني- الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- جامعة خميس مليانة- يومي 6/5 ماي 2009، ص: 15.

والاستثمار هذا ما أدى إلى مزيد من الكساد حيث وصل معدل التضخم في جويلية إلى 1.5% مع توقعات وصوله إلى 5.5% في 2009.

ثانيا. انعكاسات الأزمة المالية على الدول المتقدمة: بعد أن توالى فصول الأزمة المالية العالمية وانهارت بعض أكبر المؤسسات المصرفية في الولايات المتحدة، أشارت الأرقام إلى أن الأزمة قد امتدت إلى مناطق مختلفة من العالم، ففي دول الاتحاد الأوروبي، وبرغم التوقعات التي سادت بعدم تأثرها بالأزمة إلا أن الواقع الفعلي أثبت مدى خطأ هذه التوقعات، خاصة بوجود العولمة المالية فكانت للبلدان المتقدمة حصة من هذه الأزمة، فتمثلت أثارها فيما يلي:

أ- انعدام الثقة في القطاع المصرفي العالمي: هناك خاصية يتميز بها القطاع المالي والمصرفي تحديداً، وهي عند إفلاس أو انهيار مؤسسة مالية بسبب وضعها السيئ فإن الذعر يصيب المودعين في المؤسسات المصرفية الأخرى التي يكون وضعها المالي جيداً، ومن ثمة يلجئون إلى سحب ودائعهم بصورة مفاجئة مما يؤدي إلى انهيار تلك المؤسسات المالية، فلقد أدت هذه الأزمة إلى حدوث خسائر ضخمة وإفلاس العديد من البنوك حول العالم.

ب- أثر الأزمة المالية على معدلات النمو الاقتصادي: تشير التوقعات لكل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي إلى اتجاه معدلات النمو الاقتصادي في معظم دول العالم إلى الانخفاض عام 2009، والذي كان نتيجة تراجع الأسعار الأولية، فقد أصدر صندوق النقد الدولي تقريراً بعنوان (أفاق الاقتصاد العالمي) توقع فيه أن النمو الاقتصادي في اقتصاديات الدول المتقدمة سيصل إلى مستوى قريب من الصفر عام 2009، وهذا بتراجع غير مسبوق.¹

ج- تدهور قيمة الأدوات المالية في الأسواق العالمية: حيث انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في البورصات العالمية بنحو نصف قيمتها لتبلغ أقل من 30 تريليون دولار من أعلى قيمة لها في العام 2008، كما امتدت آثار هذه الأزمة إلى باقي البورصات في كل من أوروبا وآسيا، فتعرضت البورصات العالمية إلى تراجع في مؤشراتها بحيث انهارت أسواق المال في كل من تايلندا وماليزيا وهونج كونج وأندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان، لكن التدهور الذي عرفه السوق الصيني كان أقل وذلك يعود لعدم امتلاك بنوك الصين لاستثمارات لها علاقة بأزمة الرهن العقاري الأمريكي فتأثرها كان من حيث انخفاض حجم صادراتها، في حين سجل تدهورا في جميع الأسواق المالية الأوروبية مثل أسواق السويد وهولندا والنرويج وبلجيكا والنمسا والدنمرك وفنلندا وبريطانيا وألمانيا.² لكن التقارير أشارت إلى أن البورصة اليابانية هبطت إلى أدنى مستوى لها منذ 25 عاماً، إذ هبط مؤشر "نيكي" الياباني بنسبة أكثر من 11% ليسجل أكبر خسارة في يوم واحد منذ انهيار أسواق الأسهم عام 1987 كما سحب العديد من المستثمرين اليابانيين أموالهم من الولايات المتحدة مما نتج عنه ارتفاع الين مقابل الدولار الأمر الذي انعكس بشكل سلبي على الصادرات اليابانية. وكان السبب الرئيسي وراء هذه الانخفاضات هو ارتفاع حدة المضاربات في الأسواق المالية العالمية.³

¹- عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 276-320.

²- طاهر هارون وعقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 14، 15.

³- عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 320.

د-ظهور حالات الركود وبوادر الكساد: أدت الأزمة المالية إلى دخول الاقتصاد العالمي في ركود اقتصادي نتيجة انخفاض الاستهلاك وتقليص إنفاق الشركات والنشاط الإسكاني، وانعكس ذلك على العجز في الميزان التجاري للدول المتقدمة، إذ حقق الميزان التجاري لدول الاتحاد الأوروبي في سنة 2008 عجزاً بقيمة 2,27 مليار أورو (ما يعادل 36 مليار دولار) مقارنة بـ1,16 مليار أورو سنة 2007.¹ كما نشر إعلان رسمي ينوه بدخول إيطاليا وألمانيا كأول وثالث اقتصاد أوروبي في مرحلة ركود اقتصادي². أما في أستراليا، تراجع إنتاج شركات المناجم ولجأت الحكومة إلى ضخ أكثر من 20 بليون دولار أمريكي في الأسواق حتى تاريخ مارس 2009 لتحفيز الاقتصاد الوطني.³

ه-تذبذب أسعار الذهب والعملات: لوحظ على أسعار الذهب تغيرها صعوداً وهبوطاً أثناء الأزمة بشكل حاد فقد نجد خلال أيام انخفاضاً في أسعار الذهب يمثل انخفاضاً كبيراً ومن ناحية أخرى قد يحدث ارتفاعاً حاداً بعد أياماً أخرى وهكذا، وفي المقابل شهدت العملات الدولية القابلة للتحويل تغيرات شديدة و عدم استقرار في أسعار الصرف أي العلاقة بين تلك العملات وبعضها البعض، وقد انخفض سعر الدولار عدة مرات متتالية مما أثر على باقي العملات الأخرى ومعنى ذلك خلق حالة من عدم الاستقرار في أسعار الصرف.

و-انخفاض حجم التجارة الدولية: كان للأزمة انعكاسات وأثراً كبيرة للغاية على التجارة العالمية فقد أعلنت منظمة التجارة العالمية بأن معدل تراجع التجارة الدولية كانت كبيرة للغاية حيث انخفضت التجارة العالمية للمرة الأولى منذ 1982، ولما لا فالاقتصاد الأمريكي المنهار يمثل ما لا يقل عن 30 % من الناتج المحلي الإجمالي العالمي ويؤثر مباشرة على ما لا يقل عن 50 اقتصاديات 50 دولة تأثيراً مباشراً، فإذا كان هذا الاقتصاد دخل في حالة ركود عام 2008 فإن التوقعات والمؤشرات كلها تشير إلى انخفاض الطلب لهذه السوق على المنتجات من الدول الأخرى بمعدلات كبيرة وهو ما انعكس على انخفاض الصادرات المتدفقة من الدول الأخرى على الاقتصاد الأمريكي، ومن ناحية أخرى انخفضت قدرة هذا الاقتصاد الأمريكي أيضاً على الاستيراد وكذلك على التصدير.⁴

ز-ارتفاع خسائر الشركات الكبرى العاملة في أمريكا: فقد أطلقت العديد من الشركات الأوروبية الكبرى مثل "سيمنز" و"ميتشلان" إشارات تحذيرية من تأثير الأزمة الأمريكية عليها، كما أثرت الأزمة على الشركات الأوروبية التي تعمل في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تحملت شركة BMW لصناعة السيارات خسائر بقيمة 236 مليون دولار نتيجة تزايد الديون المعدومة وتراجع نشاط تأجير السيارات، واتساع تأثير الأزمة ليشمل قطاعات مثل الصناعات الدوائية والإلكترونيات والحديد والأسمنت وتعتبر من الخسائر الكبرى التي حدثت في الربع الثالث من عام 2008، مع توقعات بمزيد من الخسائر، وهذا بدوره لن يؤدي إلا إلى المزيد من البطالة، وانخفاض في القدرة الشرائية للمستهلكين.⁵ إذ أن قطاع السيارات يعتبر ثاني قطاع متضرر من تسريح العمال بعد القطاع المالي.¹

¹-ناصر مراد، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

²-فريد كورتيل، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

³-بوعمره الهام، مرجع سبق ذكره، ص: 220، 221.

⁴-عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 232، 328.

⁵-إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، مجلس الغرف السعودية، المملكة العربية السعودية، 2008/10/10، ص: 03.

ح- ارتفاع معدلي البطالة والتضخم: فقد وصلت معدلات التضخم إلى 3.5% نتيجة لاقتران ارتفاع أسعار النفط والمواد الغذائية مع التباطؤ الاقتصادي وانخفاض ثقة المستهلكين. كما تجاوزت معدلات البطالة 11% خلال العام 2009، مما أوجد مشاكل اجتماعية وأمنية حيث أعلن مكتب الاتحاد الأوروبي للإحصاء أن عدد العاطلين عن العمل في منطقة اليورو التي 16 دولة وصل إلى 14.579 مليون شخص خلال شهر ماي 2009. وقد كشف استطلاع للرأي يشمل 15 قطاعا اقتصاديا حيويا في ألمانيا أن نحو 215000 وظيفة هددت بالإلغاء عام 2009، وفي بريطانيا ارتفاع معدل البطالة إلى 7,5% مقابل 5,2% في الربع الأول من عام 2008.²

ثالثا. انعكاسات الأزمة المالية على الدول النامية:

من حسن حظ الاقتصاديات النامية أن أسواقها المالية ليست متطورة بالقدر الكافي من حيث المنتجات المتداولة فيها، ومن حيث مرونة أسواقها للتغيرات الاقتصادية، إلا أن ذلك لم يمنع الدول النامية من التأثر بالأزمة على النحو التالي:

أ- ستعاني الاقتصاديات النامية المعتمدة في نموها على الاستثمار الأجنبي المباشر صعوبات نتيجة سحب أو تراجع حجم الاستثمارات فيها. وقد لاحظ تقرير الاستثمار العالمي لسنة 2008 أن عمليات الاندماج وال شراء تراجعت في النصف الأول من سنة 2008، ويمكن أن يفسر تراجع الاستثمارات في بعض جوانبه بإعادة المستثمرين ضخ رؤوس أموالهم في الدول الصناعية بعد خطط الإنقاذ المعتمدة،

ب- تراجع تحويلات العاملين إلى الدول النامية، ذلك أن هذه التحويلات أصبحت أحد مصادر التمويل الخارجية فيها وذلك بسبب التطور الحاصل في عدد العمالة المهاجرة حول العالم، وانخفاض تكلفة خدمات التحويل. وتقف الولايات المتحدة على رأس عشرين دولة مرسله لتحويلات العاملين في العالم، مما يعكس درجة التأثير الذي يمكن أن تمارسه الأزمة على هذه التدفقات،

ج- خسائر الصناديق السيادية التابعة للدول النامية والعاملة على مستوى الأسواق المالية للدول الصناعية المعنية بالأزمة،

خ- إمكانية تراجع الدول الصناعية عن تعهداتها بخصوص زيادة المعونات إلى البلدان النامية المتضررة من آثار الأزمة، بفعل تراجع النشاط الاقتصادي في الدول الصناعية. وهو ما يمكن أن يزيد من عدد الفقراء، ويعمق مستويات الفقر في الدول النامية،

د- أدى تباطؤ معدلات النمو العالمي إلى تراجع الطلب على النفط الذي يعتبر أهم مكون لصادرات بعض الدول النامية (العربية منها)، مما دفع إلى انخفاض أسعاره. وتقوم الكثير من هذه الدول بإعداد ميزانياتها وتقدير برامجها على أساس الأسعار المرجعية للنفط،³ فقد لوحظت الانخفاضات المتتالية

¹-Sebastian Paulo, *L'Europe et la crise économique mondiale*, Publication de la fondation Robert Schuman, Avril 2011, p : 04.

²-الطاهر هارون، العقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

³-قدي عبد المجيد، *الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية*، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، العدد 46، ربيع 2009، ص- ص: 20-21.

لأسعار البترول بداية من تفجر الأزمة حيث كانت أسعار البترول قد وصلت إلى 150 دولار للبرميل نجده انخفض إلى 147 دولار للبرميل، وفي 12 سبتمبر 2008 انخفضت أسعار النفط إلى أقل من 100 دولار للبرميل، ومع تفجر الأزمة وصل سعر البرميل في المتوسط حوالي 93 دولار للبرميل، وفي 18 نوفمبر 2008 وصل سعر البرميل إلى أقل من 55 دولار، الأمر الذي أدخل الدول المنتجة للنفط مرحلة زيادة العجز في موازنتها حيث أن معظمها اعتمدت على 60 دولار سعرا لبرميل النفط، وبعضها الآخر اعتمد 40 دولار سعرا للنفط في موازنتها. وقد وصل سعر البرميل في 31 ديسمبر 2008 إلى 33 دولار للبرميل.¹ وهذا ما يعني أن الكثير من البرامج والمشاريع عرفت التأخر أو التوقف الجزئي وحتى الدائم،

ذ- الأثر على الفقر والفقراء في العالم: تشير كافة التوقعات إلى أن مساحة الفقر ستزداد في العالم بسبب الأزمة بل وعدد الفقراء سيزدادون بشكل متزايد وخاصة إذا امتدت الأزمة إلى عام 2013 كما تشير بعض التوقعات، حيث تقدر منظمة العمل الدولية أن أعداد الفقراء العاملين بأقل من دولار واحد في اليوم قد يرتفع إلى حوالي 40 مليون ويتجاوز عدد الذين يعيشون على دولارين في اليوم 100 مليون وهكذا سيزداد الفقراء الذين يقعون تحت حد الفقر وسيضم إلى الفقراء كل الذين فقدوا وسيفقدون وظائفهم،²

ر- أما عن تأثير الأزمة المالية العالمية على مستوى الاقتصاديات العربية في هذا الإطار يمكننا تقسيم الدول العربية إلى مجموعتين من حيث مدى تأثرها بالأزمة (وهناك من قسمها إلى ثلاثة)، المجموعة الأولى هي مجموعة الدول العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة وتشمل دول مجلس التعاون الخليجي العربية وهي السعودية، البحرين، عمان، قطر، الكويت، الإمارات العربية المتحدة، أما المجموعة الثانية فهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة والمنخفض وتشمل: المغرب، الأردن، مصر، ليبيا، تونس، الجزائر...

المجموعة الأولى: وتشمل هذه المجموعة اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي والتي تعرضت بشكل مباشر لخسائر مالية بسبب انتقال آثار الأزمة إلى أسواقها المالية فقد سجلت البورصات العربية خسائر كبيرة خاصة في قطاعي العقارات والبنوك في مختلف الأسواق وامتدت هذه الخسائر حتى إلى اقتصادياتها المحلية نتيجة لدرجة الانفتاح الكبير على الأسواق المالية وحركية رؤوس الأموال التي تجري بسرعة ودون ضوابط رقابية، وعند انخفاض أسعار النفط بنسبة 50% تأثرت صادراتها، وانعكست سلبا على معدلات النمو الاقتصادي، ومن ناحية أخرى تشير بعض التقارير أن صناديق الثروات السيادية التي تستثمرها هذه الدول في الخارج عرفت تراجعاً بنسبة 30% وخسرت 450 مليار دولار وهي قيمة تساوي مجموع مداخل النفط لدول الخليج لعام كامل. كما أدى

¹- عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 324-328.

²- نفس المرجع، ص-ص: 333-334.

خوف المتعاملين من تداعيات الأزمة إلى ارتفاع معدل المسحوبات من البنوك العربية مما سبب خلا واضطرت البنوك إلى ضخ كميات من السيولة لتلبية الطلب على النقد.¹

أما بالنسبة للمجموعة الثانية فيكون التأثير عليها محدودا رغم إعلان مصر رسميا عن تراجع السياح بسبب الأزمة المالية كما ارتفعت نسبة البطالة خاصة في الشركات الأجنبية المتأثرة بالأزمة، إضافة إلى العمالة المسرححة من الخارج باستثناء قطاع النفط في الدول النفطية كالجزائر مثلا فتأثرها بنفس مستوى تأثر دول المجموعة الأولى.²

4- أهم الإجراءات العالمية في مواجهة الأزمة: تعددت الإجراءات المتخذة في مواجهة هذه الأزمة نذكر منها:

أولا. الإجراءات الأمريكية: عهد مسئولون أمريكيون وشركاؤهم العالميون ببذل جهود حثيثة مشتركة لمواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية، وتطويق أي خطر محتمل يمكن أن ينجم عن دخول الاقتصاد الدولي في فترة من ركود اقتصادي عالمي شامل. وفيما يلي أهم الإجراءات الأمريكية في مواجهة الأزمة العالمية:

لقد كان للتأخر في اتخاذ القرارات تكاليف كبيرة، فعند ظهور بوادر الأزمة في أوت 2007 لم تتجاوز الخسائر 500 مليار دولار، وعندما شاعت الأزمة المصرفية ارتفعت الخسائر، ولما انخفضت البورصة تبخرت قيمة الأسهم. فقد تبلورت أساليب مواجهة الأزمة أمريكيا فيما عرف بخطة الإنقاذ وهي الخطة التي صاغها وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون والتي تهدف إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية والتي تعود إلى دافع الضرائب كما تهدف إلى حماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن. لقد عارض الرئيس جورج بوش في بداية الأمر خطة الإنقاذ المالي، حيث اعتبرها لإنقاذ المقرضين والمقرضين الذين لا يشعرون بالمسؤولية، ولكنه بعد ذلك تراجع عن التهديد باستخدام الفيتو (حق النقض) ضد الخطة وكذلك بعد موافقتي كل من مجلسي الشيوخ والنواب عليها بعد إدخال تعديلات أساسية على الخطة الأولى، وبعد قول وزير الخزانة الأمريكي هنري بولسون بأن دعم الشركتين فاني ماي وفريدي ماك هو أمر ضروري لتهدئة الأسواق المحلية والخارجية.³ فقد خصص لمخطط بولسون 700 مليار دولار لشراء الديون المعدومة من البنوك. لكن وبعد مرور ثلاثة أشهر على وضع البرنامج، تبين أن ضخ 700 مليار دولار لم تكن كافية لإخراج البنوك من المنغلق الذي وصلت إليه.

¹- ثريا الخزرجي، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة، المؤتمر العلمي الثالث حول: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول- التحديات والافاق المستقبلية، الأردن، جامعة الإسراء الخاصة بالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 28/29 أفريل 2009، ص: 23.

²- بوعمرة الهام، مرجع سبق ذكره، ص: 224.

³- عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 337-338.

وهو ما تطلب تخصيص اعتمادات إضافية في حدود 2000 مليار دولار لتوقيف المسار الانهياي للمنظومة البنكية.¹ لكن وضعت الحكومة الأمريكية شروطا منها:

- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق،
 - رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد،
 - إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات،
 - تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند رحيلهم،
 - منع دفع تعويضات باهظة لرؤساء أو مدراء الشركات الذين يتم تسريحهم أو يستقيلون بعد أن عملوا في شركات باعت أصولا إلى وزارة الخزانة طالما تساهم الخزانة فيها،
 - منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها، وحددت المكافآت لمسؤولي الشركات الذين يفيدون من التخفيضات الضريبية بـ 500 ألف دولار،
 - استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق،
 - يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، ويضم رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة،
 - يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على الحضور في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات،
 - تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة،
 - يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة،
 - إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات،
 - إجراءات حماية للمالكين المهددين بمصادرة مساكنهم بينما من المقرر تطبيق مليوني إجراء من هذا النوع في 2009،
 - السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية للمدينين الذين يواجهون صعوبات،
 - مساعدة المصارف المحلية الصغيرة التي تضررت بأزمة الرهن العقاري.²
- ثانيا. الجهود الأوروبية في مواجهة الأزمة: بدأت مواجهة الأزمة المالية في أوروبا بتحركات أحادية من الدول الأوروبية، تفتقر إلى التنسيق والموحد وان توافقت فيما بينها في الاستراتيجية التي تحكمها ثم تطور الأمر بعد ذلك إلى إدراك أهمية التنسيق المشترك، لاتخاذ مواقف متناسقة بين هذه الدول في مواجهة الأزمة المالية.
- أ- التحركات الأوروبية أحادية في مواجهة الأزمة:
- أعلنت كل دولة من الدول الأوروبية عن تحركات أحادية تفتقر إلى التنسيق المشترك وتتضمن خطط إنقاذ مالية هائلة:

¹-فتح الله ولعلو، نحن والأزمة الاقتصادية العالمية، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، المغرب، 2009، ص-ص: 26-28.

²-قنطججي سامر مظهر، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية، دار النهضة، دمشق، سوريا، 2008، ص ص: 88-90.

-فبعد الهجوم الضاري الذي قاده الرئيس الفرنسي SARKOZY Nicolas بتحميله النظام المصرفي الأمريكي مسؤولية اندلاع الأزمة، وبعد إلقائه لخطاب يقول فيه "... إن فكرة القوة المطلقة للأسواق ووجوب عدم تقييدها بأي تدخل سياسي كانت فكرة مجنونة، وفكرة أن الأسواق دائما على حق كانت فكرة مجنونة أيضا..." وعلى ضوء نقده هذا طالب بالعمل على إجراء إعادة نظر شاملة وجذرية للنظام النقدي العالمي، مثلما حدث في BRETTON WOODS الأمريكية عام 1944، وقد أيده في هذا رئيس الوزراء البريطاني Broun Gordan وكذلك رئيس الوزراء الإيطالي BERLUSCONI وSilvio وبعض قادة دول آسيا وأمريكا اللاتينية، إذ تزعمت فرنسا بجدارة التيار الناقد للبرالية، وفشل التجربة الأمريكية التي ساعدت على اندلاع الأزمة المالية لأنها أقل الدول الغربية تضررا من الأزمة كونها تحتكم إلى قوانين صارمة تعرقل حرية العمل والتسيب في المصارف والمؤسسات المالية، مما قلل من مديونية الحكومة الفرنسية التي لم تزد عن 05% من إجمالي الناتج المحلي عام 2007.¹ كما أعلن الرئيس الفرنسي أن بلاده أعدت خطتين لمساعدة البنوك الأولى بقيمة 300 مليار يورو، كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك، والأخرى بقيمة 40 مليار يورو للحصول على حصص في الشركات والمؤسسات المالية المتعثرة. فضلا عن إنشاء صندوق سيادي لمصلحة الشركات الإستراتيجية التي تواجه صعوبات مالية. كما تقدم باقتراح لإنشاء صندوق أوروبي برأس مال قدره 300 مليار يورو لمساعدة البنوك الأوروبية. إلا أن ألمانيا رفضت هذا الاقتراح. كما أعلن عن خطة جديدة لمساعدة قطاعات الإسكان والسيارات.

ففي بريطانيا تم تخصيص حوالي 3 مليار دولار لشراء أسهم في عدد من كبرى البنوك البريطانية، وقدمت خطة إنقاذ بـ30 مليار دولار وخفضت ضريبة القيمة المضافة على السلع الاستهلاكية.

كما أعلنت المستشار الألمانية خطة إنقاذ كبيرة لبلدها لدعم القاعدة الرأسمالية للمؤسسات المالية، أما إسبانيا فقد أقرت قانونا يضمن الديون حتى نهاية سنة 2009، وأعلنت عن إمكانية شراء كميات من الأسهم في المؤسسات المالية، أما إيطاليا فقد أطلقت تصريحات حول محدودية المخاطر التي تتعرض لها بفضل ممارسات الإقراض المتحفظة، وعلى نفس الخطى تبعته كل من الدنمرك، هولندا ونيوزيلندا وحتى استراليا، لكن الإجراءات التي اتخذتها بعض الدول مثل إيسلندا أثرت على دول المنطقة، لذلك فطنت دول الاتحاد الأوروبي إلى أهمية التحرك المنسق فيما بينها، في مواجهة الأزمة.

ب- التحرك الأوروبي المنسق والمشارك في مواجهة الأزمة المالية العالمية:

عرفت عملية التنسيق مستويات مختلفة انطلاقا من المستوى الأوروبي، إلى: الولايات المتحدة الأمريكية، الصين، بلدان الخليج، ومستوى البلدان الآسيوية، ولقد ساهمت كل هذه الاجتماعات في التنام مجموعة العشرين في 15 نوفمبر 2008.² وقد خيم على القمة الأولى ضمن أجواء الأزمة المالية المحبطة ثلاثة مواقف:

¹-يو عمرة الهام، مرجع سبق ذكره، ص: 236.

²-فتح الله ولعلو، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

الموقف الأول: وهو الموقف الخاص بالإدارة الأمريكية، والذي يدعو إلى إجراء إصلاحات شكلية في أعمال ونشاطات المؤسسات المالية الدولية، بدون فرض قيود على الأسواق الحرة والتجارة ودون تنصيب سلطة ضابطة للاقتصاد العالمي، وإصرار على عدم تحمل الولايات المتحدة المسؤولية الكاملة عن هذه الأزمة، إضافة إلى مطالبة الدول النامية صاحبة الفوائض المالية السائلة الضخمة بضخ جزء من فوائضها، في صندوق النقد الدولي لتمكينه من التصدي لانهيئات الأزمة.

الموقف الثاني: موقف الاتحاد الأوروبي، الداعي إلى إخضاع الأسواق المالية للمراقبة والتنظيم على نحو حقيقي، وإلى إقامة نظام مالي عالمي جديد يكون بديلاً لاتفاقيات Brettonwoods التي وقعت في أعقاب الحرب العالمية الثانية، وإيجاد هيئة (سلطة رقابية) لضبط أعمال أكبر ثلاثين مصرفاً في العالم، وتأسيس نظام إنذار مبكر لرصد مواطن الضعف في النظام المالي العالمي قبل أن يتخذ بعداً خطيراً، إضافة إلى تحويل الوضع العالمي المنفرد القطبية من خلال النظام المالي الجديد إلى عالم متعدد الأقطاب على المستويين السياسي والاقتصادي.

الموقف الثالث: موقف اقتصاديات الدول الناشئة كالصين والهند والبرازيل، يتجسد هذا الدور في مطالبة هذه الدول بدور أكبر في إدارة الاقتصاد العالمي، يتمشى واحتياجاتها المالية الهائلة وواقعها الاقتصادي الذي تغير عبر سنوات من النمو السريع وأصبحت في وضع مواز لبعض دول مجموعة الثمانية التي تضم الدول الصناعية الكبرى.

ولم يكن ممكناً لهذا الاجتماع أن يتجاوز مستوى التوصيات، بسبب مرحلة الانتقال السياسي التي كانت تمر بها الولايات الأمريكية، إذ أن التباين بين هذه المواقف أدى إلى الخروج بحصيلة متواضعة، تمثلت في إعلان زعماء هذه الدول عن بيان يشمل:

- دعم حرية الأسواق ومطالبة الدول بتحفيز الإنتاج وبخلق المزيد من الوظائف من خلال الإنفاق الحكومي،
- إجراء تخفيضات أخرى في معدلات الفائدة وتعهدوا بالتحرك لإنقاذ الاقتصاد العالمي الضعيف وإصلاح النظام المالي من جانب آخر،
- تخفيض معدلات الفائدة من طرف البنوك المركزية بمعدل يتراوح بين 0% و1% فيما يعرف بسياسة مصيدة الكينزية،¹
- تحسين البيئة التشريعية لعمل المصارف ومراجعة المعايير المحاسبية العالمية (خاصة الغير شفافة)،
- وضع مقاييس جديدة لوكالات التصنيف الائتماني،

¹ فوزي محيرق وعقبة عبد اللاوي، مصيدة السيولة الكينزية كأحد حلول الأزمة. بين وصمة من انتكاس رأسمالي ووصمة من طرح رأسمالي، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، جامعة خميس مليانة، 5-6 ماي 2009، ص: 10.

- البحث عن السبل لتقليص مرتبات المصرفيين العالية جدا بربطها بحجم المخاطر التي تتعرض لها البنوك،
- كما يمكن القول بأن القمة لم تلامس بجديّة إشكاليات ومسببات وحلول الأزمة المالية، وأنها كانت مجرد مناسبة احتفالية للعلاقات العامة، تم فيها تسليط الضوء على المواقف الثلاثة التي سبق ذكرها. للأسف فإن القمة الثانية التي تم عقدها شهر أبريل 2009، لم تتمكن هي الأخرى من اتخاذ قرارات تاريخية لإصلاح النظام المالي العالمي، وانحصرت قراراتها في:
- الاتفاق على خطة مالية لمواجهة الأزمة تتلخص في ضخ صندوق النقد الدولي ومؤسسات مالية أخرى لمبالغ مالية من أجل دعم المصارف والبنوك المتضررة،¹ وتشجيع التعاون بين المراكز المالية غير المقيمة في البلدان،
- تدخل البنوك المركزية في سوق ما بين البنوك، كمقرض الملاذ الأخير،
- الحفاظ على معدل فائدة عند مستوى منخفض لفترة طويلة، والتدخل المباشر في الأسواق المالية من خلال شراء المنتجات المالية للتأثير على منحنى العائد،² شراء أو ضمان الأصول السامة،³ وكذلك تنظيم وتأطير عملية السندات أو ما يسمى بالتسديد،³ وتحقيقاً لشفافية في الأسواق المالية الدولية وضمن الإفصاح الكامل عن أوضاعها المالية من خلال شركات تقوم بمراجعة أدائها في السوق؛⁴
- نظراً لتصاعد المخاوف المتعلقة بمدى التراجع الاقتصادي وحدود حركة السياسة النقدية، لجأت الحكومات أيضاً إلى استخدام سياسة المالية العامة في دعم الطلب؛⁵
- الإشراف الكامل ومراقبة البنوك والمؤسسات المالية وضمن عدم دخولها في عمليات شديدة المخاطرة مثل قروض الرهن العقاري واستحداث أدوات مالية جديدة مثل صناديق التحوط التي كانت سبباً رئيسياً من أسباب الأزمة المالية.
- قيام وزراء المالية في دول المجموعة بوضع قائمة بالمؤسسات المالية التي يمكن أن يؤدي انهيارها إلى تعرض الاقتصاد العالمي إلى مخاطر كبيرة وضرورة مساعدة هذه المؤسسات.
- أما بالنسبة لحجم التدخلات فهي من بلد إلى آخر، حيث كانت أكثر ارتفاعاً في البلدان التي تمتلك قطاع مالي أكبر حجماً وأكثر تطوراً مقارنة بحجم الاقتصاد الحقيقي.

¹ -يو عمرة الهام، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 239-241.

² -Sebastian Paulo, Op-Cit, p : 04.

*الأصول السامة: هي ببساطة تشمل كل المنتجات المهيكلة التي تم تطويرها في القطاعات المالية المتداخلة الثلاث: المصرفي، الاستثماري، والتأميني. حيث ودون وجود تنظيمات ومعرفة كافية من الجهات الإشرافية والرقابية في الدول المتقدمة وعلى رأسها مقر إنتاج تلك الأصول الولايات المتحدة الأمريكية، تم تطوير منتجات على أساس استثماري بحث بين تلك القطاعات الثلاثة ترادفها شركات التصنيف والصناديق الخاصة والتحوط.

³ -عبد الفتاح العموص، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصاديات العالمية، المؤتمر العلمي حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان 19 و 20 ديسمبر 2009، ص-ص: 10 - 8.

⁴ -عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 345.

⁵ -صندوق النقد الدولي، الحفاظ على التعافي، أفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2009، ص: 01. مجلة الكترونية متاحة على الموقع: <https://www.imf.org/ar/Publications/WEO?page=5>، تاريخ الإطلاع: 2020/02/10

- تعزيز شرعية وفاعلية المؤسسات المالية الدولية مثل: صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والاتفاق على إجراءات جوهرية لإصلاح النظام المالي لتفادي الأزمات المالية المستقبلية بسبب القروض المصرفية القائمة على المخاطر.¹ لقد سمح انفجار الأزمة لصندوق النقد الدولي بأن يعود للواجهة، بعد التراجع الملحوظ في نشاطه، لكن رغم إعلان الصندوق في بداية شهر أكتوبر 2008 بأن لديه خطط طوارئ فعالة لتوفير القروض للدول التي تعاني من الأزمة، إلا أن سياساته التي اعتاد على إملائها على الدول التي تلجأ إليه خلال الأزمات المالية السابقة كانت على رأس الأسباب التي أدت إلى تغير النظرة إليه، والتوجه إلى غيره من المؤسسات المالية الدولية لمواجهة الأزمة.²

ولكي تتجنب الولايات المتحدة الأسوأ جراء الأزمة المالية الراهنة التي تسببت بها، وحالة الكساد القاسية التي تعم أغلبية الدول الرأسمالية، لابد من الموافقة على إعادة بناء النظام المالي العالمي على أسس جديدة تتناسب مع مواقف الاتحاد الأوروبي والقوى الناشئة السابق ذكرها التي أصبحت مطالبها الآن أكثر إلحاحاً، بل أنها غدت فرضاً لازماً لمصلحة كل دول العالم للتخلص من الليبرالية المتطرفة.³ إذ سميت النتائج المتوصل إليها من هذا الاجتماع "بميلاد قواعد جديدة لرأسمالية جديدة.

ثالثاً. الجهود العربية في مواجهة الأزمة: في ظل تنامي آثار الأزمة المالية العالمية وتجدها بين لحظة وأخرى اتجهت الجهود على المستوى العربي ودول الخليج خصوصاً لمحاولة الخروج من هذه الأخيرة واختيار الطريق الملائم لمعالجتها، إذ نذكر منها:

- اتخاذ إجراءات وسياسات بعد اجتماع وزراء المالية ومحافظو البنوك المركزية تحول دون انتقال تبعات الأزمة المالية للقطاع المصرفي العربي، وهذا بضخ أموال في النظام المصرفي لمواجهة نقص السيولة، وتحديد نسبة التمويل الموجه للرهن العقاري، ومراقبة المؤسسات المالية العربية المرتبطة بالمؤسسات الدولية.

- بعد تضرر عملات دول مجلس التعاون الخليجي بعد الأزمة، أدركت أن ربط عملاتها بالدولار لم يعد مناسباً في ظل الانخفاض الحاد في أسعار البترول وأسعار الأسهم، وهو ما دعا إلى عقد اجتماع يومي 29-30 ديسمبر 2008 للاتفاق على وحدة نقدية موحدة ووضع مقر إطار عمل البنك المركزي الخليجي.⁴

- إنشاء صندوق للطوارئ، مهمته إطفاء ما أشعلته الأزمة المالية فإذا ما انهار بنك كبير بدولة أو اهتزت دعائمها المالية فيسعى إلى مساعدتها لتثبيت نظامها المالي والصندوق المقترح برأس مال 80 مليار دولار.

- إنشاء هيئة عربية مستقلة للتمويل بين الدول العربية لإقامة مشروعات زراعية وصناعية وخدمية لزيادة الطلب على السلع العربية ومضاعفة حجم التجارة البيئية، وتقوم هذه الهيئة بإنشاء صندوقين أوليهما لتمويل المشروعات الصغيرة بتقديم قروض تجارية ميسرة للحد من البطالة وقروض للحد من

1- عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 354.

2- ابراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

3- بوعمرة الهام، مرجع سبق ذكره، ص: 239-241.

4- فريد كورتل، كمال رزيق، مرجع سبق ذكره، ص: 12-14.

- الفقر وتدار كل هذه الصناديق والهيئة على أسس اقتصادية سليمة وكل دولة حسب مساهمتها أو نصيبها في الهيئة ورأس المال المقترح للهيئة مليار.
- العمل على وضع خطة عمل على المستوى كل دولة لمواجهة الآثار المباشرة وغير المباشرة بالأزمة على الدولة الواحدة وتعمل بالأساس على تقوية دور البنك المركزي وزيادة قدرته على الرقابة المصرفية.¹
- نادى قطر وبعض الدول والكثير من علماء الاقتصاد في العالم بوضع النظام المالي الإسلامي كحل للأزمة، واهتموا بدراسته منهجاً ونظماً وفكراً وتطبيقاً، إذ تبين من تحليل أسباب الأزمة المالية المعاصرة أنها تتركز حول النظم الوضعية المخالفة للشريعة الإسلامية.²
- 5- الدروس المستفادة من الأزمة:**

نأتي الآن إلى الدروس المستفادة من الأزمة، ويمكن تعداد بعضها كالتالي:

أولاً. أن الأزمة لم تكن أزمة بنوك ولكنها جاءت من مؤسسات مالية ليست بنكية، وهذه المؤسسات عادة لا تخضع لرقابة صارمة مثل البنوك بل أن ما يلاحظ هو انخفاض الرقابة أو انعدامها كلياً على عمل هذه المؤسسات المالية.

ثانياً. أن الفقاعة تتكون وتتراكم ببطء على مرأى من الجميع، ورغم خروج تحذير هنا أو تنبيه هناك إلا أن السلطات المسؤولة لا تأخذها بعين الاعتبار، ولكن إذا انفجرت الفقاعة كان لها دوي كبير وتسارعت آثارها لتعم الجميع خلال ساعات معدودة فقط.

ثالثاً. أن تركيز الثروة في قطاع واحد يشكل خطراً على الاقتصاد، فالأموال التي هجرت سوق الأسهم بعد فقاعة الحواسيب في عام 2000 توجهت للقطاع العقاري ادخاراً وشراءً ومضاربة وهو ما جعل الأزمة تكبر وتتضخم حتى انفجرت الفقاعة.

رابعاً. عند إفلاس أو انهيار مؤسسة مالية بسبب وضعها السيئ فإن الذعر ينتقل للمودعين في المؤسسات المالية الأخرى فيلجئون لسحب ودائعهم مما يفاقم حالة المؤسسات الجيدة وقد يلحقها بالسيئة التي تحتاج لضمان ودعم.

خامساً. مازال الإجراء المتبع بعد أي أزمة مالية في السوق هو مزيد من الإجراءات الجديدة وفرض السياسات والأنظمة التي تمنع تكرار وقوع الفقاعة، ولكن لا يوجد حتى اليوم سياسة أو إجراء يمكن التعويل عليه فعلياً لمنع فقاعات وأزمات الأسواق.

¹- عبد المطلب عبد الحميظ، مرجع سبق ذكره، ص: 361.

²- زكرياء بله باسي، الأزمة المالية العالمية: الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة، والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 2009، ص: 17.

سادسا. نقص المصداقية، الشفافية، الرقابة والعقوبة والجزاء للمتلاعبين كافية لإحداث أزمة كبيرة في الأسواق المالية، وتصبح الأمور أكثر خطورة إذا تزعزت الثقة وضعفت في النظام المالي والجهات التي تشرف عليه، فالأسواق لا يمكن أن تعمل بلا ثقة في أنظمتها وإجراءاتها.

سابعا. سقوط الكثير من وكالات التقييم العالمية خلال الأزمة، حيث كانت بعضها تعطي البنوك والمؤسسات في أمريكا تقييمات جيدة رغم خطورة وتدهور وضعها فعليا.

ثامنا. غابت الأنظمة الصارمة التي تكبح طمع رؤساء البنوك والمؤسسات المالية والسماحة مما دعاهم للتوسع في منح الائتمان واستخدام الرافعة المالية وتصكيك القروض السيئة طمعا في مزيد من الأرباح والمكاسب الآنية بغض النظر عن سلامة المؤسسات والبنوك التي يديرونها.

تاسعا. فاقمت سياسة الفيدرالي- في خفض الفائدة من 6 إلى 1 % خلال سنتين ثم رفعها إلى 5.25 % خلال أقل من سنتين- الأزمة وكانت إحدى أسباب انفجارها، لأنها لم تأخذ في الحسبان تأثير العامة جراء التغيير السريع والكبير للفائدة.

عاشرا. أن النظام المالي في العالم يدار بلا تنسيق ولا تعاون، فكل دولة وكل بنك مركزي يتصرف داخليا بما تمليه الظروف الاقتصادية والمالية داخليا، ولكن ليس هناك مؤسسات عالمية تدير النظام المالي العالمي، واكتفى صندوق النقد بتوجيه التحذيرات فقط حتى انفجرت الفقاعة (لم يساهم بجدية في وضع إطار عام دولي).

الحادي عشر. أن التخصيص لا يعفي الحكومة من مسؤوليتها تجاه رقابة الأسواق وضرورة التدخل لضمان الشركات الكبيرة ودعمها بالأموال حتى لا تسقط معها مؤسسات وبنوك وشركات أخرى مما قد يؤدي لانهايار الاقتصاد بشكل كامل.¹

الثاني عشر. على المصارف العربية أن تغتنم هذه الفرصة لتنمي توطين الثروة العربية على الأرض العربية مع بذل جهود خاصة في مجالات الطاقة البديلة المتجددة وتحلية المياه وتوطين التكنولوجيات الخاصة بهم.

الثالث عشر. بعد أن ظل النظام المصرفي العربي طوال السنوات العشرين الماضية يتلقى التوجيهات من دون أن يكون للمصارف العربية دور في صوغها، فإن هذه الأزمة تمثل فرصة ذهبية للمصارف الكبرى لتدخل بقوة كطرف مشارك في صوغ التوجيهات والقواعد الجديدة للنظام المصرفي والمالي العالمي، وفي إمكان اتحاد المصارف العربية أن يلعب الدور المنسق لهذه الجهود والتوجيهات.²

المطلب الثالث: أزمة الديون السيادية الأوروبية

¹- عبد الله بن ربيعان، الأزمة المالية العالمية... الدروس المستفادة، جريدة الرياض، السعودية، 1 سبتمبر 2017، تاريخ الاطلاع: 2020/03/12، <http://www.alriyadh.com/1620653>،
²- زكرياء يله ياسي، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

واجهت منطقة الأورو أزمة تعد الأخطر من نوعها منذ نشوء الاتحاد الأوروبي لتعصف به وتزعزع ركائزه لترمي بظلالها إلى بقية الدول التي لها علاقات معها، والتي كان مسببها الرئيسي ما يطلق عليه بالديون السيادية، وبالتالي لدراسة هذه الأزمة لابد من التطرق إلى مفهوم الديون السيادية والأسباب المؤدية للأزمة نتائجها وآثارها.

1-لمحة عن الديون السيادية:

أولاً. تعريف الديون السيادية: شاع استخدام مصطلح الديون السيادية خلال الأزمة الاقتصادية، فعندما تقوم حكومات دول العالم بإصدار سنداتها فإنها تكون دائماً أمام خيارين الأول: أن تقوم بإصدار هذه السندات بعملتها المحلية، وغالباً ما تكون موجهة نحو المستثمرين في السوق المحلي وفي هذه الحالة يسمى الدين العام (الحكومي)، أو أن تقوم بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية والتي غالباً ما تكون بعملة دولية مثل: الدولار أو اليورو ويطلق على الدين الناجم عن هذه العملية عبارة "الدين السيادي"¹.

ثانياً. التصنيف الائتماني للديون السيادية: يعكس التصنيف الائتماني السيادي مدى استقرار وتنافسية وقدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها ويعتبر مؤشراً للأوضاع الاقتصادية والمالية والسياسية والاجتماعية والتوقعات المستقبلية للدولة، كما يعتبر التصنيف السيادي من عوامل جذب ورفع ثقة المستثمرين في مجمل البيئة الاستثمارية بالإضافة إلى تأهيل الدولة للحصول على التمويل اللازم للمشاريع التنموية من مصادر دولية وبكلفة تنافسية وتمكين الدولة من طرح سندات الدين والإصدارات الحكومية في الأسواق المالية العالمية.²

ثالثاً. تعريف أزمة الديون السيادية: تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة.

أما أزمة الديون السيادية هي الحالة التي تواجه فيها الدولة تزايداً مستمراً في مستويات ديونها بحيث تصبح هذه المستويات من الدين والفوائد عليها غير مستدامة "غير قابلة للسداد" ما يؤدي في النهاية بالدولة إلى توقف عن خدمة ديونها وإعلان عجزها أو حتى إفلاسها.³

2-تحليل أزمة الديون السيادية الأوروبية:

لم يتعاف الاقتصاد العالمي من أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، حتى انفجرت أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو منذرة ومهددة بتفويض تجربة فريدة كان من المؤمل أن تتوج بأرقى

¹-مصطفى كمال السيد طایل، الصناعة المصرفية في ظل العولمة، اتحاد المصارف العربية، مصر، 2009، ص: 303.

²-نبيل حشاد، العولمة ومستقبل الاقتصاد العربي الفرص والتحديات، دار ايجي لنشر، مصر، 2006، ص: 257.

³-Stijn Classens and Marion Jansen, The Internationalization of Financial Services (Issues and Lessons for Developing countries), Collection: The World Bank and World Trade Organization, The Hague. London. Boston : Editions Kluwer Law Intranational, 2000, PP : 438-439.

أشكال التكامل الاقتصادي،¹ فقد ظهرت الشرارة الأولى لهذه الأزمة من اليونان، بعدما أعلنت عدم قدرتها على تسديد التزاماتها اتجاه دائنيها وانتقلت إلى كل من البرتغال، أيرلندا، إيطاليا وإسبانيا. وبسبب ضعف الاقتصاد اليوناني وتردي أحوال البنية التحتية اضطرت اليونان إلى السعي للحصول على قروض من الدول الأوروبية، وقد حصلت على أول قرض من بريطانيا عام 1823، بعدها حصلت على قروض أخرى مماثلة، وقد أعلنت اليونان عن عجزها عن الإيفاء بالتزاماتها أربع مرات في سنوات 1827، 1893، 1843، 1932، وتكاد تكون أسباب عجز اليونان عن تسديد ديونها في المرات السابقة هي نفسها التي أدت إلى عجز اليونان عن الوفاء بمستحقات ديونها في أزمتها الحالية.²

وقد قامت الحكومة اليونانية في التسعينات من القرن الماضي بإتباع سياسة اقتصادية شديدة كي تستطيع اللحاق بتطبيق قواعد اليورو، التي أنظمت إليها عام 2001، وقد اتضح بعد ذلك أن اليونان قدمت معلومات وبيانات غير صحيحة عن أداء اقتصادها للإتحاد الأوروبي، وبعد اكتشاف الأمر في عام 2004 أمهل الإتحاد الأوروبي اليونان مدة عامين (2005 و2006) لتصحيح الأداء وخفض عجز الموازنة لأقل من 3% بحسب بنود ميثاق الاستقرار والنمو الخاص باليورو. وقد اعتمدت اليونان على عضويتها في الإتحاد الأوروبي لإقناع الأسواق والمؤسسات المالية بمتانة وقوة اقتصادها واستطاعت خلال سنوات عدة تمرير سياسات اقتصادية توسعية تفوق قدرة اقتصادها ولجأت إلى الإقراض الداخلي والخارجي.³

لقد كان حجم الدين عند انضمام اليونان لليورو يصل إلى 101%، وهذا يعني إنها لم تستوفي المعايير المتفق قدرة عليها في اتفاقية ماستريخت* والتي تحدد نسبة الدين ب 60% من GDP ولم يتم التصريح بذلك.

وخلال مدة حكم رئيس الوزراء كوستا سكرامانليس (2004-2009) ارتفع حجم الدين بشكل كبير، كما ارتفعت نسبة العجز، لذلك قدمت الحكومة استقالتها تحت الضغط الاقتصادي والاجتماعي، وفصائح الاختلاس وكذلك الفساد الكبير الذي مس المؤسسات المالية اليونانية (فعلى سبيل المثال بلغت نسبة التهرب الضريبي فيها 37% أي ما يعادل 4,3% من الناتج المحلي الإجمالي في حين كانت النفقات العامة مرتفعة نسبيا مقارنة بإيرادات العامة)، وفي هذا الإطار عدت منظمة الشفافية العالمية في تقريرها لعام 2010 اليونان أسوأ بلد بالمقارنة مع دول جنوب أوروبا.⁴

1-رحال فاطمة، نادية بلورغي، دور الإتحاد الأوروبي في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال -جامعة بسكرة- العدد 2016/01، ص: 01.

2-عبد اللطيف درويش، الأزمة المالية اليونانية، جذورها وتداعياتها، مركز الجزيرة للدراسات، 2012، ص: 2.

3-عبد الله رزق، الاقتصاد العالمي في زمن الأزمات المتتالية، دار المنهل اللبناني، بيروت، ط 1، 2012، ص: 212-213.

*اتفاقية ماستريخت: هي المعاهدة المؤسسة للإتحاد الأوروبي في ماستريخت بهولندا، إذ تخضع الدول التابعة لها لشروط محددة.

4-عبد اللطيف درويش، مرجع سبق ذكره، ص: 3.

يعتبر يوم 27 أكتوبر 2009 يوماً هاماً في تاريخ أزمة اليونانية عندما فجر وزير المالية الجديد (جورج باباندرو) قنبلة من العيار الثقيل وذلك بإعلانه أن أرقام رئيس الوزراء السابق غير صحيحة ولا تعكس الوضع الحقيقي لاقتصاد اليوناني وأن العجز الحقيقي في الموازنة العامة اليونانية يقدر ب 1,12% من الناتج الإجمالي المحلي بدل 6,31%.

فالحكومة الجديدة ووجدت أنها غير قادرة على معرفة حجم الدين الحقيقي، لذلك بادرت إلى تشكيل لجنة مستقلة للتحقيق، بالرغم من أن حجم الدين المعلن هو 350 مليار يورو، إلا أن اللجنة كشفت على أنه قد يصل إلى تريليون يورو. وقد أدى ذلك إلى حدوث حالة من الهلع والارتباك في الأسواق المالية العالمية والبنوك، وزادت شكوك حملة السندات اليونانية بقدرة الحكومة على سداد ديونها، وقد غذى ذلك ضعف الاقتصاد اليوناني مقارنةً بالدول الأوروبية، إلى جانب الدور الذي لعبته مؤسسات التصنيف الائتماني.² إذ كانت هذه الأخيرة بمثابة الشعلة التي أوقدت النار، فقد اندلعت أزمة اليونان في ديسمبر 2009، بعد أن خفضت وكالة "ستاندارد أند بورز" التصنيف الائتماني طويل الأجل بثلاث درجات واضعة إياها في فئة الاستثمارات التي تمثل خطراً مرتفعاً في عدم التسديد، مما يجعلها تساوي أوراقاً مالية تافهة القيمة ولما كانت قواعد الاستثمار لصناديق المعاشات في أوروبا وأمريكا لا تسمح بالاستثمار في أي أوراق مالية بهذا التقييم، فقد طرحت جميعها للبيع في الأسواق المالية مما تسبب في تدهور قيمتها السوقية فوراً،³ والذي أثار موجة زعر في الأسواق المالية، فارتفعت أسعار فائدة سندات الخزينة متجاوزة عتبة 10%. لتبدأ بذلك عملية المضاربة في الأسواق المالية متنوعة بهجوم عنيف على عملة الأورو مما أدى إلى خسارة الأورو 12% من قيمته منذ بداية السنة، وإحداث هزة في أسواق الأسهم الأمريكية، إضافة إلى تزايد مخاوف تسرب العدوى في أوروبا.⁴ مما عجل بتفجير أزمة الديون اليونانية وتعريض منطقة اليورو لخطر الانهيار.⁵

أما الحكومات التي لم تسقط فلم تنج تماماً من وطأة الأزمة، إذ تعاني باريس وهناً اقتصادياً وسياسياً، ودخلت ألمانيا في دائرة مجابهة الأزمة، فترجع إقبال المستثمرين على سنداتنا التي طرحتها في آب 2011 فلم يتم شراء سوى 40% من قيمة الطرح الذي بلغ ستة مليارات يورو، مما يعني بأن التخوف من عنصر المخاطرة في السندات الأوروبية انتقل من الدول المتعثرة مالياً كدول

¹-يوخاري لحو، عايب وليد، مستقبل الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون السيادية لليونان، الملتقى الدولي الثنائي حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012، ص 20.

²-عبد اللطيف درويش، مرجع سبق ذكره، ص: 3-4.

³-يوالكور نورالدين، أزمة الدين السيادي في اليونان : الأسباب والحلول، مجلة الباحث، جامعة سكيكدة، العدد، 13، 2013، ص: 60.

⁴-نوفل مسايلى، فضيلة بوطورة، إدارة أزمة الديون السيادية اليونانية بني برامج الإنقاذ املالى الدولية وحسم التفشى الوطنى للمدة (2010-2015)، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة واسط، الكويت، العدد(24)، 2016، ص: 07.

⁵-يوالكور نورالدين، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

الإطار الخارجي وهي اليونان ايطاليا لتصل إلى ألمانيا التي يفترض أنها العمود الفقري وطوق النجاة المالي لمنطقة اليورو خاصة والاتحاد الأوروبي عامة.¹

3-أسباب أزمة الديون السيادية اليونانية: لقد تعددت الأسباب التي أدت إلى انفجار أزمة الديون اليونانية إلى أسباب خارجية وأسباب داخلية.

أولاً. الأسباب الداخلية: تتمثل الأسباب الداخلية في ما يلي:

أ- تزيف الأرقام والإحصاءات: حيث ثبت أن اليونان انتهجت على مدى سنوات ممارسات أضعفت موقفها وهزت مصداقيتها، إذ ظلت تقدم على مدى عشر سنوات تقريبا أرقام وإحصائيات خاطئة عن اقتصادها، في محاولة لإخفاء حجم ديونها، والعجز في ميزانيتها لتضليل الناخبين في الداخل وتقادي أي ضغوط خارجية من شركائها؛²

ب- زيادة الإنفاق على التسليح: تمتلك اليونان شريحة واسعة من القوة العسكرية إذ يعتبر الجيش اليوناني على سبيل المثال أكبر من الجيش الألماني (تعتبر من بين أكبر خمس مشترين للأسلحة التقليدية في العالم)، كما أن التجنيد الإجباري يتقل كاهل الميزانية³، كما أدى النزاع مع تركيا واحتلال جزء من قبرص أدى إلى زيادة الإنفاق العسكري كنسبة مئوية عالية جدا من الناتج المحلي الإجمالي؛

ت- ارتفاع الإنفاق العام وضعف الإيرادات الحكومية: وجهت الحكومة اليونانية إمكانية الحصول على الائتمان الرخيص نتيجة انضمامها إلى الاتحاد الأوروبي ومنطقة اليورو لغرض دفع الإنفاق الحكومي وتعويض انخفاض الضرائب ودفع ثمن الواردات دون أن يقابلها صادرات، كما لم توجه هذه الأموال إلى الاستثمارات المنتجة التي من شأنها أن تولد النمو في المستقبل بزيادة القدرة التنافسية وانشاء موارد جديدة لسد الديون؛

ث- الفساد الاقتصادي: عم الفساد الحكومي في كل أركان الدولة وقطاعاتها حتى طال القطاعات الخاصة أيضاً، وأصبح الفساد سمة التعاملات التجارية في اليونان ككل، لدرجة أن الرشوة أصبحت الوسيلة الوحيدة لإتمام أي إجراءات رسمية في الدولة؛ وحتى الاجراءات البسيطة كتسريع إصدار رخصة قيادة سيارة أو شراء تصريح بناء بشكل أسرع أو تعديل نتائج اختبار⁴.

ج- التهرب الضريبي: عانت اليونان من الانتشار الواسع للتهرب الضريبي كنتيجة لبيئة الفساد المالي التي سادت تلك الدولة لمدة طويلة، أما أهم الفئات المعروفة بالتهرب الضريبي في اليونان فهي فئات المحامين والأطباء وأصحاب المهن الحرة، وقد تمكنت وزارة الاقتصاد والمالية في اليونان من وضع لائحة تتضمن أكثر من 965 ألف حالة تهرب ضريبي ضمن الفئات المذكورة، وقد أكد العديد من

¹-محمد أكرم الأحمد، فارس سبور، أثر أزمة الديون السيادية على منطقة "اليورو"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العملية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (39)، العدد (1)، 2017، ص: 289.

²-أحمد السيد علي، أزمة اليونان سياسات صارمة لترتيب المنزل من الداخل، مجلة تداول السعودية، العدد 41، مارس 2010، ص: 21.

³-أحمد منير النجار، محاولات إنقاذ اليونان إلى أين؟ مجلة اتحاد مصارف الكويت، الكويت، العدد 98، جويلية 2012، ص: 68.

⁴-Rebecca M. Nelson, Paul Belkin , Derek E. Mix , Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications, Congressional Research Service, 18 August, 2011,P5-6 , official site :www.crs.gov,Date of perusal: 29/03/2020.

الخبراء أن التهرب الضريبي أحد الأسباب الرئيسية في عجز الموازنة اليونانية نتيجة انخفاض الإيرادات الضريبية مقابل ارتفاع الإنفاق العام¹، كما أن الهجرة غير الشرعية لآلاف المهاجرين الذين يزاولون عملهم الأجير بصورة غير قانونية، مما يعني تهربهم الضريبي وتحويلهم مبالغ خيالية إلى أسرهم في أوطانهم الأصلية.

ح- وجود مشكلات هيكلية جوهرية في الاقتصاد اليوناني: يمكن ذكرها فيما يلي: حقق الاقتصاد اليوناني انتعاشا ونشاطا خلال الفترة 2001 – 2007 حيث نما الاقتصاد بنسبة 4% وساهم ذلك بتسهيل التوسع في منح القروض والتسهيلات الائتمانية من قبل البنوك مما أدى إلى زيادة استهلاك القطاع الخاص وازدياد الإنفاق خلال هذه الفترة بنسبة 87% بينما بلغت الإيرادات نسبة 31% مما أدى إلى تسجيلها للعجز في الموازنة، وزيادة عجز الميزان التجاري لها²، فانطلقت شرارة هذه الأزمة وكانت ملامحها بتسجيل³:

- نسبة عجز الموازنة إلى الناتج المحلي بلغت 12.9 %.
- نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي قد وصلت إلى 11.5 %.
- معظم ديون اليونان التي قاربت 300 مليار يورو هي دين عام واجب دفعه لدائنين غير يونانيين، ف5.95% منها يعود إلى الدول والمصارف الأوروبية والأجنبية.
- خ- عدم مرونة النموذج الاقتصادي المحلي: وهذا بفشله في استقطاب الاستثمارات الداخلية والعالمية وضعف القطاع السياحي وذلك بسبب عدم تحديث البيئة السياحية مقابل نمو مراكز سياحية منافسة مثل بعض بلدان أوروبا الشرقية وتركيا وتونس⁴، إذ تعتمد اليونان وبشكل كبير على مصدر واحد للدخل وهو السياحة.

- د- عدم التزام اليونان بمعاهدة ماستريخت: تنص معاهدة ماستريخت على عدم تجاوز العجز في الميزانية بنسبة 3% من الناتج المحلي الإجمالي، غير أنه وصل إلى 12.5% في 2009⁵.
- ذ- انخفاض تنافسية الاقتصاد اليوناني: حيث يصنف الاقتصاد اليوناني في أوروبا على أنه اقتصاد غير تنافسي، بصفة خاصة بسبب ارتفاع مستويات الأجور والذي لا يصاحبه زيادات مماثلة في الإنتاجية للعامل اليوناني، ومثل هذا الوضع يترتب عليه ارتفاع تكاليف السلع اليونانية (بالنسبة لغير اليونانيين)، وهو ما يؤدي إلى خفض الطلب الخارجي على الصادرات اليونانية، ومن ثم تصاعد عجز الميزان التجاري بها، والذي يحتاج هو الآخر لتمويل، حيث فقدت اليونان حصتها من السوق المحلية و الأوروبية بعد دخولها الاتحاد الأوروبي.

بالإضافة إلى أسباب أخرى يمكن اختصارها فيما يلي:

¹- أبو فارة يوسف، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، دار وائل للنشر، الأردن، 2015، ص: 399.

²- بوالكور نورالدين، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

³- بحوصي مجذوب، موري سمية، تسونامي الأزمات: الأزمة اليونانية وتأثيرها على اقتصاديات لدور الاتحاد الأوروبي، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، خميس مليانة، 13 مارس 2012، ص: 06.

⁴- درويش عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

⁵- قايد مريم، الإصلاحات الهيكلية في القطاع المصرفي بعد أزمة ديون السيادية الأوروبية، مجلة دراسات اقتصادية، عدد 04، المجلد 1، جوان 2017، ص: 362.

ر- ضعف البنية التحتية للنظام المصرفي وتخلف القوانين المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية.
 ز- ضعف النظام المعلوماتي، فالدولة لم تكن لديها إحصائيات لأعداد موظفي الدولة والمتقاعدين، إذ أن كثيرا منهم كانت تصرف رواتبهم حتى بعد مماتهم.
 س- ازدياد أعداد المتقاعدين والذي يشكل عبئا على الاقتصاد، وهي من المشاكل التي تعاني منها المجتمعات الأوروبية الهرمة.
 ش- عودة أعداد كبيرة من أبناء الجاليات اليونانية من دولة الاتحاد السوفياتي سابقا، وما ترتب على ذلك من أعباء اقتصادية إضافية على مؤسسات الدولة وصناديق التأمين.
 ص- ضعف مستوى التنسيق بين مؤسسات الدولة ووزاراتها، فعلى سبيل المثال، تقوم المستشفيات والإدارات المحلية بتحديد ميزانياتها بنفسها ودون رقابة أو إقرار حكومي مما أدى إلى هدر كبير للأموال العامة.¹
 ض- ارتفاع التضخم في اليونان مقارنة ببقية الدول المنتمية لمنطقة الأورو: التضخم الذي وصل إلى 4.7% لعام 2010.²
 ط- عدم توافق النظام التعليمي مع متطلبات سوق العمل، حيث أنه أقرب إلى التعليم النظري منه إلى العملي.

استنزفت الألعاب الأوروبية التي جرت في أثينا عام 2004 أكثر من أربعة مليارات دولار، وكان القائمون على تنظيمها من الجانب اليوناني، يتوقعون حصول إيرادات أكثر مما أنفق، لكن توقعاتهم كانت غير واقعية، مما زاد العجز في الموازنة السنوية، هذا العجز الذي استمر في تصاعد وبصورة تراكمية، وصل إلى أكثر من 14%.

كما أن التخطيط الغير السليم والإسراف والتبذير والبيخ الذي بدا واضحا على الشعب اليوناني من خلال التقارير الاقتصادية والاجتماعية خلال السنوات الماضية، والتي بررها البعض بأن اليونان تأثرت بالجو العام الأوروبي، حيث اعتاد الشعب اليوناني على العيش فوق طاقاتهم ومدخولاتهم.

ثانيا. الأسباب الخارجية: من الأسباب الخارجية التي أدت إلى نشوء أزمة اليونان نذكر منها:

أ- الأزمة المالية العالمية والركود العالمي : فالأزمة المالية العالمية وانهييار سوق الرهن العقاري الأمريكية، كان لها تأثير كبير على الأسواق المالية العالمية واليونانية، وجاءت في وقت غير مناسب لأن أكثر الدول كانت أصلا تعاني من الركود أو بالأحرى مرحلة من الانكماش الاقتصادي منذ فترة طويلة جدا من بداية سنة 2000 وجاءت في توقيت أن عجز الموازنات أصلا كانت مرتفعة

¹-درويش عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 05-06.

²-رحال فاطمة، تداعيات أزمة منطقة اليورو على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول الاتحاد الأوروبي- دراسة حالة فرنسا-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد دولي، 2018/2019، ص: 134.

ومستويات الدين العام كذلك كانت مرتفعة،¹ فما كان من هذه الدول صاحبة الملاءات المالية الضعيفة إلا اللجوء إلى المديونية الخارجية لتمويلها بالأموال اللازمة لذلك، وهو ما أدى إلى تفاقم ديونها واليونان والاتحاد الأوروبي كانا طرفا قويا في سياسة ضخ الأموال للبنوك، فاليونان هي الدولة الثانية في منطقة اليورو (بعد أيرلندا) التي واجهت مصاعب والمؤسسات المالية الفاسدة كبيرة ضمن الانعكاسات الحادة التي حدثت بفعل الأزمة المالية العالمية، حيث واجهت صعوبات كبيرة تتعلق بعدم القدرة على سداد الديون الكبيرة المتراكمة عليها، وهذه الصعوبات وضعت اليونان على حافة الإفلاس.²

أ- فقدان القدرة التنافسية واتساع الفجوة بين دول شمال وجنوب الاتحاد الأوروبي من حيث القدرة التناسبية: وهو الجانب السلبي للانضمام إلى منطقة اليورو، فارتفاع قيمة اليورو هو غير ملائم للغاية، فبدخول اليونان لعضوية العملة الأوروبية الموحدة جعلها تتميز بعدم وجود عملة وطنية نتيجة انخراطها في اتفاقية ماستريخت، وهو ما حرم اليونان من ميزة الاستفادة من تبني سياسات تخفيض قيمة العملة لرفع درجة تنافسيتها ولمواجهة مشكلات ميزانها التجاري.³

ب- مشكلة بنية منطقة اليورو الاقتصادية حيث توجد وحدة نقدية دون وجود تشابه أو انسجام في بنية المؤسسات ووجود اختلاف في قوانين الضرائب والتقاعد ومستوى التطور والنمو.

ت- عدم وجود مرونة في الجهاز النقدي الأوروبي حيث لا يسمح للدول بصك النقود لتغطية احتياجاتها لتسهيل تجارتها وهذا دفع الدول إلى رفع الضرائب للحصول على سيولة نقدية مما أدى إلى خفض قدراتها التنافسية.

ث- خروج تصريحات وتحليلات اقتصادية ونذهب إلى طرح مقترحات بانسحاب اليونان من اليورو وعودتها إلى استخدام عملتها الوطنية السابقة (الدراخمة)، وامتداد ذلك بالتبعية إلى احتمالات انهيار وتفكك الاتحاد النقدي الأوروبي،

ج- الخلافات بين دول الاتحاد الأوروبي حول ضرورة التدخل لإنقاذ اليونان من الإفلاس، وكذلك حول دعوة صندوق النقد الدولي للمشاركة في برنامج الإنقاذ، حيث أدى هذا الخلاف والتأخر في المعالجة إلى زيادة التخوفات من احتمالات ترك اليونان لمصير الإفلاس كما فعلت الولايات المتحدة مع بنك ليمان برذرز عند اندلاع الرهن العقاري.⁴

ج- وكالات التنقيط (التصنيف الائتماني): حيث ساهمت هذه المؤسسات الائتمانية بانفجار أزمة الديون اليونانية، نتيجة تخفيضها للتصنيف الائتماني لليونان عقب أزمة الرهن العقاري⁵، إذ تعد سنة 1920 تاريخ ميلاد وكالات التنقيط، وفي سنة 1986 قررت وكالة موديز تصنيف الدول التي لا تصدر

¹-وساوي عمر، عدنان محريق، أزمة منطقة اليورو وأثارها على الاقتصاد الجزائري، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-22 فيفري 2002، ص: 6.

²-أبو فارة يوسف، مرجع سبق ذكره، ص: 396.

³-بحوصي مجذوب، موري سمية، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

⁴-رحال فاطمة، نادية بلورغي، مرجع سبق ذكره، ص: 132، 136.

⁵-التقرير الاقتصادي الصادر عن مجلس الغرف السعودية، الديون اليونانية وأزمة اليورو: الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي، المملكة العربية السعودية، العدد 19 جويلية 2010، ص: 16.

سنداتها بالدولار، وفي سنة 2002، تقرر ستاند اند بورز تصنيف الدول الإفريقية لتصبح بذلك جموع الدول 115 دولة مصنفة من طرف الوكالات.

التصنيف السيادي هو تقييم مخاطر التخلف عن سداد ديون الدولة، وتختلف طبيعة هذه الديون عن الأوراق المالية المصدرة من جهات أخرى في النقاط التالية:
- حجم الديون بحوالي 80 مليار يورو خلال سنة بالنسبة للدولة؛
- تكرار دخولهم لسوق رأس المال (عدة مرات في الشهر لبعض الدول)؛
- تصور المستثمرين لمخاطر أقل (يمكن للدولة بسهولة جمع الأموال لتسديد القرض من خلال الضرائب).¹

كما أن إقدام وكالة ستاندارد اند بورز على تخفيض التصنيف الائتماني لتسع دول في يوم واحد، بما فيها دول محورية مثل فرنسا زاد من تعميق الأزمة، وكان هذا القرار بمثابة تخفيض التصنيف الائتماني لمنطقة اليورو بأسرها، ويرى المحللون إن هذا القرار يعود إلى عدم كفاية الحلول المقدمة من القادة الأوروبيين في بداية الأزمة.²

4- نتائج وانعكاسات الأزمة اليونانية على الاقتصاد العالمي: والمتمثلة في:

أولاً. انعكاسات الأزمة اليونانية على اليونان: بالطبع فإن آثار هذه الأزمة ستظهر مباشرة على البلد المصدر لها وتتمثل آثارها في ارتفاع نسبة البطالة بـ 24.5% في 2012 ليبلغ ذروته بـ 28.5% عام 2014، ثم بدأ بالتراجع تدريجياً، وانخفاض معدل النمو نتيجة الإجراءات التقشفية والشروط المفروضة على اليونان للخروج من الأزمة مما أدى أيضاً إلى انخفاض حجم الاستثمار، ارتفاع نسبة الدين المقترض للخروج من الأزمة وغيرها من الآثار الوخيمة على الاقتصاد اليوناني.³

ثانياً. انعكاسات أزمة الديون السيادية على دول منطقة اليورو والاقتصاديات المتقدمة: منحت هذه الأزمة الفرصة لأمريكا حتى تستغلها من ناحية لتبعد الأنظار عن وضعها المالي والاقتصادي المتأزم وكونها هي بالأصل مصدر الأزمة بالدرجة الأولى، ومن ناحية أخرى لتزرع ثقة الأوروبيين باتحادهم وبحملتهم حيث تعمل على إسقاطه أو إفشاله مع عملته اليورو حتى تتحول دون أن يكون لأوروبا تأثير دولي ينافسها سواء في الاقتصاد أو في السياسة الدولية، إذ تتمثل انعكاسات هذه الأزمة على الدول المتقدمة في:

أ- دول الجنوب* PIIGS (الأكثر تضرراً):

¹-**Ilanah JOSPÉ, Juliette MONTEFIORE, Émeline TRIN, Les failles des agences de notation**, Document sur le site: [www.infoguerre.fr/fichiers/Les failles des agences de notation 2012, p12](http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les_failles_des_agences_de_notation_2012_p12). Date de lecture : 02/04/2020.

²-**أوكيل نسيمية، بوكساتي رشيد، مصباح أحمد، الأزمة المالية في منطقة اليورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها، بحوث اقتصادية عربية، بيروت: الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ومركز دراسات الوحدة العربية، العدد 46، 2009، ص: 19.**

³-**رحال إيمان، طويل حدة، أزمة الديون السيادية في اليونان: قراءة في عمق الأزمة، مجلة المنهل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، المجلد الأول، العدد الثاني، ديسمبر 2018، ص: 229، 230، 231.**

PIIGS*: وهي البرتغال، إسبانيا، إيطاليا، اليونان، أيرلندا.

بفعل العدوى الاقتصادية تشابهت آثار هذه الأزمة في هذه البلدان للآثار الموجودة في اليونان لكن بنسب متفاوتة وهذا لضعف هذه الدول في الاتحاد الأوروبي حيث تمثلت أوجه التشابه في: في ارتفاع نسبة البطالة والعجز في الميزانية، مما أدى إلى زيادة نسبة الدين المقترض من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي لتغطية مصاريفها، هذه الأخيرة التي فرضت عليها خطط تقشفية للتقليل من الإنفاق العمومي ورفع الضرائب على المداخيل والأرباح، وهذا لرفع مستوى النمو والخروج من الأزمة.¹

ب- دول الشمال: تتمثل الدول الأوروبية المتأثرة بالأزمة في:

- **بلجيكا:** لقد وصل دين بلجيكا إلى 110% من الدخل القومي، وهي أعلى نسبة دين بعد اليونان وإيطاليا، وتصل نسبة العجز إلى 5% فقامت الحكومة بتمويل الدين الخارجي من صناديق التأمين وهو ما حافظ على سمعتها في الأسواق المالية العالمية حيث أنها لم تلجأ إلى قروض خارجية ولكن هناك احتمال أن نظامها المصرفي سوف يتجاوز هذه الأزمة عن طريق إتباع خطط تقشفية والتقليل من الإنفاق العمومي

- **فرنسا:** تعد فرنسا ذات أهمية استراتيجية كبيرة في منطقة اليورو ونظرا لهذه المكانة حيث أنها تحتل المركز الثاني بين اقتصاديات دول منطقة اليورو بعد ألمانيا، ويصل الدين العام فيها حوالي 83 % من الدخل القومي أي ما يعادل 1,2 ترليون دولار، وتصل نسبة العجز 7 % سنة 2011، ولذا وجب على فرنسا اتخاذ تدابير استعجالية وخطط تقشفية قاسية لتفادي الوقوع أو تفاقم الأوضاع نتيجة هذه الأزمة وذلك عن طريق الحصول على حزم المساعدات المالية من طرف دول المنطقة وصندوق النقد الدولي.

- **ألمانيا:** يحتل الاقتصاد الألماني المرتبة الأولى بين اقتصاديات دول منطقة اليورو، وهو ما ساعد ألمانيا في الحصول على القروض من مؤسسات دولية وإعادة إقراضها وتحقيق أرباحا طائلة من وراء ذلك، وقد استفادت ألمانيا من الوحدة النقدية الأوروبية، حيث سهل عليها غزو الأسواق الأوروبية، كما نجحت في بقاء السوق الداخلية ونظامها المصرفي في منأى عن الأزمات وتداعياتها، فالاقتصاد الألماني متطور وكبير وقادر على حمل أعباء الشعب الألماني، وإنه عملاق ولكنه صغير جدا لكي يتمكن من تحمل أعباء منطقة اليورو كاملة، حيث إنه يلعب الدور الأساس في الدعم المالي للدول المتعثرة اقتصاديا². وتبدو العملات المحلية للدول الغير الأعضاء في منطقة اليورو معرضة للمخاطر على نحو متزايد، والحكومة إما عاجزة عن الاقتراض من الأسواق المالية لتمويل العجز في ميزانيتها أو تجد أن ذلك مكلف، وعليه طلبت هنغاريا، رومانيا ولاتفيا الدعم المالي من الاتحاد الأوروبي ومن صندوق النقد الدولي،³

ثالثا. الآثار على الاقتصاد الأمريكي: توجد روابط تجارية واستثمارية كبيرة بين الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي، فأوروبا تستهلك 20% من صادرات الولايات المتحدة، وتحمل أكثر من 50% من الأصول الأمريكية في الخارج، في حين أن الولايات المتحدة تحتجز ما يقرب من 40% من

¹-رحال فاطمة، نادية بلورغي، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 136، 138.

²-Jason Manolopoulos, *La Dette odieuse (les leçons de la crise grecque)*, Les Echos éditions, Paris, 2mars2012, p : 149.

³-مارتن شيهاك، سروبونامتيرا، أوروبا تفقد هالتها، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 2، يونيو 2002، ص: 34.

الأصول الخارجية لأوروبا، ولهذا فإنه ليس من المستغرب أن الاقتصاد الأمريكي يمكن أن يكون انعكس سلبا من جراء الأزمة في منطقة اليورو، مما عجل في تقلب أسعار الأسهم في الولايات المتحدة، وأدى ذلك إلى استقالة غير متوقعة من عضو مؤثر للبنك المركزي الأوروبي يوم 09 سبتمبر 2011. حيث أدى إلى انخفاض 5% من الأسهم في الأسواق الأوروبية، وبنسبة انخفاض بلغت أكثر من 2% في المؤشرات الرئيسية في الولايات المتحدة، كما عرفت صادرات الولايات المتحدة انخفاضا كبيرا.¹

رابعاً. تداعيات الأزمة المالية الأوروبية على العالم العربي: فرضت مجموعة من التحديات، منها:
- **خفض الاستثمارات العربية الخارجية:** تعرضت الاستثمارات العربية الخارجية التي تقدر بنحو 2 ترليون دولار لمجموعة من المخاطر خاصة المتعلقة بأسواق المال، والسوق العقاري، وقد قدرت هذه الخسائر بـ 400 مليار دولار. كما أن خفض معدلات الفائدة بالدول الأوروبية وأمريكا يعد أيضا أحد المخاطر، ومع أن بعض الاستثمارات قد توجه إلى الصين ودول جنوب شرق آسيا إلا أن الجزء الأكبر لا يزال في أوروبا وأمريكا، الأمر الذي يتطلب إعادة النظر في توطین هذه الاستثمارات في المنطقة العربية وأماكن أخرى أكثر أمنا من حيث المخاطر الاقتصادية.²

- **ربط العملات العربية بالدولار واليورو:** لا يزال العديد من الدول العربية يربط عملته المحلية بالدولار واليورو، وهو ما يستتبع ربط سياساته النقدية بالسياسة النقدية الأمريكية والأوروبية، مما حمل الدول العربية بالعديد من الخسائر نتيجة تراجع أداء الاقتصاد الأمريكي خلال أزمة الديون السيادية الأوروبية في 2009، وكذا ارتفاع معدلات التضخم بدول الخليج بشكل ملحوظ منذ وقوع أزمة الرهن العقاري ولذلك كان الواجب على الدول العربية أن تقوم بفك الارتباط بين عملتها والدولار واليورو، والسعي لتكوين سلة عملات قوية بديلة، وأيضا العودة للاستحواد على الذهب كمكون رئيسي في الاحتياطات النقدية.

- **ارتفاع أسعار المواد الغذائية:** على الرغم من أن الشهور التالية لأزمة المالية عام 2009 قد شهدت ترجعا ملحوظا في أسعار السلع الغذائية، إلا أن عام 2010 شهد عودة ارتفاع أسعار السلع الغذائية مرة أخرى، وذلك بسبب تفاقم أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، مما عرض الدول العربية مجددا لارتفاع فاتورة الغذاء التي تعاني منها منذ فترة طويلة، والمخرج من هذه الأزمة هو الاستفادة من الأيدي العاملة في الدول ذات الكثافة السكانية العالمية، وأموال النفط الخليجية والعربي والأراضي الزراعية الخصبة في بعض الدول العربية وتفعيل مشروع التكامل الاقتصادي العربي.³

خامسا. وضع الاقتصاديات الصاعدة من الأزمة وانعكاس ذلك على موازين القوى العالمية:

¹-Rymond J. Ahearar and others , The future of the euro and the US interests, Congressional research service: CRS reported congress, January 10, 2011, p22-23.

²-**منظمة العمل العربية، آثار الأزمة الاقتصادية على العملة الوطنية والعربية، مؤتمر العمل العربي، الدورة الثامنة والثلاثون، القاهرة، مايو 2011، ص: 14.**

³-**علي عبد العزيز سليمان، العرب وتحديات ما بعد الأزمة المالية العالمية، المكتبة الأكاديمية، ط: 01، القاهرة، 2010، ص، ص: 93-94.**

بقدر ما مثلت هذه الأزمة من فرص للدول الصاعدة بقدر ما فرضت عليها من التحديات، إذ استطاعت هذه الدول وخاصة الصين، الهند والبرازيل تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي، كما حصلت على نصيب أكبر من الاستثمارات الأجنبية، في الوقت الذي كان فيه أداء دول أوروبا وأمريكا متراجعا على تلك المؤشرات، لكنها اعتمدت على نفس آليات التجربة الأوروبية والأمريكية من حيث تمويل التنمية بالدين، حيث تستقبل هذا الدول مبالغ طائلة من الاستثمارات الأجنبية بنوعها المباشرة وغير المباشرة مما جعل من المتوقع أن لا أن تشهد نشاطا اقتصاديا محمومًا، يتطلب الكثير من سياسات التعقيم لاقتصادياتها ضد التداعيات السلبية لهذه الآلية. ولعل هذا ما دعا بعض الدول إلى فرض ضرائب على الأموال الساخنة في سوق الأوراق المالية بها، حتى تجبر هذه الأموال على البقاء أطول فترة ممكنة، والحد من ممارسة هذه الأموال لنشاط المضاربة.¹

5- الحلول المقترحة للخروج من الأزمة اليونانية ومنعها من الانتشار:

أسفرت هذه الأزمة عن وجود أي مشكلات في القطاع المالي لأي بلد أوروبي يمكن أن تؤثر وبسرعة فائقة على عواقب وخيمة على مستوى أوروبا وبالتالي على مستوى العالم بأكمله، ولهذا فهناك حاجة ماسة إلى إيجاد الاستقرار المالي في صورتيه الجزئية والكلية، ولهذا كان على هذه الدول القيام ب:

أولاً. خطة إنقاذ اليونان: والتي تشمل حزميتين هي:

- **حزمة الإنقاذ الأولى:** لقد وافقت جميع دول الاتحاد الأوروبي إضافة إلى صندوق النقد الدولي على منح اليونان سلسة من القروض المالية بمجموع 110 مليار يورو على مدى 3 سنوات خلال الفترة من ماي 2010 حتى جوان 2013 منها 80 مليار يورو مقدمة من دول الاتحاد الأوروبي فيما قدم صندوق النقد الدولي 30 مليار يورو، وتبلغ الفائدة على هذه القروض نحو 5.2% وفترة سداد 3 سنوات وقد خفضت الفائدة في قمة بروكسل لقادة الاتحاد الأوروبي في مارس 2011 حيث تقرر تخفيض الفائدة بنحو 1% لتصبح 4.2% فيما زادت فترة السداد لتبلغ 7 سنوات ونصف، وقد اشترط على اليونان للحصول على القروض القيام بإجراءات تقشف تهدف إلى خفض الإنفاق.

- **حزمة الإنقاذ الثانية:** أقرت دول منطقة اليورو في 21 فيفري 2012 الحزمة الثانية لإنقاذ اليونان، وتتضمن الحزمة جملة إجراءات خصصت لها 130 مليار يورو، وتهدف خطة الإنقاذ إلى إعادة هيكلة ديون اليونان التي تتجاوز 350 مليار يورو، ومن المتوقع أن تقلص إجراءات الحزمة الثانية ديون اليونان إلى 120.5% في 2020، وهي النسبة الأقصى للدين التي يمكن أن تتحملها البلاد على المدى البعيد.²

وعلى نفس الخطى تم الاتفاق بالإجماع على خطط إنقاذ كل من إيرلندا، اسبانيا، البرتغال وجزيرة قبرص.

¹ -جريدة القدس الدولية، اتفاق قادة أكبر خمس اقتصاديات صاعدة في العالم "بريكس" حول قضايا الاقتصاد والتمويل، مجلة الكترونية متاحة على الموقع:

<http://www.alquds.com/news/article/view/id/257353.2032-06-05>، تاريخ الاطلاع: 2020/05/15.

² -بوالكور نورالدين، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

ثانياً. الآليات والإصلاحات المطبقة لحل أزمة الديون اليونانية: لقد تم تطبيق جملة من الإصلاحات والسياسات من قبل الحكومة اليونانية، وأيضاً اعتماد مجموعة من الآليات من قبل منطقة اليورو، وهذا من أجل الخروج من الأزمة اليونانية ومنعها من الانتشار، من بين هذه الإصلاحات ما يلي:

- **تدابير التقشف المالي:** وهذا في مقابل الحصول على مساعدات مالية، إذ قدمت اليونان على خطة لمدة ثلاث سنوات تهدف إلى خفض العجز في الميزانية من خلال التركيز على خفض جانب الإنفاق أكثر من التركيز على خفض الخدمة العامة، وهي تشمل تخفيض أو تجميد جميع معاشات الخدمة العامة والأجور، والمكافآت والتجميد على تعيين موظفين في عام 2010.

- إعفاء 150.000 شخص من موظفي القطاع العام من مناصبهم، وعلى جانب الإيرادات زادت الحكومة معدل الضريبة على القيمة المضافة من 19% إلى 23%، وزيادة الضرائب على منتجات التبغ والوقود، والكحول، وهذا من أجل زيادة الإيرادات بما يعادل 8.1% من الناتج المحلي الإجمالي كما رفعت الرسوم المفروضة على المتهربين من الضرائب¹.

- **برنامج التكيف اليوناني:** قد أعلن السيد "جورج بابا ندرىوا" رئيس الوزراء اليوناني صفقة غير مسبوقة تهدف إلى دعم المالية العامة، بتدابير حاسمة فورية والحيلولة دون حدوث أزمة ثقة تتسبب في إضعاف الاقتصاد اليوناني وتنتقل إلى بلدان أخرى في منطقة اليورو وغيرها وتهدف هذه التدابير التي تبتعد بالاقتصاد عن مساره السابق إلى تحقيق السيطرة على الموارد العامة وتحديث الاقتصاد وتقوية سياسات الدخل وأسواق العمل، وتحسين إدارة مؤسسات الدولة والاستثمار فيها وتعزيز المناخ الأعمال، تنفيذ إصلاحات لمكافحة إهدار الموارد والفساد؛ ويحتوي برنامج التكيف اليوناني على جدول أعمال واسع جداً من الإصلاحات الهيكلية، والهدف من هذه الإصلاحات هو تحسين جانب العرض وزيادة المنافسة الداخلية والقدرة التنافسية الخارجية، ومن هذه الإصلاحات نذكر:

إصلاحات في السياسة المالية؛ كتدابير الإنفاق العام، إيرادات الحكومة، ترشيد الإنفاق العسكري، إصلاح نظام التقاعد، تحسين مناخ الأعمال مثل: تعديل قوانين الاستثمار، وتشجيع الاستثمارات الصغيرة... الخ.²

6- الدروس المستفادة من الأزمة: استفدنا من كل أزمة دروس لإعادة الأمور إلى مجراها الحقيقي وفي هذه الأزمة استنتجنا بعضها:

- ينبغي لأوروبا أن تعيد النظر في الأطر التي يقوم عليها الاتحاد الأوروبي لأنه تكشف أن الكثير منها معيب أو مفقود والأمر الأكثر إلحاحاً هو الحاجة إلى الفحص الدقيق لإطار الاستقرار المالي للاتحاد الأوروبي وإصلاحه.³

¹- Amir N. R. Armanious, The Sovereign Debt Crisis in EU and MENA: Mechanisms and Challenges, Cairo University, Cairo, 2011, p: 7.

²- صندوق النقد الدولي، إتفاق على مستوى خبراء الصندوق "أوروبا والصندوق يتفقان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو"، واشنطن، 2 ماي 2010، ص: 04. مجلة الكترونية متاحة على الموقع: www.imf.org، تاريخ الاطلاع: 2020/05/25.

³- جيريميكليف، أزمة اختبار تواجه أوروبا، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد: 2، يونيو 2002، ص: 2.

- اقتراح بعض المسؤولين والمحللين على الاتحاد الأوروبي إنشاء صندوق النقدي أوروبي يتيح لها الاستجابة على نحو أكثر سلامة للأزمات المالية المنفردة للدول الأعضاء في المستقبل (لتسوية الأوضاع والرقابة الموحدة لجعل مسألة اقتسام الأعباء مقبولة)، ويعمل هذا الصندوق مثل صندوق النقد الدولي ولكن على الصعيد الإقليمي، وهو ما يتطلب وضع معاهدة جديدة لتنظم الاتحاد الأوروبي، والتي قد يكون من الصعب سياسياً تمريرها.¹
- عند بلوغ الدين العام مستوى عالي ويرافقه ارتفاع حاد في نسبة عجز الموازنة من إجمالي الدين المحلي يصبح التصحيح مطلباً على أقصى درجة من الإلحاح حتى لا تدخل الديون دوامة تخرج عن نطاق السيطرة.²
- يجب أن تصل موارد الحكومة إلى مستوى قابل للاستمرار، ويتطلب ذلك تخفيض عجز المالية العامة ووضع الدين إلى إجمالي الناتج المحلي على مسار تنازلي، ولما كانت الأجور والمزايا الاجتماعية تشكلان 75% من مجموع الإنفاق العام (بخلاف الفوائد) فمن الضروري تخفيض الأجور ومعاشات التقاعد في القطاع العام وهي مصروفات شهدت زيادة حادة في السنوات الأخيرة، وهذا الإجراء يكاد يكون الفرصة الوحيدة المتوافرة لضبط أوضاع المالية العامة.³ كما ينبغي أن يكون واضحاً الآن لكل دولة وفرد يفرط في الإنفاق أنه على المدى الطويل لن يستطيع العيش فوق طاقته، والحاجة لإعطاء اهتمام أكبر للمالية العامة وتطوير هياكل جديدة للميزانية.
- ضرورة وجود شفافية مطلقة بين الدول الأعضاء وعدم اللجوء للتستر على أو التهاون بشأن الحسابات والمؤشرات الاقتصادية غير الحقيقية.
- إن الأزمة كشفت الضعف الجوهري لعملة اليورو نفسها، فالعملة الموحدة تامة الشروط تتطلب بنكا مركزياً وسلطة مالية مشتركة تتولى استقطاع ضريبة الأفراد في دول المنطقة، وفي نفس الوقت لا يمكن لعملة موحدة أن يكون لها بنك مركزي من غير أن يكون لها إدارة خزينة موحدة.
- يعتبر تقليص الفجوات بين الأداءات الاقتصادية لدول الاتحاد ضروري، ذلك التكتل الاقتصادي الذي يضم اقتصاديات قوية وأخرى ضعيفة سيكون تكتل هش وعرضة لانتشار العدوى بين أعضائه.⁴

المبحث الثالث: اقتصاديات الدول النامية وتأثرها بالأزمات المالي

ضعف اقتصاد الدول النامية هو مصطلح شاسع لوصف حالة التقدم الاقتصادي لهذه الدول لكن وعلى الرغم من حقيقته، إلا أن اقتصاد هذه الدول له مكانة أساسية في الاقتصاد العالمي خاصة أنه مورد رئيسي للمواد الأولية ويعتبر مستهلك عالمي لكل أنواع السلع والخدمات، لهذا، ارتأينا في

¹-Rebecca M. Nelson, Paul Belkin, Derek E. Mix, *Greece's Debt Crisis: Overview Policy Responses and Implications*, Congressional Research Service, USA, April 27- 2010, p14

²-صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: التعافي والمخاطر واستعادة التوازن، واشنطن، أكتوبر، 2010، ص: 76.

³- صندوق النقد الدولي، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

⁴سكينة حملوي، انعكاسات الأزمات الاقتصادية على التكتلات الاقتصادية الإقليمية، دراسة حالة الاتحاد الأوروبي "أزمة اليورو"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016/2017، ص: 245، 246.

هذا المبحث أن نتطلع إلى المواصفات المحورية لاقتصاديات الدول النامية، خصائصها المشتركة، وكذلك معوقاتنا الداخلية والخارجية وانعكاسات وتداعيات الأزمات المالية عليها.

المطلب الأول: الملامح الأساسية لاقتصاديات الدول النامية

حتى ولو اختلف مفهوم الدول النامية من منظمة لأخرى وإطلاق عدة مسميات عليها إلا أنها تشترك مع بعضها البعض فيما يخص الظروف السياسية المحيطة بها، لكن الجدير بالذكر أنها تسعى للنهضة الاقتصادية وبمحاولاتها المتباينة فيما يخص تجاربها ومخططاتها التنموية. كما أن هناك حد أدنى من الخصائص المشتركة التي تتميز بها اقتصاديات هذه البلاد خاصة في المجال الاقتصادي والاجتماعي، وسنتطرق لهذا بالتفصيل فيما يلي:

1- مفهوم البلدان النامية: لا يوجد تعريف مقبول عالمياً "للدولة النامية"، فتفسيرات المنظمات الدولية حول الدول النامية هي عبارة عن بنود فنية مستخدمة للملاءمة في التعامل في الشؤون الدولية والتجارة. فحسب المعجم الاقتصادي فإن الدول النامية هي الدول التي لا يفي فيها حالياً الناتج المحلي الإجمالي والدخل الفردي لتوليد المدخرات اللازمة للشروع في برامج استثمار زراعي وصناعي واسعة، وتتميز هذه الدول بشكل نموذجي بوجود قطاع أولي واسع (زراعي أو نפט عادة) تعيش فيه غالبية السكان في مستويات الكفاف أو قربها، فلا تنتج إلا بالكاد ما يفي باحتياجاتها المباشرة، ومن ثم لا تستطيع توفير الإنتاج اللازم لدعم مجتمع مدني صناعي واسع¹. وقد أطلق على هذه البلدان تسميات عديدة مثل: البلدان النامية، البلدان السائرة في طريق النمو، البلدان الفقيرة، البلدان المتخلفة، بلدان العالم الثالث ... إلخ، وفيما يلي عرض لأهم هذه التسميات:

- فحينما بدأ الفكر الاقتصادي في تناول مشكلة النمو بهذه البلدان أطلق عليها اصطلاح "الدول المتأخرة" وعرفت بأنها تلك الدول التي تسودها المستويات المنخفضة من التقدم الاقتصادي والتكنولوجي بحيث يترتب على ذلك شيوع الفقر بين سكانها إلا أن هذا التعريف لا يوضح الأبعاد الحقيقية لمشكلة تخلف هذه البلدان.

- لذلك استبدلت التسمية السابقة باصطلاح آخر هو "الدول المتخلفة" وعرفت بأنها: "الدول التي ينخفض فيها الدخل الفردي عن متوسط دخل الفرد في الدول المتقدمة، وبالتالي فإن هذا التعريف يتضمن تواجد إمكانات النمو بهذه البلدان متى تم الاستغلال الكامل للموارد المتاحة بها. ولقي مصطلح "التخلف" اعتراضاً أيضاً لأنه لا يفرق بين الركود والنمو من ناحية، ومن ناحية أخرى فإنه يعطي انطباعاً بسيادة الركود في هذه المجتمعات وهو ما لا يتفق والحقيقة، ولذلك استبدل باصطلاح "الدول النامية" تفادياً للخلط بين الركود والنمو.

¹- Christopher Pass, Brayan Lowes et Leslie Davies, *Dictionary of economics*, ACADEMIA, Beirut, Lebanon, 1995, p: 111.

• **الدول النامية:** رغم أن هذا الاصطلاح لقي قبولا واسعا إلا أنه يؤخذ عليه أن "النمو" لا يقتصر على الدول المتخلفة بل هو مصطلح عام يشمل الدول المتقدمة أيضا، ولكن الفرق واسع بين نمو هذه وتلك، وبالتالي فإن هذه التسمية المتفائلة لا تعبر عن الحالة الحقيقية لهذه الدول.

• **الدول الأقل تقدما:** وهي تسمية تقابل تسمية الدول المتطورة بالدول الأكثر تقدما، وهي تحمل في طبيعتها نسبية التقدم، ولكن يؤخذ عليها المأخذ السابق وهو أنها توحي أن دول العالم تعيش درجات متفاوتة من التقدم، في حين أن واقع الحال أن الكثير من الدول تعيش حالة جمود أو تقهقر.

• **الدول الفقيرة:** في مقابل الدول الغنية، ورغم أن هذا الاصطلاح يتميز بالحياد بسبب تركيزه على الجوانب الاقتصادية المادية، إلا أنه منتقد بسبب أنه توجد بلدان نامية كثيرة غنية بالموارد الطبيعية كالدول النفطية مثلا.

• **دول العالم الثالث:** يغلب على هذا الاصطلاح الطابع السياسي، ويرتكز إلى تقسيم العالم إلى الدول الرأسمالية المتقدمة في المرتبة الأولى، تليها الدول الاشتراكية التي كانت سائدة حتى انهيار الاتحاد السوفياتي في المرتبة الثانية، ثم يأتي في المرتبة الثالثة بقية دول العالم موزعة على القارات الثلاث: آسيا، إفريقيا وأمريكا اللاتينية.

• **دول المحيط:** في مقابل دول المركز (الدول المتقدمة) ويشير هذا الاصطلاح بالأساس إلى أن التخلف يرجع إلى علاقات التبادل غير العادلة التي تتم بين المركز والمحيط، والتي تركز تبعية المحيط للمركز دائما.

• دول الجنوب: في

مقابل دول الشمال، وهذه التسمية تستند إلى التصنيف الجغرافي للدول - كما سيأتي - وقد ظهرت في مؤتمر باريس للطاقة عام 1975.

وهناك تسميات أخرى كالدول النفطية، الحديثة، البلدان متوسطة النمو، البلدان متوسطة الدخل،... إلخ.

ورغم تعدد الاصطلاحات التي أطلقت على هذه البلدان، فإن استخدام أي منها تحكمه عوامل سياسية واجتماعية ونفسية مختلفة، ولا يوجد في الحقيقة فرق جوهري لمدلول كل منها على الإطلاق، وبالتالي فإن استخدام أي من هذه المصطلحات مقبول طالما أن هناك اتفاق على مضمون الاصطلاح.¹

2- الخصائص المشتركة للدول النامية:

¹- عبد الرحمان بن سانية، الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية في ظل التجربة الصينية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012 - 2013، ص: 55.

تعتبر هذه الخصائص متفاوتة النسب ومتغيرة من دولة لأخر سواء كانت هذه الأخيرة في إفريقيا أو آسيا أو أمريكا اللاتينية، فعملية بحث الخصائص المشتركة ما بين هذه الدول يكون بدافع الوصول إلى حصر وتحديد مجموع ما يمكن اعتباره معيقات للتنمية بها، ومنه إمكانية الوصول إلى تحديد وحصر ما يستوجب على هذه الدول اعتماده من إجراءات لتجاوز هذه المعوقات التي أصبحت معروفة ومحددة، بحيث إذا ما استطاعت التخلص منها أصبحت بلادا متقدمة وأهم ما يميز هذه البلدان عن غيرها من البلاد المتقدمة هو:

أولاً. الخصائص الاجتماعية: انتشار الأمية، ارتفاع معدل الوفيات، انخفاض المستوى الصحي، ارتفاع معدل المواليد، عمل الأطفال، غياب دور المرأة في العملية الإنتاجية.

ثانياً. الخصائص السياسية: الديكتاتورية، التبعية للخارج، عدم الاستقرار السياسي، سيطرة فئة على الحكم، الاقتصاد المزدوج.

ثالثاً. الخصائص الإدارية: الفساد الإداري، الوقت الضائع، نقص التنسيق، نقص في القيادات، انتشار الوساطة والمحسوبية.

رابعاً. الخصائص الاقتصادية: ضعف الإنتاج الصناعي، تفاقم المديونية، انتشار البطالة، قلة المدخرات، تفاوت في توزيع الدخل، انخفاض في متوسط الدخل، الاعتماد على الإنتاج الزراعي¹. سيادة حالة المنافسة غير الكاملة وعدم كمال المعلومات. هذه الأخيرة التي سنتناولها بنوع من التفصيل.

المطلب الثاني: معوقات النمو الداخلية للدول النامية وعلاقتها بوتيرة انتشار الأزمات المالية

تحوي الدول النامية على كثير من المعوقات التي تعرقلها للنهوض ببلدانها والحق بالعجلة الاقتصادية للبلدان الرأسمالية وفي هذا المطلب سنتكلم عن المعوقات الداخلية للبلدان النامية وسرعة أو بطء انتشار الأزمات المالية فيها.

1- معوقات الداخلية للدول النامية:

وهي المعوقات الناجمة عن السياسات المتخذة داخل الاقتصاد المحلي، إذ نذكر منها:

أولاً. منتجة للمواد الأولية: أي أنها تتوافر على إنتاج المواد الأولية بشكل رئيسي بحيثي كاد أن يكون هو العماد الرئيسي لاقتصادها القومي.

ثانياً. عدم إمكانية استغلال الموارد الطبيعية بطريقة فعالة: وهذا يعني أنه بالرغم من أنها تنتج مواد أولية فإنها لا تستغل بالكامل، أو أنها لا تستخدم استخداماً أمثلاً.

¹ -ميشيل توادور، التنمية الاقتصادية، ترجمة: محمود حسن حسني، دار المريخ، السعودية، 2006، ص: 59.

ثالثاً. ضيق السوق المحلية والاعتماد المتزايد على السوق العالمية: أي الاعتماد بشكل واضح على التجارة الخارجية، سواء كان على شكل صادرات للموارد الأولية أو استيراد السلع المصنوعة، وهذا يعني ضيق السوق المحلي من ناحية وتقلب الميزان التجاري من ناحية أخرى وتوقفه على المؤثرات الخارجية بدرجة كبيرة. وهنا لا يكون معدل التبادل التجاري في صالحها.¹

رابعاً. انخفاض الدخل القومي ومعدل نموه: وتتسم معظم الدول النامية بانخفاض مستوى دخلها القومي، ونظراً لأن معدل نموها السكاني يعد مرتفعاً فإن معدل نمو دخلها الفردي أيضاً يتسم بالانخفاض. ويعود ذلك بصفة أساسية إلى انخفاض كفاءة استخدام الموارد الاقتصادية، بالإضافة إلى سوء توزيع الدخل القومي بين أفراد المجتمع.

خامساً. انخفاض إنتاجية القطاعات الخاصة: تسود ظاهرة تدني مستوى إنتاجية العمل في عدد من الدول النامية نتيجة ندرة الموارد الرأسمالية المكملة لعناصر الإنتاج الأخرى كالعامل والأرض. ومن ثم يظهر مبدأ تناقص الإنتاجية الحدية في النشاطات الإنتاجية وخاصة الزراعية. سادساً. ارتفاع الأهمية بالنسبة للنشاط الزراعي: يمثل الناتج المحلي الزراعي مكانة رئيسية في إجمال الناتج المحلي في الدول النامية، كما يتصف معه النشاط الزراعي بارتفاع نسبة العاملين فيه مقارنة بالعاملين في النشاطات الاقتصادية غير الزراعية (كما أن الطرق الفنية المتبعة في الزراعة طرق بدائية يكاد ينعدم فيها استخدام الفنون الإنتاجية الحديثة).

سابعاً. عدم كفاية البنى التحتية: تعاني معظم الدول النامية من ظاهرة عدم كفاية وكفاءة البنى التحتية أو الارتكازية كالوسائل الصحية أو التعليمية وضعف كفاءة الوسائل التكميلية للعمليات الإنتاجية كالنقل ووسائل التخزين والطرق وغيرها.²

ثامناً. المديونية الخارجية: اعتقدت الدول النامية عند اقتراضها خارجياً أن التضخم يخفض من قيمة الدولار وبالتالي سترد الديون بدولار رخيص، ولكن ما حدث هو أن ارتفاع أسعار الفائدة وأسعار صرف الدولار وإعادة جدولة الديون بأسعار فائدة أعلى كل ذلك عمل على زيادة حجم الديون الخارجية بشكل خيالي، وتحولت إلى مديونية طويلة الأجل. وفي أواخر السبعينيات ومطلع الثمانينيات، ومع هبوط أسعار النفط بدأ التردد في استمرار تمويل الدول النامية بالقروض بسبب وضعية مديونيتها الثقيلة، ومثال على ذلك ما وقع في كل من المكسيك والبرازيل حيث صارت خدمة الدين تمثل 60% من حصيلتها صادراتها.³

تاسعاً. سيادة حالة المنافسة غير الكاملة وعدم كمال المعلومات: تعاني معظم الدول النامية وإلى يومنا هذا من بعض الأساليب الإدارية الداخلية التي كثيراً ما أعاقت وتعيقت في الوقت الحاضر السير الحر للعمليات والأنشطة الاقتصادية في اتجاهها الصحيح. فحرية السوق في ظل تواجد الأطر

¹ -محمد إسماعيل صبري، دراسات في علم الاقتصاد وطرق احتياجاته: التحليل الجزئي- التحليل الكلي والتجارة الدولية، المكتب العربي الحديث، الأزاريطة، مصر، 2011، ص: 499-500.

² -سالم توفيق النجفي، أساسيات علم الاقتصاد، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، مصر، 2000، ص، ص: 300، 302.

³ -ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 100-101.

القانونية والثقافية والمؤسسية اللازمة، والكفيلة بتنظيم التعاقدات وحقوق الملكية، واستقرار قيمة العملة، وملاءمة البنية الهيكلية أو الأساسية وغيرها وباعتبارها من العوامل ذات الأهمية البالغة في أي ممارسة اقتصادية أو تنظيم اقتصادي فعال، تعتبر أهم ما يجب أن تركز عليه الدول النامية كسلطات مركزية جهودها في سبيل إرسائها¹.

عاشرا. عجز الميزانية العامة: إن عجز الميزانية العامة في دول العالم الثالث بصفة عامة يعود إلى التباين الشديد بين معدلات نمو النفقات العامة الراجعة لعدة عوامل كارتفاع نفقات الدفاع وانتشار ظاهرة نمو العمالة الحكومية في الدول النامية، ونجد من ناحية أخرى تباطؤ نمو معدلات الإيرادات العامة من ناحية أخرى وبالتالي استمرار تزايد معدلات عجز الميزانية وتحوله إلى عجز هيكلية.

حادي عشر. التضخم: واجهت معظم دول العالم الثالث وكذلك الدول المتقدمة ارتفاعا في معدلات التضخم السنوية وخاصة عقب أزمة البترول الأولى عام 1984 واستمر هذا الارتفاع حتى أوائل التسعينات، وتشير الإحصائيات إلى اختلاف معدلات التضخم السنوية في الدول النامية عالية المديونية بالمقارنة مع الدول المنخفضة المديونية².

الثاني عشر. مشكلة تخلف الأسواق المالية والنقدية: تنتم الأسواق النقدية والمالية في دول العالم الثالث بضيق نطاقها وعدم تنوع هيكل أصولها المالية، ويرجع ذلك إلى قلة التعامل في الأوراق المالية وانخفاض الوعي المصرفي وعدم تطور المؤسسات المالية إلى جانب قلة الأوراق المالية الحكومية والقيود المفروضة على الجهاز المصرفي، كجمود سعر الفائدة مما يؤدي إلى ضعف كفاءة الجهاز المصرفي في جذب وتعبئة الادخار المحلي وتوجيهه إلى المجال الاستثماري³.

الثالث عشر. نقص العمالة الماهرة: ويرجع ذلك إلى الهجرة المستمرة للكفاءات العلمية والعمالة الماهرة من الدول الفقيرة إلى الدول الأخرى الرأسمالية تحديداً، كما أن اقتصاديات هذه الدول بقيت بعيدة عن التطورات والتغيرات الهيكلية.

وهناك **معوقات أخرى** نذكر منها تهريب رؤوس الأموال إلى الخارج، كبر السوق الموازية، التهرب الضريبي، عدم توفر مراكز الإعلام التجاري والاقتصادي، الفساد الإداري وعدم وجود برنامج تدريبي للعاملين في القطاع المالي لكشفه.

2- علاقة المعوقات الداخلية بوتيرة انتشار الأزمات المالية:

تتأثر الدول النامية بعدوى الأزمات المالية العالمية وكانت المعوقات الداخلية لهذه البلدان سبب في سرعة أو كبح انتشار الأزمات المالية فيها، وسنحاول تصنيف هذه العوامل إلى قسمين هما:

¹- عمرو محي الدين، التخلف والتنمية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1975، ص: 156.
²- ضياء مجيد الموسوي، الحدائق والهيمنة الاقتصادية ومعوقات التنمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2009، ص: 42، 49.
³- مصطفى عبد الله خيشم، موسوعة علم العلاقات الدولية، الدار الجماهيرية للنشر والتوزيع والإعلان، ليبيا، 1990، ص: 183.

أولاً. عوامل داخلية مسرعة في انتشار الأزمات المالية في الدول النامية: نذكر منها:

أ- نقص الطلب على المواد الأولية: إن تقليص حجم النشاط الاقتصادي في الشركات الصناعية للدول المتقدمة الناجم عن الأزمات يؤدي بالضرورة إلى تقليص الطلب على المواد الأولية التي تصدرها الدول النامية (كصادرات الغاز والبتروول) فالاعتماد المتزايد على التجارة الخارجية العالمية يساهم في سرعة وصول الأزمة لهذه الدول.

ب- مشكلة تخلف الأسواق المالية والنقدية: يعتبر حجم بورصات الدول النامية قليلاً نسبياً إذا ما قورن بالبورصات العالمية، لكن تقسم بورصات هذه الدول إلى ثلاث أقسام الأولى التي تتسم بأنظمة مالية وتجارية منفتحة وذات انكشاف عال على الأسواق المالية العالمية وارتباط وثيق بها فنلاحظ أن بورصات هذه الدول تتأثر بسرعة عند حدوث الأزمات، أما القسم الثاني فهي ذات أسواق المال المحلية الغير مرتبطة ارتباطاً مباشراً بالأسواق العالمية، إلا أن اقتصاداتها تعتمد على الإيرادات النفطية وهي ما تكلمنا عنه سابقاً، أما القسم الثالث فسننظر إليها لاحقاً.

ج- سيادة حالة المنافسة غير الكاملة وعدم كمال المعلومات: وهذا لعدم وجود مؤشرات تنبئ بقدوم الأزمات المالية الأمر الذي يسرع في وصول موجات الأزمات المالية لهذه البلدان.

د- انخفاض الدخل القومي ومعدل نموه في الدول النامية: إذ حسب تقديرات صندوق النقد والبنك الدوليين، يتراجع حجم النمو الاقتصادي العالمي تدريجياً قبل ظهور الأزمات وبعدها، وتنتقل حمى الانخفاض في معدلات النمو إلى اقتصاديات الدول النامية مما يسرع في تأزم الوضع.

وهناك معوقات أخرى تسرع انتشار الأزمات المالية في الدول النامية مثل: تباطؤ تحويل الأموال من قبل مواطني الدول النامية المقيمة في الخارج إلى بلدانهم بسبب التأثير السلبي على عائداتهم، عدم توفر مراكز الإعلام التجاري والاقتصادي وعدم وجود برنامج تدريبي للعاملين في القطاع المالي لكشف زحف الأزمات المالية.

ثانياً. عوامل داخلية مبطنة في انتشار الأزمات المالية في الدول النامية: نحصرها في:

أ- مشكلة تخلف الأسواق المالية والنقدية: تكلمنا سابقاً عن نصيب القسم الأول والثاني للدول النامية المرتبطة بأسواق المال المتقدمة أما القسم الثالث فهي الدول التي يعتمد القطاع المصرفي والمالي فيها على موارد الإقراض المحلي، وبالتالي لا تتأثر اقتصاداتها بصورة مباشرة بالتقلبات في أسواق المال العالمية أي أن تخلف أسواق مال هذه المجموعة من الدول تعتبر عاملاً كبحاً للأزمات المالية.¹

المطلب الثالث: معوقات النمو الخارجية للدول النامية وعلاقتها بتفشي الأزمات

المالية

¹-صندوق النقد العربي، المحور العاشر؛ تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الدول العربي، ص: 206، 207.

ترتبط الدول النامية ارتباطا وثيقا بالعالم الخارجي، كما أن بروز ما يسمى بالعولمة الاقتصادية والمالية في الآونة الأخيرة ساهم في زيادة التبادلات الخارجية بين دول العالم وسنتطرق في هذه النقطة إلى المعوقات الخارجية التي تساعد على تخلف الدول النامية وعلاقتها بتقشي الأزمات المالية فيها.

1- المعوقات الخارجية للدول النامية:

وهي المعوقات المتولدة عن الوضع الراهن للعلاقات الاقتصادية الدولية أهمها:

أولا. العجز المتزايد في ميزان المدفوعات: أدى العجز المستمر لموازن المدفوعات في معظم الدول النامية الناجم عن تزايد الواردات السلعية على حساب الصادرات وانتشار ظاهرة هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج إلى اختلال تجاري واضح تسبب بالجوء إلى الاقتراض الخارجي وتفاقم المديونية وأعبائها.¹

ثانيا. ضعف الاستثمارات الأجنبية المباشرة وعدم كفايتها: حيث تظل الدول الصناعية هي الأكثر استحوادا على هذه الاستثمارات، بينما تظل الدول النامية الأقل نصيبا منها، وانتقلت حصتها من هذه الاستثمارات خلال 17 عاما (من عام 1980 إلى 1997) من 26% إلى فقط 37%.²

ثالثا. الهيمنة والتبعية والحساسية للعلاقات الدولية: في عديد من الدول النامية، نجد أن العنصر النهائي المؤكد الذي يسهم في تخلف هذه الدول هو قدرة الدول المتقدمة على السيطرة على أنماط التجارة الدولية، وسيطرتها على التكنولوجيا العالمية ومفاتيحها وعلى المساعدات الأجنبية ورؤوس الأموال الخاصة التي يتم نقلها وتحويلها إلى الدول النامية.³ وهو ما يدخل ضمن الآثار السلبية للعولمة.

رابعا. الإتفاقيات التجارية والتي تكون غالبا في غير صالح البلدان النامية وما قد ينجر عنها من ضغوطات على سعر الصرف والانخفاض السريع المعتبر لسعر صرف العملة الأمر الذي يؤثر سلبا على الثقة التي يضعها المستثمرون الأجانب في هذه البلدان.⁴

2- علاقة المعوقات الخارجية للدول النامية بتقشي الأزمات المالية: العوامل الخارجية المبثنة لانتشار الأزمات المالية في الدول النامية:

أولا. عوامل خارجية مسرعة في انتشار الأزمات المالية في الدول النامية: تعتبر كل المعوقات الخارجية للبلدان النامية عوامل مسرعة لانتشار الأزمات المالية فيها نظرا ل:

¹ -مصطفى عبد الله خيشم، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

² -Padma Mallam Paly et autre, *l'investissement direct étranger dans les Pays en développement*, Finance et Développement, FMI, Volume 36, n° 1, mars 1999, pp: 34-35.

³ -ميشيل تودارو، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

⁴ -كمال رزيق، حسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال (التحديات-الفرص-الأفاق)"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، عمان، يومي 10-11 نوفمبر 2009، ص: 14.

- التبية الاقتصادية، التجارية والمالية للدول المسببة والمتضررة للأزمات المالية،
- العولمة المالية والاقتصادية لأن هذه الأخيرة تمثل أداة العبور الرئيسية للأزمات المالية إلى الدول النامية،
- هيمنة الدول العظمى على ثروات الدول النامية باسم الشركات المتعددة الجنسيات،
- تآكل سلطات الحكومات القومية أمام الرأسمالية هذه الأخيرة المسبب الرئيسي للأزمات المالية وتفشيها.

ثانيا. عوامل خارجية مبطنة في انتشار الأزمات المالية في الدول النامية: نحصرها في:

- انشغال الدول المهيمنة بأزماتها وبالتالي تخف وطأة تدخلها في الدول النامية،
- انخفاض حجم رأس المال المالي الدولي في الدول النامية بعد سحب المستثمرين له من تلك الدول لقناعتهم وقوع الأزمة المالية العالمية قد جعل الاستثمارات في الدول النامية أكثر مخاطرة من استثمارات أخرى في الدول المتقدمة.

خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى تبيان مدلول الأزمة المالية من خلال تعريفها وأنواعها وأهم الأزمات المعاصرة التي تعرضت لها مختلف الدول النامية والمتقدمة مع ذكر معوقات الدول النامية ووتيرة انتشار الأزمات المالية فيها. قد شهد النظام الرأسمالي العديد من الأزمات المالية والاقتصادية،

أهمها أزمة الكساد في الثلاثينات وأزمة انهيار بروتوودز، لكن في تسعينيات القرن العشرين ظهرت أزمة خانقة وهي أزمة دول شرق آسيا وأتبعها أشهر أزمة عصفت بأمريكا وهي أزمة الرهون العقارية في أمريكا وثم بعدها بسنوات انفجرت أزمة اليونان والمسماة بأزمة الديون السيادية، وعلى الرغم من وجود بعض الاختلافات بين هذه الأزمات إلا أنها تشترك كلها في المال الوافد بالدولار الأمريكي والذي هدفه الأساسي هو فروقات أسعار الفائدة وتضخيم الأرباح، فالابتكارات المالية الجديدة وزيادة التكامل بين الأسواق المالية العالمية قد أضافا بعض العوامل لزيادة تفشيها بين الدول. فانتشار الأزمات وآثارها المعدية قد بدا واضحا من ذي قبل.

أما في المبحث الأخير فقد أخذنا لمحة عن الدول النامية من حيث توضيح مفهومها والمصطلحات التي تشرحها والمعوقات التي تثبطها عن النهوض باقتصادياتها رغم الموارد الطبيعية الهائلة التي تزخر بها وأخيرا قسمنا هذه المعوقات إلى عوامل تسرع انتشار الأزمات المالية وهذا بسبب هيمنة الدول المسببة للأزمات المالية وتبعية الدول النامية لها وأخرى تثبطها مثل تخلف الأسواق المالية والنقدية. وسنحاول في الفصل الرابع تطبيق كل ما رأيناه في دراسة قياسية ومحاولة إيجاد نموذج شامل يربط كل من مؤشرات اقتصاد الدول النامية ومؤشرات بورصتها.

الفصل الرابع

دراسة قياسية باستعمال نموذج *ARDL bound test*

تمهيد:

تتلخص المهمة الأساسية للاقتصاد القياسي في قياس العلاقات الاقتصادية بغرض اختبارها وتفسيرها، وينقسم خبراء هذا الأخير إلى رأيين، الفريق الأول يرى أن القياس لا يبنى إلا على النظرية الاقتصادية ويعرف مؤيدو هذا الرأي بأصحاب مدخل الاستنباط أو مدخل القياس بالنظرية أما الفريق الآخر فيرى أن وجود النظرية ليس شرطاً ضرورياً. فعملية القياس يمكن أن تتم أولاً ومنها يمكن التوصل إلى نظرية جديدة تفسر الظواهر الاقتصادية، ويعرف أصحاب هذا الفريق بمدخل الاستقراء أو القياس بدون نظرية¹ وفي حالتنا هذه سوف نقوم بقياس المتغير التابع المتمثل في المؤشر العام للسوق المالي لدولتين ناميتين وعدد من المتغيرات المستقلة ممثلة في مؤشرات الاقتصاد الكلي للبلد المختار.

¹ - عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، قسم الاقتصاد، كلية التجارة،

فبعد التطرق إلى الجانب النظري لسوق رأس المال ومؤشرات الاقتصاد الحقيقي في الفصول السابقة، إلى جانب الدراسات السابقة، سنحاول في هذا الفصل التطبيقي معالجة العلاقة بين المؤشر العام لسوق الأوراق المالية ومتغيرات الاقتصاد الكلي خلال الفترة (2006-2020) باستخدام بيانات فصلية وبعتماد نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع بمقاربة اختبار الحدود *ARDL*، ثم نقوم بتحليل نتائج الدراسة لمعرفة طبيعة العلاقة بين مؤشرات الاقتصاد الحقيقي والمؤشر العام في سوق الأوراق المالية في المديين قصير وطويل الأجل، وكذلك البحث في نوع العلاقة واتجاهها، من أجل الوصول إلى مجموعة من النتائج الأساسية التي تسمح باختبار فرضيات الدراسة. ومن أجل ذلك، تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين أساسيين، وهي:

المبحث الأول: دراسة نظرية حول استقرارية السلاسل الزمنية ونموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة بمقاربة اختبار الحدود

المبحث الثاني: دراسة العلاقة بين مؤشرات الاقتصاد الحقيقي والمؤشر العام للسوق الرأسمالي

المبحث الأول: دراسة نظرية حول استقرارية السلاسل الزمنية ونموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة بمقاربة اختبار الحدود

حاولنا في هذا المبحث التطرق إلى الجانب النظري لنموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة بمقاربة اختبار الحدود (*ARDL*)، الذي يعتبر من النماذج الديناميكية التي تأخذ عامل الزمن بعين الاعتبار في تفسير الظواهر الاقتصادية. ومن خلال هذا المبحث سنقوم بتقديم دراسة نظرية حول استقرارية السلاسل الزمنية، ثم في المطلب الثاني قمنا نقوم بإعطاء لمحة حول النموذج، خصائصه، خطوات تشخيصه ونمذجته.

المطلب الأول: دراسة نظرية حول استقرارية السلاسل الزمنية

ظهر مصطلح الاستقرارية من خلال الدراسات التي أجراها الباحثان (Granger) ومساعدته (Newbold) في عام 1974 إذ قاما بتوليد سلاسل عشوائية ليست بينها أي علاقة تذكر بمعنى مستقلة عن بعضها البعض، ثم شكلا انحدار سلسلة من تلك السلاسل على سلسلة أخرى، لكنهما تفاجأ بعدم استطاعتهما رفض فرضية العدم والتي تنص على صفورية المعالم وهذا لعدد كبير من الحالات كذلك بالنسبة لاختبار داربن واتسون الذي وجد أن له قيم منخفضة أما بالنسبة لمعامل التحديد للانحدار R^2 فهو يأخذ قيم مرتفعة. وهنا وجد أن العلاقة بين المتغيرات هي علاقة زائفة وأطلقا على هذا الانحدار بالانحدار الزائف، والحل لتصحيح هذا الخلل حسبهما هو أخذ العلاقة بين المتغيرات على هيئة فروق أولية بدلاً من

أخذها على هيئة مستويات تفاديا للصعوبات الإحصائية الناشئة عن المتغيرات غير المستقرة وذلك لأن جل السلاسل الزمنية إذا تم أخذ الفروق الأولية لها فسوف تصبح مستقرة.¹

1-اختبارات الاستقرارية (جذر الوحدة):

هناك عدة طرق واختبارات للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية، فمنها من يعتمد على شكل التمثيل البياني للسلسلة وذلك بملاحظة ما إذا كان هناك تأثير للزمن على منحى السلسلة (سواء بالنسبة للمتوسط أو التباين). ومنها من يعتمد على شكل دالة الارتباط كما فعل (بوكس وجنكينز) في دراسة الاستقرارية، معتبرين أنه تكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا كانت معاملات دالة ارتباطها تؤول بسرعة إلى الصفر كلما كبرت درجة التأخير P .² كما أصبحت هذه الاختبارات تستعمل بكثرة في وقتنا الحالي نذكر منها: التحليل الطيفي *analyse spectral*، واختبارات جذر *DF*، *PP*، *ADF*، *KPSS*، *Dickey and Pantula* (1987) بالنسبة للاستقرارية من الدرجة الثانية واختبار *HEGY* بالنسبة لاختبارات الاستقرارية الخاصة بالموسمية، وسنفضل في هذه الاختبارات كالتالي:

أولاً: تعريف جذر الوحدة (اختبار ديكي فولر 1979):

وتمثل نقطة البداية فنعني بجذر الوحدة العشوائية أو عدم السكون، ونجد أبسط حالة في جذر الوحدة في المثال التالي:

$$Y_t = \rho Y_{t-1} + u_t \quad -1 \leq \rho \leq +1 \dots (1)$$

حيث: u_t مقدار الخطأ العشوائي.

وإذا كان $\rho=1$ (معنوي) نقول أننا في حالة جذر الوحدة، وتسمى هذه الدالة بنموذج سير عشوائي بدون اتجاه أو عملية عشوائية غير ساكنة.³

وتعالج بالفروقات فمثلا الفرق من الدرجة الأولى يكتب بـ $I(1)$. ولاختبار مدى استقرار

السلسلة يتم حساب τ كالتالي:

$$= \tau \frac{\hat{\rho}}{SE \hat{\rho}} \dots (2)$$

¹-Steven N. Durlauf, Lawrence E. Blume, *Macroeconomic and Time series Analysis*, The New palgrave economics collection, UK, 2010, P: 265-266.

²-بوشة يحيى، عدوكة لخضر، اختبارات الجذر الأحادي: دراسة تطبيقية على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 06/ ديسمبر 2016، ص: 138.

³-د. جوجارات، الاقتصاد القياسي، ترجمة: هند عبد الغفار عودة، دار الميرخ للنشر، الجزء الثاني، الرياض، 2015، ص: 1047.

ثم يتم مقارنة τ المحسوبة بالجدولية (من جداول Dickey-Fuller)، إذا τ المحسوبة أكبر من الجدولية نرفض فرضية العدم وتكون السلسلة ساكنة أو مستقرة والعكس صحيح وذلك حتى في العينات الكبيرة ويسمى باختبار (Dickey - Fuller Test (DF)¹.(2)...

ثانياً: اختبار ديكي فولر الموسع:

ينطوي تحت هذا الاختبار متباينات أخرى للمتغير التابع والاتجاه عام من أجل التخلص من الارتباط الذاتي للأخطاء. ويتحدد طول هذه المتباينات بمعايير منها: معيار أكايك أو شوارتز، ويتم تقدير النماذج التالية باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية تحت:

$$\left. \begin{array}{l} H_0: (\lambda = 0) \text{ فرضية العدم القائلة بوجود جذر الوحدة في السلسلة أي أنها غير مستقرة} \\ H_1: (\lambda < 0) \text{ الفرضية البديلة عدم وجود جذر الوحدة في السلسلة أي أنها مستقرة} \end{array} \right\}$$

$$\Delta y_t = \lambda y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \rho_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots(3)$$

$$\Delta y_t = \alpha + \lambda y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \rho_i y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots(4)$$

$$\Delta y_t = \alpha + \beta T + \lambda y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \rho_i y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots(5)$$

حيث: Δ : تمثل الفرق الأول، k : طول الفجوة الزمنية².

ثالثاً: اختبار فيليبس-بيرون (Phillips-Peron 1988):

يقوم اختبار فيليبس-بيرون على إدخال تصحيح للارتباط الذاتي باستخدام طريقة غير معلمية، أي أنه يأخذ في عين الاعتبار التغيرات الهيكلية للسلسلة الزمنية، فهو يسمح بإلغاء التغيرات الناتجة عن

¹- عبد القادر عطية، مرجع سبق ذكره، ص: 660.

²- كامل العلاوي، القياس الاقتصادي: النظرية والتحليل، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط: 01، 2011، ص: 270.

المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية (الغير متجانسة)¹، ويسمح هذا الاختبار بتجاوز مشكلتي الارتباط الذاتي للبواقي وعدم ثبات التباين للخطأ العشوائي التي يعاني منها اختبار DF العادي². ويجرى هذا الاختبار في أربعة مراحل:

- التقدير بواسطة OLS لاختبار Dickey-Fuller مع حساب الإحصائيات المرافقة (مع العلم أن له نفس التوزيع الاحتمالي لاختبار DF)؛
-تقدير التباين قصير المدى:

$$\hat{\delta}^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^m \varepsilon_t^2 \quad \dots(6)$$

حيث: ε_t تمثل البواقي

- تقدير المعامل المصحح $\hat{\delta}^2$ (المسمى التباين طويل المدى) والمستخرج من خلال التباينات المشتركة للبواقي النماذج السابقة حيث:

$$\hat{\delta}^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^m \varepsilon_t^2 + 2 \sum_{i=1}^L 1 + \left(\frac{i}{L+1} \right) \frac{L}{n} \sum_{t=i+1}^n \varepsilon_t \varepsilon_{t-i} \quad \dots(7)$$

ومن أجل تقدير هذا التباين في المدى الطويل، يجب تحديد عدد التأخيرات L ويتم تقديره من خلال المشاهدات n:

$$L \approx 4 \left(\frac{n}{120} \right)^{\frac{2}{9}} \quad \dots(8)$$

ويتم حساب إحصائية فيلبس-بيرون من خلال المعادلة التالية:

$$t_{\hat{\phi}}^{\varepsilon} = \sqrt{k} \times \frac{\hat{\phi}-1}{\hat{\sigma}_{\hat{\phi}}} + \frac{\tau(K-1)\hat{\phi}}{\sqrt{k}} \quad \dots(9)$$

تقارن $t_{\hat{\phi}}^{\varepsilon}$ مع القيمة الحرجة لجدول Mackinnon، مع $K = \frac{\hat{\sigma}_{\varepsilon}^2}{s_{\varepsilon}^2}$ والذي يساوي 1 عندما تكون $\hat{\varepsilon}_t$

تشويشا أبيضاً³.

رابعا: اختيار جذر الوحدة للمركبات الموسمية *Hegy-test*

¹ -Phillips P , Perron P, Testing a unit root in Time series Regression, *Biometrika*, Great Britain, 1988, 75(2), p.p: 335-346.

²-دريال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2014، ص: 111.

³ شخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 1، 2012، ص: 212.

(Hylleberg, Engle, Granger and Yoo 1990) :

هناك عدة اختبارات للتأكد من خلو السلاسل الزمنية من المركبة الفصلية والتي تسمى باختبارات جذور الوحدة الموسمية ومنها اختبارات: *Hansen and Canova*, *Hylleberg, Engle, Granger and Yoo*، إذ يعتبر هذا الأخير والملقب باختبار *Hegy* من أشهر اختبارات جذور الوحدة الموسمية لأنه يتمتع بخاصية اختبار جذور الوحدة الموسمية أو غير الموسمية.

وباستعمال المتغيرات الوهمية الفصلية، وبفرض أن المشاهدة الأولى موجودة في الفصل الأول، نجد أن:

$$D_1 = (1,0,0,0 ; 1,0,0,0 ; 1,0,0,0 ; \dots) \dots (10)$$

$$D_2 = (0,1,0,0 ; 0,1,0,0 ; 0,1,0,0 ; \dots) \dots (11)$$

$$D_3 = (0,0,1,0 ; 0,0,1,0 ; 0,0,1,0 ; \dots) \dots (12)$$

$$D_4 = (0,0,0,1 ; 0,0,0,1 ; 0,0,0,1 ; \dots) \dots (13)$$

ومنه لإيجاد هذا الاختبار نقوم بتقدير دالة الانحدار كما يلي:

$$\Delta_4 y_t = \sum_{s=1}^4 a_s D_{st} + \beta T_t + \pi_1 y_{1,t-1} + \pi_2 y_{2,t-1} + \pi_3 y_{3,t-2} + \pi_4 y_{3,t-1} + \sum_{i=1}^k \phi_i \Delta_4 y_{t-i} + \varepsilon_t \dots (14)$$

أين: D_{st} : هي متغيرات وهمية و T_t : الاتجاه العام و:

$$y_{1t} = (1+L+L^2+L^3)y_t \dots (15)$$

(تحذف كل جذور الوحدة الموسمية مع المحافظة في المدى الطويل)

$$y_{2t} = -(1-L+L^2+L^3)y_t \dots (16)$$

(تحافظ على جذور الوحدة النصف سنوية والصفيرية (الجذور 1، i و i-)

$$y_{3t} = -(1+L+L^2+L^3)y_t \dots (17)$$

(يحافظ على الجذور المعقدة المترافقة أو المقترنة التابعة للدورات السنوية (الجذور i و i-) ويحذف الجذور عند الترددات الأخرى)

$$\Delta_4 y_t = (1-L^4)y_t = y_t - y_{t-4} \dots (18)$$

(تضاف عند الخطأ الأبيض)

إذا كان: $\pi_1 = 0$ ، السلسلة تحوي جذر وحدة غير موسمي عند التردد صفر والمطبق على السلاسل العشوائية الاتجاه.

وإذا كان: $\pi_2 = 0$ ، السلسلة تحوي جذر وحدة نصف سنوية.

أما إذا كان: $\pi_3 = 0$ و $\pi_4 = 0$ ، السلسلة تحوي على جذر وحدة سنوي i^1 و i و $i.e.$.

المرشح (Filters) المستخدم هو:

$$\pi_1 = 0 \text{ إذا } (I-L)$$

$$\pi_2 = 0 \text{ إذا } (I+L)$$

$$\pi_4 = 0 \text{ و } \pi_3 = 0 \text{ إذا } (I+L^2)$$

وبمقارنة القيم الحرجة t -test لمعنوية π_1 و π_2 و π_3 و π_4 . واختبار F -test للمعلمتين المترافقتين 3π و 4π . حيث أن رفض الفرضية الصفرية تدل على وجود جذر الوحدة، أما القيمة الحرجة فتأخذ من جداول Hylleberg et al. (1990)².

ولتطبيق اختبارات جذر الوحدة الموسمية، يمكن تقدير معادلة الانحدار بواسطة المربعات الصغرى العادية (OLS). إذ تتمثل إستراتيجية الاختبار في:

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : (\pi_1 = 0) \text{ وجود جذر وحدة غير موسمي} \\ H_1 : (\pi_1 < 0) \text{ سلسلة مستقرة} \end{array} \right\} \bullet$$

بالنسبة للتردد الصفري، نستخدم اختبار t أحادي الجانب لاختبار الفرضية الصفرية، فإذا كانت $t_{1,tabulated} < t_1$ ، فلن يتم رفض H_0 ولدينا جذر وحدة تردد صفري.

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : (\pi_2 = 0) \text{ وجود جذر وحدة نصف سنوي} \\ H_1 : (\pi_2 < 0) \text{ سلسلة مستقرة} \end{array} \right\} \bullet$$

¹ -Michael P. Clements, David F. Hendry, A companion to Economic Forecasting, Blackwell Publishing, England, P: 446.

² -Mohammed Ibrahim, Wojciech J. Florkowski, Testing For Seasonal Cointegration and Error Correction: The U.S. Pecan Price-Inventory Relationship, Presentation at the Southern Agricultural Economics Annual Meeting, Little Rock, Arkansas, February 5-9, 2005? P: 3-4.

بالنسبة للتردد π ، نستخدم أيضًا اختبار t أحادي الجانب لاختبار، فإذا كانت $t_2 < t_{2, tabulated}$ ، لن يتم رفض H_0 ولدينا جذر وحدة عند التردد نصف السنوي (π).

$$\left. \begin{array}{l} (H_0: \pi_4 = \pi_3 = 0) \text{ وجود جذر وحدة سنوي} \\ (H_1: \pi_4 \neq \pi_3 \neq 0) \text{ سلسلة مستقرة} \end{array} \right\} \bullet$$

بالنسبة للتردد الموسمي المقترن، نستخدم اختبار فيشر F -statistic لاختبار الفرضيات فإذا كانت $F_{3,4 tabulated} > F_{3,4}$ ، فلن يتم رفض H_0 ولدينا جذر وحدة على أساس سنوي للتردد ($\pi / 2$)¹.

$$\left. \begin{array}{l} 1 \quad (\pi_1 = 0): H_0 \\ (\pi_1 < 0): H_1 \end{array} \right\} \quad \left. \begin{array}{l} 2 \quad (\pi_2 = 0): H_0 \\ (\pi_2 < 0): H_1 \end{array} \right\} \quad \left. \begin{array}{l} 3 \quad (\pi_4 = \pi_3 = 0): H_0 \\ (\pi_4 \neq \pi_3 \neq 0): H_1 \end{array} \right\}$$

ولاستخدام اختبار (HEGY 1990) يتطلب وجود على الأقل 50 مشاهدة في نموذج قيد الدراسة. كما أن هناك خمسة انحدارات مساعدة يتم إجراؤها من أجل اتخاذ القرار المناسب بشأن هذا الاختيار:
أ- انحدار بدون اتجاه عام وبدون متغيرات وهمية، وبدون معلمات:

$$\Delta_4 y_t = \pi_1 y_{1,t-1} + \pi_2 y_{2,t-1} + \pi_3 y_{3,t-2} + \pi_4 y_{3,t-1} + \sum_{i=1}^k \phi_i \Delta_4 y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots(19)$$

ب- انحدار بوجود معلمات وبدون اتجاه عام وبدون متغيرات وهمية:

$$\Delta_4 y_t = \alpha + \pi_1 y_{1,t-1} + \pi_2 y_{2,t-1} + \pi_3 y_{3,t-2} + \pi_4 y_{3,t-1} + \sum_{i=1}^k \phi_i \Delta_4 y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots(20)$$

ج- انحدار بمتغيرات وهمية ومعلمات وبدون اتجاه عام:

$$\Delta_4 y_t = \alpha + \sum_{s=1}^4 a_s D_{st} + \pi_1 y_{1,t-1} + \pi_2 y_{2,t-1} + \pi_3 y_{3,t-2} + \pi_4 y_{3,t-1} + \sum_{i=1}^k \phi_i \Delta_4 y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots(21)$$

د- انحدار باتجاه عام ومعلمات وبدون متغيرات وهمية:

¹ -Oliver Darné, Claude Diebolt, A Note on Seasonal Unit root, Qualité and qualité 36, Kluwer Academic Publishers, Printed in Netherlands, August 2002, P: 308 .

$$\Delta_4 y_t = \alpha + \beta T_t + \pi_1 y_{1,t-1} + \pi_2 y_{2,t-1} + \pi_3 y_{3,t-2} + \pi_4 y_{3,t-1} + \sum_{i=1}^k \phi_i \Delta_4 y_{t-i} + \varepsilon_t \quad \dots(22)$$

ه-انحدار باتجاه عام، بمتغيرات وهمية وبمعلومات:

$$\Delta_4 y_t = \alpha + \beta T_t + \sum_{s=1}^4 a_s D_{st} + \pi_1 y_{1,t-1} + \pi_2 y_{2,t-1} + \pi_3 y_{3,t-2} + \pi_4 y_{3,t-1} + \sum_{i=1}^k \phi_i \Delta_4 y_{t-i} + \varepsilon_t$$

...(23)

كما أن اختبار *HEGY* يتأثر بسهولة بإدراج مكونات وعناصر في النموذج، إذ يعتمد اختيار النموذج من بين خمسة نماذج مذكورة أعلاه على أهمية هذه المكونات والعناصر.¹

2- طرق علاج عدم استقرارية السلاسل الزمنية:

توجد عدة طرق لعلاج استقرارية السلاسل الزمنية نذكر أهمها:

- في حالة عدم الاستقرار الناتجة عن عدم ثبات تباين السلسلة: تعالج هذه الحالة إما بحساب اللوغاريتم الطبيعي للسلسلة الزمنية، أو الحصول على الجذر التربيعي لبياناتها، أو بحساب مقلوبها.
- حالة عدم الاستقرار الناتجة عن وجود اتجاه عام للسلسلة: نجد عدة طرق المعالجة ومن أهمها نذكر: أولاً: تقدير الانحدار الخطي ذو الاتجاه العام وبعدها يعزل، أما البواقي فيتم التعامل معها على أنها سلسلة مستقرة، ثانياً: حساب الفروق (طرح قيم المشاهدات) بدرجاته المختلفة كالأولى أو الثانية أو أكبر حتى يتحقق الاستقرار في بيانات السلسلة.
- حالة عدم الاستقرار الناتجة عن التقلبات الموسمية للسلسلة: حساب الفرق الموسمي (مثل: الربع السنوي أو الشهري أو غيرها وفقاً لنوع البيانات) وإزالة التقلبات الموسمية هي طريقة معالجة هذه الحالة.²

¹ **Ayvaz Kızılgöl Özlem, Mevsimsel Eşbütünleşme Testi: Türkiye'nin Makroekonomik Verileriyle Bir Uygulama**, Atatürk University, Journal of the Faculty of Economic and Administrative Sciences, Turkey, 25 (2), 13-25, 2011, p: 15-16.

² **خالد طه محمود، تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL) لدراسة علاقة التكامل المشترك بين أسعار كتاكيت ودجاج اللحم في مصر خلال الفترة من 2015/01/01 إلى 2018/06/20**، مجلة منوفية للزراعة، الاقتصاد والعلوم الاجتماعية، عدد 03، مصر، ديسمبر 2018، ص: 598.

المطلب الثاني: نماذج الانحدار الذاتي ونماذج الإبطاء الموزعة بمقاربة اختبار الحدود *(Ardl bound testing approach) Autoregressive Distributed Lag*

استخدمنا في دراستنا القياسية هذه نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الزمني الموزع بمقاربة اختبار الحدود *ardl bound testing approach*، الذي يعتبر من النماذج الديناميكية التي تأخذ عامل الزمن بعين الاعتبار في تفسير الظواهر والتعاملات الاقتصادية. بالإضافة إلى اختبار وجود العلاقة طويلة الأجل من عدمها. ومن خلال هذا المبحث سنقوم بتقديم شرح مفصل حول هذا النموذج وخصائصه، ثم سوف نتطرق إلى خطوات النمذجة القياسية لمنهجية *ardl bound testing approach*.

1- لمحة عن نماذج الانحدار الذاتي ونماذج الإبطاء الموزعة بمقاربة اختبار الحدود:

اقترح هذا النوع من النماذج من قبل هاشم باسران وآخرون (Pesaran & al. (2001) إذ قاموا بدمج نماذج الانحدار الذاتي (*Model Autoregressive*) ونماذج الإبطاء الموزعة (*Lag Distributed*) ومنه تكون السلسلة الزمنية دالة في إبطاء قيمها، وقيم المتغيرات المستقلة الحالية وإبطائها بفترة واحدة أو أكثر. كما يتميز هذا الاختبار عن بقية الاختبارات بأنه لا يتطلب تكامل السلاسل الزمنية من نفس الدرجة إذ يمكن دمج السلاسل المستقرة عند المستوى أو عند الفرق الأول فقط¹.

ولتبسيط الأمور نكتب نموذج *ARDL (1,1,1)*، وفق نموذج تصحيح الخطأ *Model Correction Error*، كما يلي:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \beta_0 \Delta x_t + \beta_1 x_{t-1} + \gamma_0 \Delta z_t + \gamma_1 z_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots(24)$$

حيث أن ε_t تشكل تشويش أبيض *white noise*، العلاقة طويلة الأجل إذا كانت موجودة فتكتب كما يلي²:

$$y_t^* = \frac{\alpha_0}{\alpha_1} + \frac{\beta_1}{\alpha_1} x_t + \frac{\gamma_1}{\alpha_1} z_{t-1} + \mu_t \quad \dots(25)$$

$$y_t^* = \theta_0 - \theta_x x_t + \theta_z z_{t-1} + \mu_t \quad \dots(26)$$

¹-Pesaran, M., Shin, Y. and Smith, Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, Journal of Applied Econometrics, Vol.16, R.(2001), PP: 289-326.

²-Ron P. Smith, A note on ARDL models, Birkbeck, University of London., April 16, 2021, P: 2-5.

تكون الصيغة العامة لنموذج $ARDL(p,q,r)$ مكونة من متغير تابع Y وعدد k من المتغيرات التفسيرية x_1, x_2, \dots, x_k على الشكل التالي:¹

$$\Delta y_t = c + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta y_{t-j} + \sum_{j=1}^q \beta_j \Delta x_{t-j} + \sum_{j=1}^r \gamma_j \Delta z_{t-j} + \theta_1 y_{t-j} + \theta_2 x_{t-j} + \theta_3 z_{t-j} + \mu_t \quad \dots(27)$$

حيث:

c : الحد الثابت،
 j : عدد المتغيرات،
 p : فترة إبطاء المتغير التابع y_j ،
 q : فترات إبطاء المتغيرات التفسيرية x_j ،
 r : فترات إبطاء المتغيرات التفسيرية z_j ،
 $\beta \alpha_{j,i}, \gamma_i$: معاملات العلاقة قصيرة الأجل،
 μ_t : حد الخطأ العشوائي،
 θ_j : معاملات العلاقة طويلة الأجل حيث إذا كانت معنوية وأقل من الصفر فهذا يعني وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل،

تكاملاً مشتركاً في الأجل الطويل،

لتطبيق اختبار نموذج $(ARDL)$ يجب أولاً اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج وإذا وجدت نذهب إلى تقدير معاملات طويلة الأجل الطويل أضف إلى ذلك نقدر معاملات المتغيرات المستقلة في الأجل القصير. ولهذا نقوم بحساب إحصائية $Fisher$ من خلال $wald test$.

ويتم اختبار علاقة التكامل المشترك وفق هذا النموذج من خلال فرضيتين هما:²

$$\left. \begin{array}{l} H_0 : \delta_1 = \delta_2 = 0 \text{ ، عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (غياب علاقة توازنية طويلة الأجل)} \\ H_1 : \delta_1 \neq \delta_2 \neq 0 \text{ ، وجود تكامل مشترك بين المتغيرات (علاقة توازنية طويلة الأجل)} \end{array} \right\}$$

- وبما أن توزيع اختبار F غير معياري والذي يعتمد على¹: عدد المتغيرات المستقلة، حجم العينة، وهل أن المتغيرات متكاملة من الرتبة الصفرية $I(0)$ أو $I(1)$ ، وهل يحتوي النموذج على قاطع زمني واتجاه عام، فإن رفض فرضية العدم تعتمد على مقارنة قيمة F المحسوبة بالقيم الجدولية ضمن الحدود الحرجة.

¹-Min B. Shrestha, Guna R. Bhatta., Selecting appropriate methodological framework for time series data analysis, KeAi publishing: The Journal of Finance and Data Science, Vol 4, N° 2, Beijing, China, 2018, P:29.

²-عبد الوهاب عثمان، منهجية الإصلاح الاقتصادي، دار المريخ، مصر، ج: 2، 2012، ص: 20.

2- خصائص نماذج الانحدار الذاتي ونماذج الإبطاء الموزعة بمقاربة اختبار الحدود:

ويتميز هذا النموذج عن غيره من النماذج فيما يلي:

- يطبق إلا في حالة استقرار المتغيرات في المستوى (متكاملة من الرتبة صفر أو من الرتبة واحد)، وبشرط أن لا تكون أحد المتغيرات متكاملة من الرتبة الثانية أو ما فوقها،
- يطبق في حالة حجم العينة الصغيرة، عكس ما نجده في جل اختبارات التكامل المشترك التي تشترط كبير حجم العينة،
- تتيح هذه المنهجية إدخال المتغيرات الصماء في اختبار التكامل المشترك،
- باستعمال هذه المنهجية يمكن وضع العلاقة التكاملية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع في المدى القصير والطويل في معادلة واحدة وليس معادلتين منفصلتين هذا الذي يساعدنا على من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل،²
- لديه عدد مناسب من فترات الإبطاء بغية الحصول على بيانات متعددة وضمان عملية التعديل المناسب.
- يميز هذا النموذج بين المتغيرات المتعددة (التابعة) والمتغيرات التوضيحية (المستقلة)،
- يساهم هذا النموذج في إزالة مشكلات الارتباط الذاتي، كما أن المقدرات الناتجة عن هذه الطريقة تكون غير متحيزة وكفؤة،³

3-خطوات النمذجة القياسية لمنهجية *ARDL*:⁴

- أ- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام اختبارات جذر الوحدة السابقة الذكر وكذا التأكد من خلو المتغيرات من التكامل من الرتبة الثانية $I(2)$.

ب-صياغة نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد *(UECM) Correction Error Unrestricted*:

¹-Fatma A. Mansour, An Econometric Analysis for the Determinants of Cotton Area in Egypt J. Agriculture. Econom. and Social Sci., Mansoura Univ., Egypt, Vol. 8 (10), 2017, P: 659.

²-Narayan P, The saving and investment nexus for China –Evidence from cointegration tests. *Applied Economics*, 2005, vol 37, PP : 1979-1990.

³-Perasan M.H.Y. chin, and Rj smith, OP-cit, p.p 289-326.

⁴-على حسن عبد الزهرة حسن، عبد اللطيف حسن شومان، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبط ذاتيا ونماذج توزيع الإبطاء (*ARDL*) مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، المجلد 9، العدد 34، 2013، ص: 188.

وهذا ببناء نموذج تصحيح الخطأ *ECM Error Correction Model*، الذي يمكننا من استخلاص مواصفات *ARDL* في المدى القصير، كالاتي:

$$\Delta y_t = c + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^q \theta_i \Delta x_{t-i} + \gamma Ect_{t-1} + \mu_t \quad \dots(28)$$

حيث أن: Ect_{t-1} : حد تصحيح الخطأ،

γ : معامل تصحيح الخطأ (يقيس سرعة التكيف التي يتم بها تعديل الاختلال في التوازن في المدى القصير باتجاه التوازن في المدى الطويل)¹،

ج-تعيين فترة التباطؤ المناسب للنموذج: وهذا بالاعتماد على معايير مختلفة إذ ما أجمعت عليه معظم هذه المعايير يكون هو العدد المثالي للتباطؤات، ونذكر منها: معيار *Akaike (AIC 1973)*، معيار *Hannan (1979) and Quinn*، معيار *Schwarz (SC1978)*، معيار *RatioTest (LR LikeLihood)*.

د- يجب التأكد من استقلالية أخطاء النموذج ذاتياً،

ه- يجب التأكد على استقرارية النموذج ديناميكياً،

و- للتحقق من وجود دليل على علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات نقوم باختبار الحدود (*Bound Test Approach to Cointegration*)، وهذا بمقارنة إحصائية $F_{statistic}$ مع القيم الموضوعية في جداول من قبل (Pesaran & al. 2001) الذي يتكون من مستويين: قيمة الحد الأدنى (*Bound Critical Lower LCB*) وقيمة الحد الأعلى (*Bound Critical Upper UCB*) فالأولى تفترض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة $I(0)$ ، أما الثانية فتفترض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة $I(1)$ ، وعند حدود معنوية مثبتة لاختبار إمكانية وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، وهنا نجد ثلاث حالات هي:

✓ في حالة $F_{statistic}$ أقل من الحد الأدنى المجدول، فإننا نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات؛

✓ في حالة $F_{statistic}$ أكبر من الحد الأعلى المجدول، فإننا سنرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل (وجود علاقة تكامل مشترك) بين المتغيرات؛

✓ في حالة $F_{statistic}$ تقع بين القيمتين السابقتين المجدولتين، لا نستطيع اتخاذ القرار المناسب أي لا يمكن تحديد هل يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات أم لا، أي أن النتائج سوف تكون غير محددة؛

¹-Fatma Mansor, Op-cit, P: 660.

فإذا كانت معظم المتغيرات المستقلة مستقرة في المستوى نقول أنه ليس هناك تكامل مشترك وإن كانت أغلب المتغيرات المستقلة مستقرة في الفرق الأول نقول أن تكامل مشترك أو نقوم باستخدام طريقة المحاكاة والتي تعتبر أفضل الحلول وهي: *bootstrapping bound testing approach* كما تستعمل للعينات الأقل من 30 مشاهدة.

ز- يتم تقدير العلاقة في الأجل القصير والطويل، بشرط أن تكون النتيجة إيجابية في الخطوة السابقة أي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات وفقاً لنتيجة اختبار الحدود، كذلك يتم فصل نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (*UECM*)، القائم على فرضية أن هنالك علاقة توازنية على المدى الطويل تتحقق في ظلها القيمة التوازنية للدالة في إطار محدداتها (مع العلم أنه من النادر أن تتحقق هذه العلاقة)، أضف إلى ذلك فقد يأخذ التوازن قيمة مختلفة عن القيمة التوازنية الحقيقية، أما بالنسبة لخطأ التوازن فهو الفرق بين القيمتين عند كل فترة زمنية والذي يشترط أن تكون إشارة معلمته سالبة ومعنوية، ويطلق على هذا النموذج بنموذج تصحيح الخطأ لأنه يتم تعدي أو تصحيح هذا الخطأ في المدى الطويل أو حتى جزء منه على الأقل.

ح- لقياس حركية تأثيرات كل من العلاقة قصيرة الأجل والعلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات نستعمل نتائج النموذج المقدر في المرحلة السابقة الذكر.¹

5- اختبارات تشخيص نموذج *ARDL*:

- اختبار استقرارية معالم النموذج خلال فترة التقدير: تتضمن منهجية *ARDL* عدة اختبارات للكشف عن استقرارية معالم النموذج منها: (*CUSUM Test – CUSUM of Squares – Residuals Recursive*) (*Test – One Step Forecast*) (*Test – N-Step Forecast Test – Recursive Coefficients*) وفي دراستنا هذه سوف نستخدم اختبار مسار البواقي المتراكم للتقدير المتتالي لمعالم النموذج *CUSUM* و *CUSUM-Q*.

المبحث الثاني: دراسة العلاقة بين مؤشرات الاقتصاد الحقيقي والمؤشر العام للسوق الرأسمالي (توصيف النموذج القياسي للدراسة)

بعد قيامنا بشرح طريقة التقدير المتبعة في الدراسة، سنقوم في هذا المبحث بتقدير النموذج من خلال إدخال البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة في برمجية *Eviews.12* بإتباع الخطوات المذكورة سابقاً، ثم نقوم بتفسير النتائج المتوصل إليها. ولكن قبل ذلك سنتطرق إلى بعض الدراسات السابقة ومقارنتها بموضوع بحثنا.

¹- على حسن حسن، عبد اللطيف شومان، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبط ذاتياً ونماذج توزيع الإبطاء (*ARDL*)، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، المجلد 9، العدد 34، 2013، ص: 188.

المطلب الأول: مقارنة بحثنا ببعض الدراسات السابقة

أخذنا في هذا المطلب لمحة عن بعض الدراسات السابقة القياسية حول موضوع بحثنا إذ صنفنا متغيرات هذه الأخيرة في جدول كما يلي:

الجدول رقم (4-1): نظرة قياسية عن الدراسات السابقة

الكاتب وعنوان الدراسة السابقة	فترة الدراسة	مكان الدراسة	نوع البيانات	نموذج الدراسة	المتغيرات المستقلة	ذات المعنوية الايجابية	ذات المعنوية السلبية	الغير معنوية
1-دراسة John Jideofe chizea بعنوان: <u>Stock Market Development and Economic Growth in nigeria; A time series study for the period 1980-2007</u>	1980 2007	نيجيريا	سنوية	VAR VECM بثلاث نماذج أخذنا النموذج الأول فقط.	النمو الاقتصادي، معدل رسملة سوق الأوراق المالية، نسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي، تطور السوق المصرفي (القروض المودعة)، الإنفاق العام، معدل التجارة الخارجية، معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي، عدم الاستقرار السياسي.	النمو الاقتصادي، معدل التجارة الخارجية، الإنفاق العام، تطور السوق المصرفي (القروض المودعة)،	معدل رسملة سوق الأوراق المالية، معدل التجارة الخارجية، عدم الاستقرار السياسي، معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي،	نسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي،
2-دراسة Rateb Mohamed Abu-Sharia بعنوان: <u>A theoretical and empirical study of stock market development, economic reform and economic growth: a case study of arab countries.</u>	1980 2002	بعض الدول العربية، دول شرق آسيا، مجموعة الدول السبعة.	سنوية	PANEL بثلاث طرق: OLS , 2SLS , GMM قمنا باختبار: OLS	معدل رسملة سوق الأوراق المالية، التضخم، الاستثمار، معدل التجارة الخارجية، معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي، المستوى الدراسي للفرد، النفط، معدل التشغيل، معدل الربحية، (الاستثمار* معدل الربحية)، مؤشر الجودة المؤسسية، مستوى الدخل، المتغير التابع: النمو الاقتصادي	الاستثمار، معدل الربحية (غير معنوي للدول العربية).	التضخم، مستوى الدخل.	مؤشر الجودة المؤسسية لإل بالنسبة لدول آسيا الشرقية، أما كل المتغيرات فهي الباقية فهي غير معنوية.
3-دراسة Agnirup Sarkar بعنوان: <u>Dynamic General Equilibrium Analysis of Stock Market Behaviour in a Growing Economy</u>	1988 2012	35 بلد	سنوية	VAR	رسملة سوق الأوراق المالية، النمو الاقتصادي، التضخم، نمو رأس المال المتوقع، التكلفة الهامشية الحقيقية، سعر الاقتراض، معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي، نسبة الأرباح إلى رأس المال، السياسة النقدية، إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج، السياسة النقدية، معدل الاستثمار الفعلي، جودة رأس المال، تكنولوجيا	رسملة سوق الأوراق المالية، التضخم، النمو الاقتصادي، سعر الاقتراض، معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي، ثبات ومرونة الأسعار إجمالي إنتاجية	تكنولوجيا الاستثمار	لتفاصيل أكثر يرجى العودة للمرجع.

العرض النقدي، التضخم، سعر الذهب، سعر الفائدة	رقم القياسي للاستهلاك، سعر الصرف	عوامل الإنتاج، مؤشر الإنتاج الصناعي	الاستثمار مؤشر الإنتاج الصناعي، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف، الرقم القياسي للاستهلاك، العرض النقدي، سعر الذهب. المتغير التابع: المؤشر العام للبورصة	ARCH VAR ARDL GARCH أخذنا نتائج ARDL المدى الطويل	سنوية	بنغلاديش	1991 2015	4-دراسة Md Matin Rafiqul Relationship between Stock Market Index and Macroeconomic Indices: Empirical Evidence from Bangladesh بعنوان:
الانفاق الحكومي، مؤشر تطور الوساطة المالية، النمو الاقتصادي، الجهاز البنكي والتمويل (القروض الموجهة إلى القطاع الخاص).	الانفاق الحكومي، مؤشر تطور الوساطة المالية، النمو الاقتصادي، الجهاز البنكي والتمويل (القروض الموجهة إلى القطاع الخاص).	مؤشر الاستثمار، مؤشر تطور الأسواق المالية، معدل نمو السكان، مؤشر الأسواق المالية، في حالة الدول النامية، M2/GDP، مؤشر CREDIT	مؤشر الاستثمار، مؤشر تطور الأسواق المالية، معدل نمو السكان، مؤشر الأسواق المالية، في حالة الدول النامية، M2/GDP، مؤشر CREDIT، مؤشر تطور الوساطة المالية، مؤشر GDP، مؤشر تطور الوساطة المالية (مؤشر حجم تداول الأوراق)، معدل الدوران، الانفاق الحكومي، مؤشر تطور الوساطة المالية، مؤشر M2/GDP، مؤشر CREDIT	Panel	سنوية	24 دولة متقدمة و38 دولة نامية	1989 2012	5-دراسة مجاهد كنزة بعنوان: تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال Panel Data Analysis المتغير التابع: النمو الاقتصادي
	معدل الدوران.	إصدار الأسهم، معدل التداول.	إصدار الأسهم، رسملة البورصة، معدل الدوران، معدل التداول. المتغير التابع: النمو الاقتصادي	VECM	سنوية	الأردن	1980 2016	6-دراسة جهرة شناعة بعنوان: أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمّان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)
التضخم		المعروض النقدي، سعر الفائدة	المعروض النقدي، سعر الفائدة، التضخم المتغير التابع: المؤشر العام لأسعار الأسهم للسوق المالي	ARDL	سنوية	الأردن	1990 2019	7-دراسة يونس شميسة، بوعبد الله على بعنوان: محددات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن: دراسة قياسية تحليلية باستخدام نماذج الفجوات الزمنية المتباطئة ARDL للفترة (1990-2019)،

سعر الفائدة كمقابل أسعار أذون الخزانة	سعر الصرف الفعلي الحقيقي، مؤشر الإنتاج الصناعي	عرض النقود، معدل الاحتياطي الفيدرالية الأمريكية	عرض النقود، مؤشر الإنتاج الصناعي، سعر الصرف الفعلي الحقيقي، سعر الفائدة كمقابل أسعار أذون الخزانة، معدل الاحتياطي الفيدرالية الأمريكية المتغير التابع: مؤشر ماليزيا كوالالمبور	<i>ARDL</i>	شهرية	ماليزيا	/05 1999 /02 2006	8-دراسة Rosylin Mohd. <u>Yusof, & al.,</u> بعنوان: <u>Macroeconomic</u> <u>Variables and Stock</u> <u>Returns in the Post</u> <u>1997 Financial Crisis:</u> <u>An Application of the</u> <u>ARDL Model</u>
---	--	---	---	-------------	-------	---------	----------------------------	--

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة

ما يميز دراستنا عن سابقتها هو:

- أغلب الدراسات السابقة ركزت على دور القطاع المالي في النمو الاقتصادي، وقد جاءت دراستنا لتقيس وتختبر دور مؤشرات الاقتصاد الكلي على سوق الأوراق المالية،

- سعت الدراسة إلى التعرف على أثر مؤشرات الاقتصاد الحقيقي على سوق الأوراق المالية في بعض الدول النامية، وذلك بأخذ المؤشر العام للبورصة كمتغير تابع، وعلى حد علمنا لم يسبق أن تطرقت أية دراسة إلى موضوع البحث الحالي ببيانات فصلية خلال الفترة 2006-2020 أي أنها تتميز بالحدثة نوعاً ما لأنها تنتهي حتى عام 2020، كما أننا أخذنا نموذجين واحد من بورصات دول العجز المالي وهي بورصة الأردن، ونموذج من بورصات دول الفائض المالي وهي دولة الكويت.

المطلب الثاني: نموذج من بورصات دول العجز المالي

العجز المالي يظهر عندما يعاني اقتصاد بلد ما من نقص الموارد المالية أو ارتفاع قيمة إنفاقها الزائد مقارنة بدخلها. كدول المغرب العربي مثلاً، مصر، سوريا، ونحن أخذنا على سبيل المثال بورصة الأردن.

➤ **بورصة عمان:** في سنة 1978 زادت عدد شركات المساهمة العامة لتصل إلى 66 شركة، لهذا أصبح من الضروري إنشاء سوق منظم للتداول، وفي سنة 1976 تأسس سوق عمان المالي بعدم أسفرت عنه العديد من الدراسات والمساعي، وبتاريخ 04/01/1978 أعلن رسمياً عن افتتاح "بورصة عمان"، أما بالنسبة لقانون عمان المالي الذي يحكم عمل السوق فقد صدر سنة 1990، وحالياً يبلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة الأردن 171 شركة من مختلف قطاعات الاستثمار.

ويشترط الإدراج في بورصة عمان أن: تبدأ المؤسسة فعياً بممارسة نشاطها وبشكل دائم، يمضى عام كامل على إدراج أسهم في السوق الموازية، تقديم طلب الإدراج الذي يحوي معه نسخة من عقد التأسيس، نظام المؤسسة، قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج يتم ذكر أسماء المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة، نشر القوائم المالية الختامية في صحيفتين يوميتين مرة واحدة على الأقل، أما بالنسبة للصافي حقوق المساهمين فلا يجب أن يقل عن 75% من رأس المال المدفوع في نهاية السنة المالية.¹

1- الخصائص الإحصائية والاقتصادية لمتغيرات الدراسة:

في هذا الجدول المستخرج من برنامج *Eviews.12* والذي يبين الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة إذ سنحاول تحليلها اقتصادياً كما يلي:

¹ **مفتاح صالح، معارقي فريدة،** متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث - عدد 07، الجزائر 2009 / 2010، ص: 188، 189.

الجدول رقم (2-4): التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة (الأردن)

	JMDX	JPIBD	JINFL	JCPI	JBCMRD	JCPMRD	JXPOD	JIMPOD	JM2D	JINTRST	JRLXCHG	JRESC
Mean	2386.707	7030.970	3.509667	108.4533	-2199.338	-715.2670	836.9811	313.2809	37153.04	0.034083	1.410967	0.050983
Median	2138.313	7304.818	3.630000	113.7500	-2260.704	-716.1530	232.4700	331.5490	38456.52	0.032000	1.411000	0.050000
Maximum	4427.233	10405.42	18.20000	125.8000	-1108.561	336.9468	32738.23	398.3377	52902.20	0.052000	1.412000	0.075000
Minimum	1581.070	816.4610	-3.060000	78.30000	-3388.940	-1831.026	149.1595	182.7729	17287.01	0.020000	1.410000	0.035000
Std. Dev.	661.5593	2256.253	3.853141	14.15494	561.6253	466.7980	4220.596	59.63444	10255.54	0.009512	0.000367	0.012050
Skewness	1.523322	-0.455450	1.339392	-0.597590	0.159616	-0.098532	7.386852	-0.673680	-0.336690	0.329491	-0.417522	0.691339
Kurtosis	4.660296	2.455471	6.275364	2.201171	2.081488	2.487297	56.26575	2.301495	1.868561	2.114706	7.422993	2.365428
Jarque-Bera	30.09656	2.815628	44.75973	5.166459	2.363931	0.754248	7638.756	5.758223	4.333991	3.045009	50.65040	5.786204
Probability	0.000000	0.244678	0.000000	0.075530	0.306675	0.685831	0.000000	0.056185	0.114521	0.218165	0.000000	0.055404
Sum	143202.4	421858.2	210.5800	6507.200	-131960.3	-42916.02	50218.87	18796.86	2229182.	2.045000	84.65800	3.059000
Sum Sq. Dev.	25821982	3.00E+08	875.9552	11821.37	18609958	12856122	1.05E+09	209819.7	6.21E+09	0.005339	7.93E-06	0.008567
Observations	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

- المؤشر العام لبورصة الأردن Jmidx (AMGNRLX):

يتبين من قيم المتغير Jmidx أن قيم المؤشر خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 1581.07 مسجلة في الفصل الثاني ل2020 وهذا راجع إلى تفشي فيروس كورونا وما نجم عنها من نقص الاستثمارات بوجه عام، أما أعلى قيمة 4427.23 مسجلة في الفصل الثاني ل2008 بمتوسط بلغ 2386.70 مع ارتفاع بلغ ذروته في سنة 2008 وهذا الأمر تزامن مع حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، وانحراف معياري قدر بـ661.55، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 30.09 باحتمال قدره 0.0000، وهو ما يدل على أن المؤشر العام للبيانات لا يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الناتج المحلي الإجمالي Jpibd مقدر بالمليون دولار الأمريكي:

يتبين من قيم المتغير Jpibd أن قيم الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 816.461 مسجلة في الفصل الثالث ل2013، أما أعلى قيمة 10405.42 مسجلة في الفصل الثالث ل2019 بمتوسط بلغ 7304.818، وانحراف معياري قدر بـ2256.253، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 2.81 باحتمال قدره 0.244، وهو ما يدل على أن العرض النقدي الأردني يتبع توزيعاً طبيعياً.

- التضخم Jinfl:

يتبين من قيم المتغير Jinfl أن قيم التضخم خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة -3.06 مسجلة في الفصل الثالث ل2009 وهو معدل سالب يعكس الإصلاحات الاقتصادية التي

نفذتها الحكومة الأردنية بعد أزمة 2008، أما أعلى قيمة 18.2 مسجلة في الفصل الثالث ل2008 والتي كانت نتيجة للأزمة المالية العالمية، بمتوسط بلغ 3.5، وبانحراف معياري قدر بـ3.853141، في حين بلغت قيمة Jarque- Bera 44.759 باحتمال قدره 0.0000، وهو ما يدل على أن التضخم في الأردن لا يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الرقم القياسي لأسعار المستهلك (2010=100) نقطة Jcpi:

يتبين من قيم المتغير Jcpi أن قيم الرقم القياسي لأسعار المستهلك خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 78.3 مسجلة في الفصل الأول ل2006، أما أعلى قيمة 125.8 مسجلة في الفصل الأول ل2020 وهو نتيجة لزيادة الاستهلاك الناجم عن خوف المواطنين من أزمة كورونا، بمتوسط بلغ 108.4533، وبانحراف معياري قدر بـ14.15494، في حين بلغت قيمة Jarque- Bera 5.166459 باحتمال قدره 0.07553، وهو ما يدل على أن الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الأردن يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الميزان التجاري Jbcmrd:

يتبين من قيم المتغير Jbcmrd أن قيم الميزان التجاري خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 3388.94 - مسجلة في الفصل الثاني ل2014، أما أعلى قيمة 1108.561 - مسجلة في الفصل الثالث ل2006 بمتوسط بلغ 2199.338 -، وبانحراف معياري قدر بـ561.625، في حين بلغت قيمة Jarque- Bera 2.3693 باحتمال قدره 0.306، وهو ما يدل على أن الميزان التجاري يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الحساب الجاري Jcpcmrdr:

يتبين من قيم المتغير Jcpcmrdr أن قيمة الحساب الجاري خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 1831.026 - مسجلة في الفصل الأول ل2012 وهذا كان نتيجة الإصلاحات الاقتصادية العميقة الناجمة عن الاحتجاجات الأردنية لعام 2011 التابعة لثورات الربيع العربي في الشرق الأوسط، أما أعلى قيمة 336.946 مسجلة في الفصل الرابع ل2019 بمتوسط بلغ - 715.267، وبانحراف معياري قدر بـ 466.798 في حين بلغت قيمة Jarque- Bera 0.754 باحتمال قدره 0.685، وهو ما يدل على أن الحساب الجاري يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الرقم القياسي لقيمة وحدة الصادرات Jexpod:

يتبين من قيم المتغير Jexpod أن قيم الرقم القياسي لقيمة وحدة الصادرات خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 53.13936 مسجلة في الفصل الأول ل2006، أما أعلى قيمة 152.2267 مسجلة في الفصل الثالث ل2012 وهذا الناجم عن الإصلاحات الاقتصادية العميقة الناجمة عن الاحتجاجات الأردنية عام 2011، بمتوسط بلغ 836.981، وبانحراف معياري قدر

بـ4220.596، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 7638.756 باحتمال قدره 0.000000، وهو ما يدل على أن الرقم القياسي لقيمة وحدة الصادرات في الأردن لا يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الرقم القياسي لقيمة وحدة الواردات Jimpod:

يتبين من قيم المتغير Jimpod أن الرقم القياسي لقيمة وحدة الواردات خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 182.772 مسجلة في الفصل الأول لـ2006، أما أعلى قيمة 398.337 مسجلة في الفصل الثاني 2012 بمتوسط بلغ 313.280، وبانحراف معياري قدر بـ59.634، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 5.758 باحتمال قدره 0.0561، وهو ما يدل على أن الرقم القياسي لقيمة وحدة الواردات في الأردن يتبع توزيعاً طبيعياً.

- العرض النقدي Jm2d مقدر بالمليون دولار الأمريكي:

يتبين من قيم المتغير Jm2d أن قيم المعروض النقدي خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 17287.01 مسجلة في الفصل الأول لـ2006، أما أعلى قيمة 52902.2 مسجلة في الفصل الرابع لـ2020 وهذا في ظل توجه البنك المركزي إلى إتباع سياسة نقدية توسعية نتيجة الركود الاقتصادي العالمي الناجم عن جائحة كورونا لتنشيط الاقتصاد ودعم النمو الاقتصادي. أما المتوسط فقد بلغ 18692.61، وبانحراف معياري قدر بـ10255.54، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 4.33 باحتمال قدره 0.114، وهو ما يدل على أن العرض النقدي الأردني يتبع توزيعاً طبيعياً.

- سعر الفائدة Jintrst:

يتبين من قيم المتغير Jintrst أن قيم سعر الفائدة خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 0.020 مسجلة في الفصل الأول لـ2020 وهذا في ظل توجه البنك المركزي إلى إتباع سياسة نقدية توسعية وتشجيع الدولة للخصوصية والمشاريع الاستثمارية خاصة الاستثمار في سوق رأس المال الأردني. كما قلنا سابقاً، أما أعلى قيمة 0.0525 ابتداءً من الفصل الثالث لـ2006 إلى الفصل الثاني لـ2007 وهذا في ظل التدخل المباشر للبنك المركزي الأردني وطرحه لسياسة نقدية انكماشية لإنقاذ حجم السيولة الزائدة. أما المتوسط بلغ 0.034، وبانحراف معياري قدر بـ0.0095، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 3.045 باحتمال قدره 0.218، وهو ما يدل على أن سعر الفائدة يتبع توزيعاً طبيعياً.

- سعر الصرف الحقيقي Jrlxchg للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي:

يتبين من قيم المتغير Jrlxchg أن قيم سعر الصرف الحقيقي خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 1.410 مسجلة في الفصل الأول لـ2006، أما أعلى قيمة 1.411 مسجلة في الفصل الأول لـ2009 والملاحظ في الأمر أن الأردن يتبع نظام صرف ثابت القائم على ربطه بالدولار وهذا لتوفير الحماية اللازمة للسياسة النقدية في الأردن وعدم تأثره بالمتغيرات التي تطرأ

على سعر صرف الدولار والعملات الأخرى. بمتوسط بلغ 1.410، وبانحراف معياري قدر ب0.000367، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 50.65 باحتمال قدره 0.0000، وهو ما يدل على أن سعر الصرف الحقيقي الأردني لا يتبع توزيعاً طبيعياً.

- سعر الخصم Jresc:

يتبين من قيم المتغير Jresc أن قيم سعر الخصم خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 0.035 مسجلة في الفصل الأول ل2020، أما أعلى قيمة 0.075 مسجلة في الفصل الثاني ل2006 وهذا لاتخاذ لبنك المركزي إجراء السياسة النقدية انكماشية لإنقاص حجم السيولة الزائدة كما قلنا سابقاً. بمتوسط بلغ 0.0509، وبانحراف معياري قدر ب0.01205، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 5.786 باحتمال قدره 0.055404، وهو ما يدل على أن سعر الخصم يتبع توزيعاً طبيعياً.

2- تحويل البيانات إلى بيانات معيارية:

بما أن البيانات المستعملة في الدراسة لا تحوي على نفس الوحدات من: نسب مئوية، مليون دولار أمريكي، نقطة. وبما أنه لا يمكن إدخال اللوغاريتم على المتغيرات ذات القيم السالبة والنسب الصغيرة قمنا بتحويل البيانات إلى بيانات معيارية (Normalised Data)، ومنه تكوين سلاسل جديد معيارية وهذا بحساب: (قيمة المتغير - وسطه الحسابي) / انحرافه المعياري

بعد تشكيل المتغيرات الجديدة يتم التقدير عادي وتضمن هذه الطريقة التوزيع الطبيعي للبواقي وحذف عدد كبير من النقاط الشاذة وتساهم في توحيد وحدات المتغيرات.¹

3- الارتباط الجبري بين متغيرات الدراسة:

للارتباط الجبري دور كبير في إظهار قوة العلاقة بين متغيرين وارتباطهما ببعضهما البعض، إذ نعلم أن معامل الارتباط الموجب يعبر عن وجود العلاقة الطردية بين المتغيرات، أما إذا كان سالباً فذلك يدل على وجود العلاقة العكسية بينها. كما أن قيمة معامل الارتباط r تظهر قوة العلاقة بين المتغيرين.

للتأكد من الدلالة الإحصائية لقيمة الارتباط r نقارن بين الاحتمالية لـ r يعني (r/sig) بمستوى المعنوية 5%، فإذا كانت $\text{sig} > 5\%$ نجد قيمة معامل الارتباط تختلف معنوياً عن الصفر (أي لا توجد دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين).

وفيما يلي جدول يوضح مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة الجديدة المعيارية.

¹مروان رودان، بعض النقاط الأساسية في عمليات التقدير والنمذجة وتحويل البيانات، متاح على الموقع: <https://sites.google.com/site/masterqeco/home/majalla/bdlnqatalasasytefymlyataltdqyrwalnmdhjt>، تاريخ الاطلاع: 2022/07/03، ewthwylalbyanat، 2017/04/02.

جدول رقم (3-4): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المعيارية (الأردن)

Correlation Probability	JNMIDX	JNPIBD	JNINF	JNCPI	JNBCMRD	JNCPMRD	JNEXPOD	JNIMPOD	JNM2D	JNINTRST	JNRLCHG	JNRESC
JNMIDX	1.000000 ----											
JNPIBD	-0.690180 0.0000	1.000000 ----										
JNINF	0.648391 0.0000	-0.463767 0.0002	1.000000 ----									
JNCPI	-0.796112 0.0000	0.878718 0.0000	-0.416115 0.0009	1.000000 ----								
JNBCMRD	0.542162 0.0000	-0.492120 0.0001	0.201156 0.1233	-0.678983 0.0000	1.000000 ----							
JNCPMRD	0.185866 0.1551	-0.056037 0.6706	0.135990 0.3002	-0.198477 0.1285	0.475939 0.0001	1.000000 ----						
JNEXPOD	0.087131 0.5080	-0.099787 0.4481	0.336920 0.0085	-0.094774 0.4713	0.163835 0.2110	0.155593 0.2352	1.000000 ----					
JNIMPOD	-0.682278 0.0000	0.610955 0.0000	-0.206689 0.1131	0.776126 0.0000	-0.801993 0.0000	-0.355515 0.0053	-0.066089 0.6159	1.000000 ----				
JNM2D	-0.803977 0.0000	0.899502 0.0000	-0.528480 0.0000	0.978555 0.0000	-0.609116 0.0000	-0.232292 0.0741	-0.138057 0.2928	0.723883 0.0000	1.000000 ----			
JNINTRST	0.517410 0.0000	-0.369290 0.0037	0.396285 0.0017	-0.387766 0.0022	0.377788 0.0029	0.145120 0.2686	0.074032 0.5740	-0.551771 0.0000	-0.388025 0.0022	1.000000 ----		
JNRLCHG	0.256188 0.0482	-0.145739 0.2665	0.206441 0.1135	-0.191658 0.1424	0.350758 0.0060	0.385655 0.0023	0.366426 0.0040	-0.399546 0.0016	-0.197253 0.1309	0.404118 0.0014	1.000000 ----	
JNRESC	0.741222 0.0000	-0.624450 0.0000	0.571921 0.0000	-0.700409 0.0000	0.479924 0.0001	0.232780 0.0735	0.115101 0.3812	-0.670487 0.0000	-0.724265 0.0000	0.711403 0.0000	0.241529 0.0630	1.000000 ----

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ وجود ارتباط بإشارة سالبة بين المتغير التابع Jnmidx وكلا من المتغيرات المستقلة التالية: Jncp، Jnm2d، Jnpihd، Jnimpod، وهذا إن دل يدل على العلاقة العكسية بين هذه المتغيرات، كما تراوحت درجة الارتباط ما بين 67% و 79% ما يعني وجود علاقة عكسية تتباين بين المتوسطة والقوية وكلها لها دلالة إحصائية، في حين اتضح وجود ارتباط موجب بين المتغير التابع Jnmidx وكلا من المتغيرات المستقلة التالية: Jnbcmrd،

على المتغير التابع لكن بنسب متفاوتة تتراوح بين 1% و 42% أي بين الارتباط الضعيف والقوي ولها دلالة إحصائية إلا بالنسبة لـ Jnexpod، jncpmrd.

4- تحديد المتغيرات:

استنادا للإطار النظري للدراسة والدراسات التجريبية السابقة لهذا الموضوع وبعد الوصول إلى عدة بيانات متاحة حول موضوعنا، وبالإلام بالجوانب المحيطة ببحثنا، وجدنا النموذج التالي بمتغيراته التابعة والمستقلة هو الأنسب لتمثيل موضوع البحث، كما اعتمدنا كذلك على شكل الانتشار وأسلوب التجريب الموجود في الملحق رقم (1)، لعكس العلاقات بصورة أقرب للواقع وأكثر تحقياً لأهداف الدراسة.

$$\begin{aligned} \Delta jmidx_t = c + & \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta jmidx_{t-j} + \sum_{j=1}^q \beta_j \Delta jinfl_{t-j} + \sum_{j=1}^r \gamma_j \Delta jcpit_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^r \rho_j \Delta m2d_{t-j} + \sum_{j=1}^r \theta_j \Delta jbcmr_{t-j} + \sum_{j=1}^r \vartheta_j \Delta jcpmrd_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^r \delta_j \Delta jexpod_{t-j} + \sum_{j=1}^r \pi_j \Delta jimpod_{t-j} + \sum_{j=1}^r \sigma_j \Delta jpibd_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^r \varphi_j \Delta jresc_{t-j} + \sum_{j=1}^r \omega_j \Delta jrlxchg_{t-j} + \sum_{j=1}^r \tau_j \Delta jinterst_{t-j} \\ & + \theta_1 jmidx_{t-j} + \theta_2 infl_{t-j} + \theta_3 cpi_{t-j} + \theta_4 jm2d + \theta_5 jbcmr_{t-j} \\ & + \theta_6 jcpmrd_{t-j} + \theta_7 jexpod_{t-j} + \theta_8 jimpod_{t-j} + \theta_9 jpibd_{t-j} \\ & + \theta_{10} resc_{t-j} + \theta_{11} releexchge_{t-j} + \theta_{12} jinterst + \mu_t \end{aligned} \quad \dots(28)$$

حيث: Δ : تمثل الفرق الأول C: الحد الثابت، t: اتجاه الزمن، μ_t : معامل تصحيح الخطأ

معاملات العلاقة قصيرة الأجل: $\alpha_j, \beta_j, \sigma_j, \theta_j, \vartheta_j, \gamma_j, \delta_j, \pi_j, \rho_j, \omega_j, \tau_j, \varphi_j$

معاملات العلاقة طويلة الأجل: $\theta_1, \dots, \theta_{10}$

أولاً. المتغيرات الداخلية: وهي المتغيرات التابعة أو المتغيرات غير مفسرة وفي حالتنا هذه يمثل المؤشر العام الفصلي لبورصة الأردن Jmidx.

ثانياً. المتغيرات الخارجية: وهي المتغيرات التوضيحية التفسيرية والخارجية المستقلة وفي دراستنا هذه تتمثل في:

جدول رقم (4-4): رموز المتغير التابع والمتغيرات المستقلة لدولة الأردن

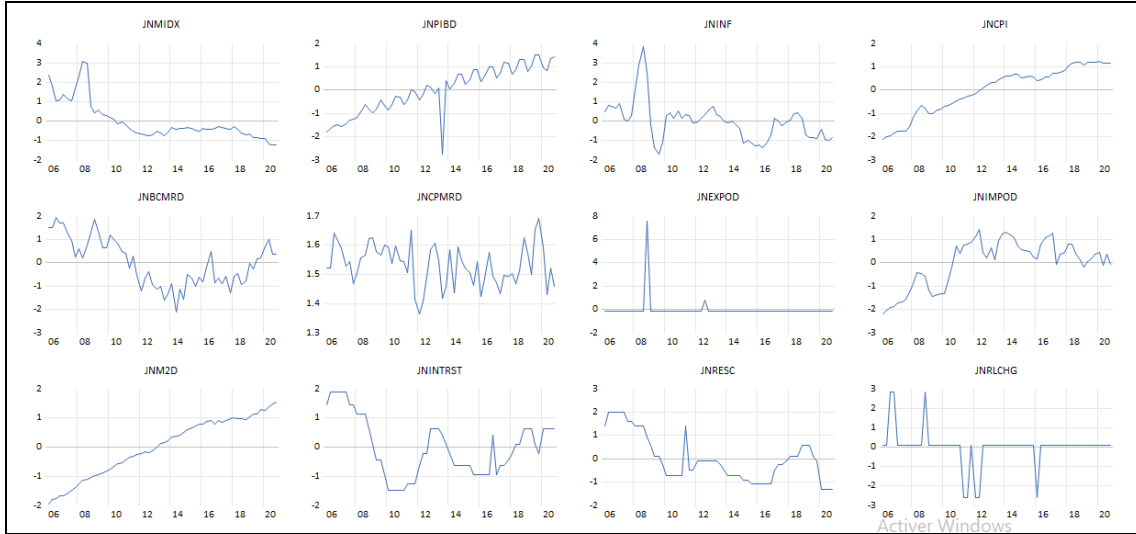
الرمز	الدلالة
Jmidx	المؤشر العام لبوصة الأردن المبطن AMGNRLX
Jcpi	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (2010=100)-نقطة
Jinfl	التضخم
Jbcmrd	الميزان التجاري - مليون دولار
Jcpmerd	الحساب الجاري - مليون دولار
Jexpod	الرقم القياسي لأسعار المستوردات (1994=100) - نقطة
Jimpod	الرقم القياسي لأسعار الصادرات (1994=100) - نقطة
jm2d	عرض النقد (ع2) - مليون دولار
Jresc	سعر إعادة الخصم-نسبة مئوية
Jpibd	الناتج المحلي الإجمالي بسعر الأساس الجاري - مليون دولار
Jrelexhg	سعر الصرف الحقيقي الدينار الأردني الدولار
Jintrst	سعر فائدة الإيداع قصير الأجل لليلة واحدة-نسبة مئوية

ومن أجل اختبار طبيعة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد الحقيقي في دولة الأردن نقوم بتقدير النموذج المعتمد في هذه الدراسة تم استخدام بيانات فصلية للفترة الممتدة من 2006 إلى 2020 والتي تم استقاؤها من قاعدة بيانات البنك المركزي الأردني، وبذلك تصبح لدينا سلسلة زمنية قدرها 60 مشاهدة.

- تفسير السلوك البياني لمتغيرات الدراسة:

يمكن مشاهدة سلوك السلاسل الزمنية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (4-1): شكل الانتشار لمتغيرات دولة الأردن



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews.12

والذي يظهر خطيتها، كما يعطي ولو بشكل بسيط صورة أولية عن العلاقة العكسية بين المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الأردنية وبعض مؤشرات الاقتصاد الحقيقي، كما نلاحظ وجود علاقة ايجابية بين المؤشر العام والبعض الآخر والذي سوف نحاول إظهاره بعد تقدير النموذج المناسب. إذ نلاحظ عشوائية السلسلة Jnmidx والتي تمثل المؤشر العام لبورصة الأردن مع ارتفاع بلغ ذروته في سنة 2008 ويعود ذلك لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، كما أظهر لنا التمثيل البياني لقيم المتغيرات في المنحنيات استقرار السلسلة الزمنية Jnpibid، Jncpcmr، Jnexpod، Jnrlchg فنلاحظ ب بروز أعلى نقاط أو أدنى نقاط في المنحنيات والتي تكلمنا عنها سابقاً أما بالنسبة لـ Jnrlchg فنلاحظ أنها ثابتة لأن الأردن تتبع نظام تثبيت سعر الصرف للدولار الأمريكي، كما أن السلسلة Jinfl تبدوا أنها تذهب نحو الاستقرار نوعاً ما إذ تباينت ما بين الارتفاع والانخفاض لكن معدلات مقبولة تعكس مدى التزام الحكومة الأردنية بتنفيذ برامج التصحيح الاقتصادي، أما السلسلة Jncpi و Jnm2d فتبدوان أنهما غير مستقرتان وتتميزان باتجاه عام موجب، ونفس الشيء وهذا لأن الاستهلاك الفردي زاد مع مرور الزمن خاصة مع العولمة وفي ظل جائحة كورونا أما بالنسبة لزيادة العرض النقدي فهو ناتج عن اتخاذ السلطات الأردنية لسياسة نقدية توسعية، أما بالنسبة للمتغيرتين Jnresc، Jnintrst فنرى أنهما متذبذبتين وغير مستقرتين تماماً وهذا لإتباع السلطة النقدية الأردني لعدة سياسات نقدية تباينت بين التوسعية والانكماشية كإجراءات تصحيحية لدعم النمو الاقتصادي في البلد.

5- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

وللتأكد من استنتاجات التمثيل البياني المذكورة آنفاً، سوف نقوم بإجراء اختبار الاستقرارية الذي يدرس خلو السلسلة الزمنية من جذر الوحدة، وذلك باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع ADF واختبار فيليبس بيرون PP، ونظراً لأهمية درجة الإبطاء في هذا الاختبار تم القيام بتحديد عدد درجات الإبطاء باستخدام نموذج الـ VAR واختبار Lag Length Criteria وباستعمال برنامج Eviews.12، وقد جاءت النتائج وفق ما هو موضح في الجدولين التاليين.

أولاً. اختبار ADF وPP:

من خلال اختبار (VAR) تظهر لنا نتائج الجدول الموجود في الملحق رقم (1) أن أحسن درجة إبطاء للسلسلتين الزمنيتين Jncpi و Jnpibd، هي: 4، أما درجة إبطاء Jnmidx و Jnintrst فهي 3، كما أنه بالنسبة Jninfl و Jnbcmrd فهي 2، ومن ثم وجدنا أنه لكل المتغيرات الأخرى درجة الإبطاء هي 1.

كما أنه من خلال الاختبارين السابقين (ADF) و(PP) نجد في الجدول رقم (4-5) و(6-4) أن السلاسل الزمنية للمتغيرات Jnpibd، Jncpcmr، Jninfl، Jnexpod، Jnmidx، Jnintrst، Jncpi، Jnbcmrd، Jncpi، Jnrlxchg، Jnm2d، Jnresc، Jnimpod، فهي غير مستقرة عند المستوى، مما يعني وجود جذر وحدة، حيث نجد في النموذجين أن قيمة t -test المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية عند حد المعنوية 5%، وبعد إجراء الفرق الأول نلاحظ استقرار هذه السلسلة الزمنية مما يعني أنها متكاملة من الدرجة I(1).

الجدول رقم (4-5): نتائج اختبار ADF لاستقرارية السلاسل الزمنية لدولة الأردن

Without and	Constant trend	With and		Constant trend		المتغيرات	رمز المتغيرات والتباطؤات (lags)
		At first deff	AtLevel	At first deff	AtLevel		
-6.920	-1.329	-6.907	-3.129	-6.987	-1.377	T-stat	Jnmidx(3)
0.000	0.168	0.000	0.109	0.0000	0.586	Prob	
-4.155	1.862	-5.294	-2.071	-4.788	-1.87	T-stat	Jncpi(4)
0.0001	0.984	0.0003	0.5	0.0002	0.343	Prob	
	-2.347		-5.838		-4.737	T-stat	Jninfl(2)
	0.001		0.000		0.0003	Prob	
-10.522	-0.079	-10.54	-1.508	-10.44	-2.373	T-stat	Jnbcmrd(2)
0.000	0.652	0.000	0.815	0.000	0.153	Prob	
	-2.364		-5.28		-5.140	T-stat	Jncpcmr(1)
	0.018		0.0003		0.0001	Prob	
	-7.44		-7.781		-7.673	T-stat	Jnexpod(1)
	0.000		0.000		0.000	Prob	
-7.615	0.255	-7.752	-1.972	-7.602	-2.387	T-stat	Jnimpod(1)
0.000	0.756	0.000	0.603	0.000	0.149	Prob	
-2.155	7.033	-8.939	-1.760	-8.603	-2.059	T-stat	Jnm2d(1)
0.031	1	0.000	0.711	0.000	0.251	Prob	
-9.789	-1.163	-9.812	-2.398	-9.887	-1.857	T-stat	Jnresc(1)
0.000	0.22	0.000	0.376	0.000	0.349	Prob	
-7.3	1.389		-7.594	-7.679	-1.269	T-stat	Jnpibd(4)
0.000	0.957		0.000	0.000	0.637	Prob	

	-0.0008		-5.160		-5.121	T-stat	Jnrlxchg (1)
	0.678		0.0004		0.0001	Prob	
-3.357	-1.617	-3.440	-2.874	-3.432	-2.802	T-stat	Jnintrst (3)
0.001	0.099	0.056	0.178	0.013	0.064	Prob	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews. 12

الجدول رقم (4-6): نتائج اختبار PP لاستقرارية السلاسل الزمنية دولة الأردن

Withoutat and At first deff	Constant trend AtLevel	With and At first deff	Constant trend AtLevel	With At first deff	Constant AtLevel	المتغيرات	الرمز
-5.837	-1.809	-5.787	-2.834	-6.172	-1.377	T-stat	Jnmidx
0.000	0.067	0.0001	0.191	0.0000	0.586	Prob	
-4.022	2.985	-4.736	-1.586	-4.574	-2.517	T-stat	Jncpi
0.0001	0.999	0.0017	0.786	0.0005	0.116	Prob	
	-2.317		-3.515		-2.98	T-stat	Jninfl
	0.021		0.046		0.04	Prob	
-10.88	-0.088	-11.20	-2.000	-10.81	-2.142	T-stat	Jnbcmr
0.000	0.649	0.000	0.589	0.000	0.229	Prob	
	-2.003		-5.236		-5.101	T-stat	Jncpcmr
	0.044		0.0003		0.0001	Prob	
-9.303	-0.161	-9.290	-3.304		-3.407	T-stat	Jnexpod
0.000	0.623	0.000	0.075		0.014	Prob	
-7.621	0.263	-7.761	-1.965	-7.609	-2.383	T-stat	Jnimpod
0.000	0.759	0.000	0.607	0.000	0.150	Prob	
-4.306	6.809	-8.860	-1.724	-8.524	-2.227	T-stat	jnm2d
0.000	1	0.000	0.727	0.000	0.199	Prob	
-9.730	-1.252	-9.830	-2.327	-9.892	-1.697	T-stat	Jnresc
0.000	0.191	0.000	0.413	0.000	0.427	Prob	
-16.6	0.841		-7.604	-18.22	-2.282	T-stat	Jnpibd
0.000	0.888		0.000	0.000	0.180	Prob	
	-0.0009		-5.172		-5.129	T-stat	Jnrlxchg
	0.678		0.0004		0.0001	Prob	
-6.088	-1.234	-6.113	-1.989	-6.149	-1.737	T-stat	Jnintrst
0.000	0.196	0.000	0.594	0.000	0.407	Prob	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews. 12

ثانياً. اختبار الكشف عن خلو السلسلة الزمنية من المركبة الموسمية باستعمال **Hegy test**:

من خلال اختبار (Hegy test) تظهر لنا نتائج الجدول التالي:

الجدول رقم (4-7): نتائج اختبار Hegy test لاستقرارية السلاسل الزمنية لدولة الأردن

π_4	π_3	π_2	π_1		
13.849	-4.198	7.838	-1.504	-	Jnmidx (3)
13.375	-4.120	7.622	-1.8	Intercept	
14.538	-4.254	7.879	-1.187	Intercept+Dummies	
13.146	-3.974	7.806	-1.593	Intercept+Trend	
14.214	-4.098	8.022	-1.520	Intercept+Dummies+Trend	
13.997	-3.068	9.479	-1.220	-	Jncpi (4)
13.188	-2.824	9.629	-2.447	Intercept	
14.139	-2.734	10.826	-2.339	Intercept+Dummies	
12.952	-2.836	9.065	-2.253	Intercept+Trend	
15.249	-3.185	15.395	-2.626	Intercept+Dummies+Trend	
20.654	-4.63	23.563	-1.45	-	Jninfl (2)
21.130	-4.725	24.010	-2.156	Intercept	
19.895	-4.592	22.503	-2.089	Intercept+Dummies	
22.638	-5.072	24.9	-3.564	Intercept+Trend	
19.895	-4.592	22.503	-2.089	Intercept+Dummies+Trend	
11.011	-2.963	10.168	-0.005	-	Jnbcmrd (2)
10.385	-2.931	9.347	-1.870	Intercept	
14.727	-4.118	10.351	-1.81	Intercept+Dummies	
10.296	-2.833	9.424	-0.914	Intercept+Trend	
14.727	-4.118	10.351	-1.810	Intercept+Dummies+Trend	
10.447	-3.364	10.786	-0.658	-	Jncpmrd (1)
9.414	-3.057	10.120	-3.139	Intercept	
12.928	-3.762	13.513	-2.896	Intercept+Dummies	
9.081	-2.989	9.798	-3.211	Intercept+Trend	
12.504	-3.667	13.145	-2.974	Intercept+Dummies+Trend	
16.163	-4.051	17.193	-0.096	-	Jnexpod (1)
14.591	-3.728	16.065	-3.069	Intercept	
15.955	-3.846	17.85	-2.852	Intercept+Dummies	
14.478	-3.729	15.897	-3.064	Intercept+Trend	
15.794	-3.841	17.616	-2.852	Intercept+Dummies+Trend	
21.918	-4.024	24.147	-0.519	-	Jnimpod (1)
21.150	-3.992	23.643	-2.322	Intercept	
20.302	-3.916	22.609	-2.259	Intercept+Dummies	
20.406	-3.957	23.067	-1.501	Intercept+Trend	
19.570	-3.882	22.038	-1.443	Intercept+Dummies+Trend	
21.918	-4.024	24.147	-0.519	-	Jnm2d (1)
21.150	-3.992	23.643	-2.322	Intercept	
21.150	-3.992	23.643	-2.322	Intercept+Dummies	
20.406	-3.957	23.067	-1.501	Intercept+Trend	
20.302	-3.916	22.609	-2.259	Intercept+Dummies+Trend	
11.309	-3.158	12.935	-1.528	-	Jnresc (1)
35.572	-4.409	26.425	-2.198	Intercept	
12.770	-3.370	14.384	-2.442	Intercept+Dummies	
11.153	-2.864	13.194	-2.711	Intercept+Trend	

12.770	-3.370	14.384	-2.442	Intercept+Dummies+Trend	
9.200	-3.105	8.876	-1.389	-	Jnpibd (4)
8.709	-3.049	8.391	-1.271	Intercept	
10.537	-3.262	10.464	-1.377	Intercept+Dummies	
11.112	-3.391	10.895	-3.636	Intercept+Trend	
13.433	-3.642	13.496	-3.698	Intercept+Dummies+Trend	
12.749	-3.57	12.749	-0.998	-	Jnrlxchg (1)
12.042	-3.491	12.167	-2.429	Intercept	
19.683	-4.016	19.123	-3.105	Intercept+Dummies	
4.425	-2.080	4.353	-1.846	Intercept+Trend	
19.158	-3.976	18.476	-2.988	Intercept+Dummies+Trend	
9.103	-2.614	7.705	-1.361	-	Jnintrst (1)
9.900	-2.323	9.458	-3.384	Intercept	
9.692	-2.243	9.328	-3.331	Intercept+Dummies	
11.018	-2.962	13.059	-2.552	Intercept+Trend	
9.692	-2.243	9.328	-3.331	Intercept+Dummies+Trend	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج *Eviews.12*

أن السلاسل الزمنية لكل المتغيرات تبدوا مستقرة عند المستوى، سواء كانت تحتوي على حد ثابت أم بدونه أو بوجود حد ثابت ومتغيرات وهمية أو حد ثابت واتجاه عام أو على حد ثابت ومتغيرات وهمية واتجاه عام على كافة الترددات وباستعمال اختباري Fisher و Student.

ومنه لعدم وجود متغيرات مستقرة عند الفرق الثاني $I(2)$ ، ومن ثم يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك باستخدام منهج الحدود *ARDL*، لكن نقوم قبل ذلك بدراسة الاستقرار الموسمية للمتغيرات.

6- اختبار فترة التباطؤ المناسب لبيانات الدراسة:

ما يمثل الاقتصاد الحقيقي هي مؤشرات الاقتصاد الكلي والتي وجدناها كثيرة ولهذا وجب علينا الاختيار والاختبار بينها لكي لا يفقد النموذج قدرته التفسيرية والقياسية للموضوع والذي يتم بمعرفة الأسس النظرية، الدراسات السابقة حول بحثنا، والأهم هو التقديرات والمحاولات المختلفة بإدخال المتغيرات وإخراجها تدريجياً وبأسس إحصائية باستعمال برنامج *Eviews.12* هذه الأخيرة التي تضمن اختيار أفضل المتغيرات ملائمة للنموذج.

- إذ بعد القيام بعدة تجارب لإيجاد النموذج الأمثل أظهرت لنا نتائج التقدير أن كل من المتغيرات التالية غير معنوية وهي: *Jexpod*، *Jimpod*، *Jpibd*، *Jnintrst*، *Jnbcmrtd*، إذ أن هذه المتغيرات لا تفسر الظاهرة تفسيراً جيداً وهذا راجع بالأساس إلى: عدم تكييف سوق الأوراق المالية مع التحولات الاقتصادية، عدم وجود جهاز مصرفي مرن ومتكامل قادر على مسايرة التطورات الاقتصادية.

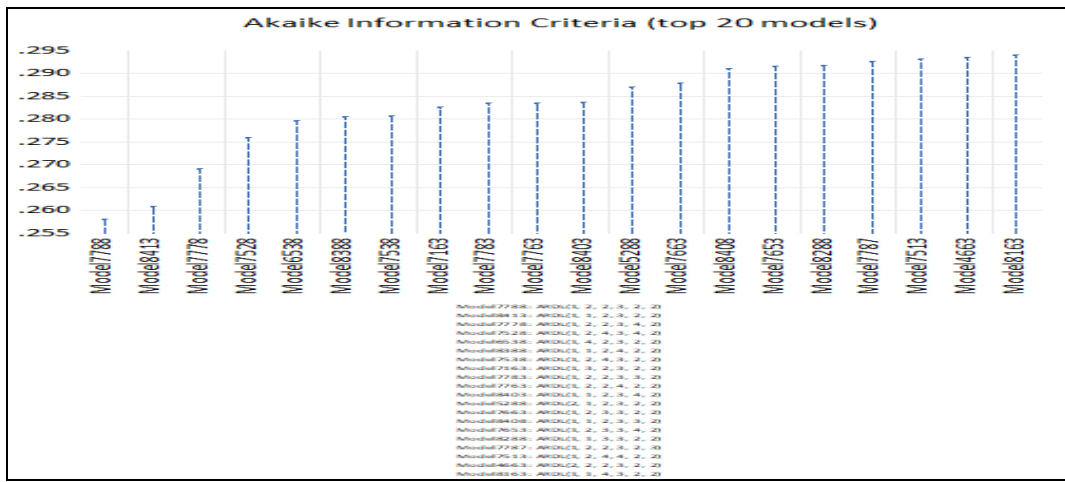
كما أننا وجدنا أن متغيرة الرقم القياسي للاستهلاك *Jncpi* لديها نتائج أفضل من متغيرة *Jninfl* وعلى هذا الأساس قمنا باستبعاد بعض هاته المتغيرات من النموذج، كما أنه من المعروف

قياسيا من الأفضل عدم الإكثار من المتغيرات لبناء نموذج قوي ومنطقي وإيجاد علاقة في المديين القصير والطويل ومن هنا تم بناء نموذج جديد بإتباع الخطوات التالية:

يقوم نموذج *ARDL* بتحديد درجة الإبطاء المتوافقة مع معيار شوارتز بطريقة آلية، وتقدير أكبر عدد ممكن من النماذج واستخلاص النموذج الأمثل للدراسة، وتتطلب هذه المنهجية بعد ذلك إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية.

من خلال الشكل التالي وفقا لمعيار (AIC)، تبين أن النموذج *ARDL (1,2,2,3,2,2)* هو النموذج الأمثل لهذه الدراسة من بين أفضل 20 نموذج.

شكل رقم (2-4): نتائج اختبار فترة التباطؤ لبيانات الدراسة (الأردن)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج *Eviews.12*

يمكن صياغة نموذج الدراسة وفق الصيغة التالية:

$$\begin{aligned} \Delta jmidx_t = & c + \sum_{j=1}^1 \alpha_j \Delta jnmidx_{t-j} + \sum_{j=1}^2 \sigma_j \Delta jncpi_{t-j} + \sum_{j=1}^2 \rho_j \Delta jnm2d_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^3 \vartheta_j \Delta jncpmrd_{t-j} + \sum_{j=1}^2 \omega_j \Delta jnrlxchg_{t-j} + \sum_{j=1}^2 \phi_j \Delta jnresc_{t-j} \\ & + \theta_1 jnmidx_{t-j} + \theta_2 jncpi_{t-j} + \theta_3 jnm2d_{t-j} + \theta_4 jncpmrd_{t-j} \\ & + \theta_5 jnrlxchg_{t-j} + \theta_6 jnresc_{t-j} + \mu_t \end{aligned}$$

...(29)

حيث:

Δ: تمثل الفرق الأول،

معاملات العلاقة قصيرة الأجل، $\alpha_j, \sigma_j, \rho_j, \omega_j, \theta_j, \varphi_j$

معاملات العلاقة طويلة الأجل، $\theta_1, \dots, \theta_7$: معامل تصحيح الخطأ μ_1

7-تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة بمقاربة اختبار الحدود *bound test*
:ARDL

وفقا للنموذج المختار في هذه الدراسة فإن الجدول رقم (4-6) يبين نتائج تقدير النموذج (ARDL (1,2,2,3,2,2)، أما بالنسبة للجدول رقم (4-11) و(4-12) فإنه يعرض المعاملات المقدره للنموذج على المدى الطويل والقصير.

جدول رقم (4-8): تقدير نموذج *ARDL bound test* (الأردن)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
JNMIDX(-1)	0.709882	0.072429	9.801044	0.0000
JNCPI	1.425993	0.437207	3.261594	0.0023
JNCPI(-1)	-1.505177	0.681409	-2.208918	0.0331
JNCPI(-2)	-0.572718	0.469553	-1.219709	0.2299
JNM2D	1.609186	0.729452	2.206021	0.0333
JNM2D(-1)	0.364971	0.902616	0.404349	0.6882
JNM2D(-2)	-1.406602	0.699889	-2.009750	0.0514
JNCPMRD	0.093187	0.608045	0.153257	0.8790
JNCPMRD(-1)	-0.629557	0.641338	-0.981630	0.3323
JNCPMRD(-2)	-1.203045	0.564209	-2.132268	0.0393
JNCPMRD(-3)	-1.574423	0.584543	-2.693427	0.0104
JNRLCHG	-0.147761	0.046739	-3.161426	0.0030
JNRLCHG(-1)	0.114996	0.042381	2.713381	0.0099
JNRLCHG(-2)	0.118787	0.041935	2.832632	0.0073
JNRESC	-0.123216	0.092593	-1.330724	0.1910
JNRESC(-1)	-0.102585	0.112426	-0.912465	0.3671
JNRESC(-2)	0.310043	0.102865	3.014077	0.0045
C	4.729447	1.617072	2.924697	0.0057
R-squared	0.953927	Mean dependent var	-0.091522	
Adjusted R-squared	0.933844	S.D. dependent var	0.931038	
S.E. of regression	0.239470	Akaike info criterion	0.231309	
Sum squared resid	2.236482	Schwarz criterion	0.876483	
Log likelihood	11.40770	Hannan-Quinn criter.	0.482045	
F-statistic	47.49940	Durbin-Watson stat	1.908327	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج *Eviews.12*

إضافة إلى أن قيمة فيشر المحسوبة بلغت 47.499 وهي أكبر من القيمة المجدولة، وقيمة الاحتمال 0.000 مما يعبر عن الدلالة المعنوية الكلية للنموذج، ونقبل هذا النموذج بمستوى دلالة 5%، وبالتالي يمكن القول أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع.

8- اختبار جودة النموذج:

يجب التأكد من عدم وجود مشاكل قياسية في النموذج موضع الدراسة وبالأخص ما يلي:
مشكلة اختلاف التباين، مشكلة الارتباط الذاتي المتعدد، مشكلة الارتباط الذاتي، مشكلة عدم التوزيع الطبيعي للبواقي.

أولاً. اختبار مشكلة اختلاف التباين (Heteroskedasticity)

اختبار ARCH: الغرض من هذا الاختبار هو الكشف عن مشكلة اختلاف التباين.

الجدول رقم (4-9): نتائج اختبار ARCH (الأردن)

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.003029	Prob. F(1,54)	0.9563
Obs*R-squared	0.003141	Prob. Chi-Square(1)	0.9553

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة Prob-chi-Square أكبر من 5% ($0.956 > 0.05$)، وبالتالي قبول فرضية عدم التنصص على عدم وجود مشكلة اختلاف التباين. وبالتالي هذه تعتبر دلالة على أن النموذج لا يعاني من مشكلة اختلاف التباين وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

ثانياً. اختبار Glejser:

الغرض من هذا الاختبار الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين.

الجدول رقم (4-10): نتائج اختبار Glejser (الأردن)

Heteroskedasticity Test: Glejser			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	1.761361	Prob. F(15,40)	0.0772
Obs*R-squared	22.27543	Prob. Chi-Square(15)	0.1008
Scaled explained SS	16.67335	Prob. Chi-Square(15)	0.3388

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن قيمة Pro-chi-Square أكبر من 5% ($0.338 > 0.05$)، وبالتالي قبول الفرضية العدمية التي تنصص على عدم تجانس التباين.

وما يمكن ملاحظته من خلال الاختبارين السابقين، نجد أن القيمة الإجمالية لجميع الاختبارات أكبر من 5% وبالتالي نستنتج أن النموذج لا يعاني من مشكلة اختلاف التباين، وهي صفة مرغوبة في النموذج.

ثالثاً. اختبار Lagrange لمشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

الجدول رقم (4-11): نتائج اختبار LM test (الأردن)

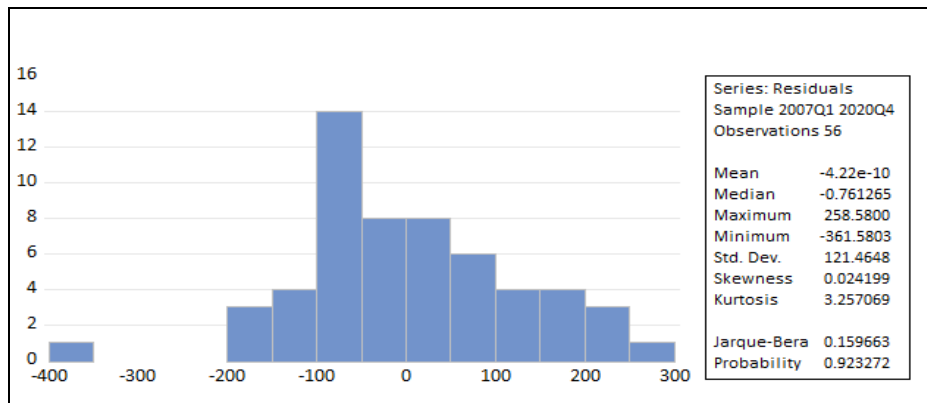
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags			
F-statistic	0.620996	Prob. F(2,37)	0.5429
Obs*R-squared	1.851198	Prob. Chi-Square(2)	0.3963

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

نلاحظ من خلال الجدول رقم أن القيمة الاحتمالية *LM test* تساوي 0.3963 وهي أكبر من 5 %، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء في النموذج عند مستوى معنوية 5% وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

رابعاً. اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا:

الشكل رقم (3-4): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبقايا تقدير النموذج *ARDL* (الأردن)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج *Eviews.12*

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن القيمة الاحتمالية الإحصائية *Jarque -Berra* تساوي 0.923 وهي أكبر من 5 %، ومنه فإن البقاي تتوزع توزيعاً طبيعياً عند مستوى دلالة معنوية 5% وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

9- اختبار الحدود للتكامل المشترك (*Bound test*):

اعتماداً على المعطيات السابقة سوف نجري اختبار *Bound test* لـ *Persan* (2001) للتحقق من قيمة المعلمات، حيث يهدف هذا الاختبار إلى الكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (4-12): نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك (الأردن)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic k	5.645543 5	10%	2.26	3.35
		5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68
Actual Sample Size	57	Asymptotic: n=1000		
		10%	2.385	3.565
		5%	2.817	4.097
		1%	3.783	5.338
		Finite Sample: n=55		
		10%	2.393	3.583
		5%	2.848	4.16
		1%	3.928	5.408

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-6.181908	10%	-2.57	-3.86
		5%	-2.86	-4.19
		2.5%	-3.13	-4.46
		1%	-3.43	-4.79

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج *Eviews.12*

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة F الإحصائية تساوي 5.645، وهي أكبر من القيم الجدولية العليا (3.79) والقيمة الدنيا (3.79) عند مستوى الدلالة 5%، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة H_1 التي تشير إلى وجود علاقة تكامل مشتركة طويلة الأجل بين المتغيرات.

نعلم أننا نستند في الاستنتاج فقط إلى أهمية اختبار F لوجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل لكن وجد اختبار t -test مع اختبار الحدود وهذا لأن اختبارات F و t ليست اختبارات بديلة وإنما وظائفهم مختلفة تماماً. إذ أنهما ضروريان ويكمل كل منهما الآخر. فإذا كانت:

القيمة المطلقة ل t -statistic هي أكبر من من القيم الجدولية العليا $I(1)$ والقيمة الدنيا $I(0)$ عند مستوى المعنوية المختار، تعني وجود علاقة تكامل مشترك في المدى الطويل منطقية وعادية. وأن المتغير المتباطئ بفترة واحدة للمتغير التابع معنوي.

أما إذا كانت القيمة المطلقة ل t -statistic هي أصغر من من القيم الجدولية العليا $I(1)$ والقيمة الدنيا $I(0)$ عند مستوى الدلالة 1%، 5% أو 10%، تعني عدم وجود علاقة تكامل مشترك في المدى الطويل¹.

في حالتنا وجدنا أن القيمة المطلقة ل t -statistic أكبر من القيم الجدولية العليا (3.86) والقيمة الدنيا (2.57) عند مستوى الدلالة 10%، والتي تعني وجود علاقة تكامل مشترك في المدى الطويل منطقية وعادية، وهذه النتيجة تمثل مؤشر جيد لقوة النموذج. وأن المتغير المتباطئ بفترة واحدة للمؤشر العام للبورصة معنوي.

بناء على ذلك يمكن تطبيق منهجية تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة *ARDL* للعلاقات طويلة وقصيرة الأجل.

10- اختبار العلاقة قصيرة الأجل:

تشير نتائج اختبار العلاقة قصيرة الأجل الموجودة في الجدول (4-13) إلى:

الجدول رقم (4-13): نتائج اختبار العلاقة قصيرة الأجل Ecm (الأردن)

¹-Eviews, *Auto Regressive Distributed Lag (ARDL) Estimation. Part 3 – Practice*, 16/05/2017, Available on : <https://blog.eviews.com/2017/05/autoregressive-distributed-lag-ardl.html?m=1>, تاريخ الإطلاع: 2022/09/30

ECM Regression				
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.729447	0.792635	5.966738	0.0000
D(JNCPI)	1.425993	0.366914	3.886450	0.0004
D(JNCPI(-1))	0.572718	0.409522	1.398504	0.1699
D(JNM2D)	1.609186	0.661939	2.431019	0.0198
D(JNM2D(-1))	1.406602	0.654650	2.148632	0.0379
D(JNCPMRD)	0.093187	0.500041	0.186359	0.8531
D(JNCPMRD(-1))	2.777467	0.547456	5.073409	0.0000
D(JNCPMRD(-2))	1.574423	0.506411	3.108983	0.0035
D(JNRLCHG)	-0.147761	0.034602	-4.270353	0.0001
D(JNRLCHG(-1))	-0.118787	0.034476	-3.445503	0.0014
D(JNRESC)	-0.123216	0.077808	-1.583593	0.1214
D(JNRESC(-1))	-0.310043	0.092873	-3.338370	0.0019
CoIntEq(-1)*	-0.290118	0.046930	-6.181908	0.0000
R-squared	0.687190	Mean dependent var	-0.039323	
Adjusted R-squared	0.601878	S.D. dependent var	0.357313	
S.E. of regression	0.225453	Akaike info criterion	0.055870	
Sum squared resid	2.236482	Schwarz criterion	0.521829	
Log likelihood	11.40770	Hannan-Quinn criter.	0.236958	
F-statistic	8.055035	Durbin-Watson stat	1.908327	
Prob(F-statistic)	0.000000			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

أن قيمة معامل سرعة التكيف، والتي تمثل المعلمة المقدرة لحد تصحيح الخطأ الذي يكشف عن سرعة عودة المتغيرات إلى حالة التوازن، والذي يجب أن يكون هذا المعامل معنوياً وسالبا للكشف عن وجود تكامل مشترك بين المتغيرات الذي بلغ هذا النموذج %29 CoIntEq(1-) بإشارة سالبة، ذات معنوية إحصائية قوية بلغت 0.0000، وهذا ما يؤكد صحة العلاقة التوازنية في المدى الطويل، أي الانتقال أو التصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بنسبة 29% ومنه يتم تصحيح جميع الانحرافات والاختلالات في سلوك مؤشر السوق المالي الأردني خلال الفترة قصيرة الأجل في الفترة السابقة ($t-1$) عن قيمها التوازنية في الأجل الطويل إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل والعودة إلى خط التوازن تلقائياً عبر الزمن بـ 29%. أي قد يستغرق فصل بقليل ليتم الرجوع إلى التوازن.

نلاحظ من خلال نموذج تصحيح الخطأ أن معظم المتغيرات معنوية عند مستوى الدلالة 5%، مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع (Jnmidx) في الأجل القصير. تشير نتائج الأجل القصير في الجدول (4-11) إلى أن هناك بعض معاملات النموذج جاءت متنسقة مع النظرية الاقتصادية في حين خالفت بعض المعامل معطيات النظرية الاقتصادية وذلك على النحو التالي:

إشارة معامل الحد الثابت موجبة بـ 4.729،

جاءت إشارة معامل الرقم القياسي للاستهلاك في الأردن موجبة مما يدل على وجود علاقة طردية بين الرقم القياسي للاستهلاك والمؤشر العام للسوق المالي بمعنوية 0.0000، مما يدل على وجود تأثير معامل الرقم القياسي للاستهلاك في المدى القصير على مؤشر السوق المالي. إذ بلغت المرونة الجزئية للرقم القياسي للاستهلاك بالنسبة للمؤشر العام للسوق المالي (1.42) في الأجل القصير بمعنوية وقدرت العلاقة بفصل. إذ أن ارتفاع الرقم القياسي للاستهلاك بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق المالي بـ 1.42.

جاءت إشارة معامل المعروض النقدي في الأردن موجبة مما يدل على وجود علاقة طردية بين المعروض النقدي والمؤشر العام للسوق المالي، بمعنى، مما يدل على وجود تأثير في المدى القصير على مؤشر السوق المالي. إذ بلغت المرونة الجزئية للمعرض النقدي بالنسبة للمؤشر العام للسوق المالي (1.54) في الأجل القصير بمعنى وقدرت العلاقة بفصل. إذ أن ارتفاع المعروض النقدي بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق المالي بـ1.54.

جاءت إشارة معامل معدل الحساب الجاري في الأردن موجبة مما يدل على وجود علاقة طردية بين الحساب الجاري والمؤشر العام للسوق المالي، بمعنى، مما يدل على وجود تأثير في المدى القصير على مؤشر السوق المالي. لكن لم تكن معنوية وإنما معامل الفترتين السابقتين هي من كانت معنوية مما يجعلنا نقدر العلاقة بفصلين. إذ أن ارتفاع الحساب الجاري بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق المالي بـ1.54.

بالنسبة لمتغير سعر الصرف فجاءت إشارة معامل سالبه وقدرت بـ (-0.208)، معنوية عند مستوى الدلالة 5% ونفس الشيء للفترة السابقة، وبالتالي تشير النتائج الى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف والمؤشر العام لسوق المالي الأردني معنوية في الأجل القصير. وجاءت هذه النتيجة متوافقة مع بعض الدراسات السابقة. إذ أن ارتفاع سعر الصرف بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض المؤشر العام للسوق المالي بـ0.208.

جاءت إشارة معامل أسعار الخصم في الأردن سالبه مما يدل على وجود علاقة عكسية بين سعر الخصم والمؤشر العام للسوق المالي، بمعنى، مما يدل على وجود تأثير في المدى القصير على مؤشر السوق المالي. إذ بلغت مرونة سعر الخصم والمؤشر العام للسوق المالي (-0.123) و(-0.31) للفترتين الحالية والسابقة على التوالي في الأجل القصير وقدرت العلاقة بفصل. إذ أن ارتفاع أسعار الخصم بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض المؤشر العام للسوق المالي بـ0.31.

11- اختبار العلاقة طويلة الأجل:

من نتائج اختبار العلاقة في الأجل الطويلة في الجدول رقم (4-14) نجد أن معظم معامل النموذج جاءت منسقة النظرية الاقتصادية من حيث القيمة، في حين خالفت بعض المعامل معطيات النظرية الاقتصادية، وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (4-14): اختبار التكامل المشترك وفق منهجية *ARDL bound test* (نتائج اختبار العلاقة طويلة الأجل)، (الأردن)

Levels Equation Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
JNCPI	-2.247022	0.782556	-2.871388	0.0066
JNM2D	1.956290	0.826027	2.368314	0.0229
JNCPMRD	-11.42236	4.364406	-2.617162	0.0126
JNRLCHG	0.296505	0.198329	1.495019	0.1430
JNRESC	0.290374	0.192562	1.507949	0.1396
EC = JNMIDX - (-2.2470*JNCPI + 1.9563*JNM2D - 11.4224*JNCPMRD + 0.2965*JNRLCHG + 0.2904*JNRESC)				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

أ- أظهرت معلمة الرقم القياسي لأسعار المستهلك إشارة سالبة بلغت -2.247 وبمعنوية 0.0066، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك والمؤشر العام للسوق المالي الأردن في الأجل الطويل، أي أنها تؤثر على أداء السوق المالي الأردني بالسلب.

ب- إشارة معلمة متغير المعروض النقدي جاءت موجبة حيث بلغت قيمتها 1.95، مما يدل على وجود علاقة طردية بين معدل المعروض النقدي ومؤشر السوق المالي وبمعنوية 0.0229. وبالتالي معلمة متغير معدل المعروض النقدي تؤثر في حركة السوق المالي الأردني بالإيجاب على المدى الطويل. وهو ما يتفق مع مبدأ النظرية الاقتصادية إذ أن زيادة عرض النقد تؤدي إلى انخفاض أسعار الفوائد وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمار بمختلف أنواعها.

ج- جاءت إشارة معامل معدل الحساب الجاري في الأردن سالبة مما يدل على وجود علاقة عكسية بين الحساب الجاري والمؤشر العام للسوق المالي، بمعنوية 0.01، مما يدل على وجود تأثير في المدى الطويل على مؤشر السوق المالي.

هـ- جاءت إشارة معلمة سعر الصرف موجبة ولكن غير معنوية أي أن سعر الصرف لا يؤثر على المؤشر العام للبورصة الأردن.

د- إشارة معلمة متغير سعر الخصم جاءت موجبة حيث بلغت قيمتها 0.290، ولكنها غير معنوية أي أن سعر الخصم لا يؤثر على المؤشر العام للبورصة الأردن.

يلاحظ أن تقديرات بعض معاملات الأجل القصير تتفق إلى حد كبير من حيث الإشارة ومستوى المعنوية مع نتائج مقدرات الأجل الطويل وان تباينت قيم المعلمات المقدره بنسب متفاوتة.

12- اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج (اختبار استقرارية معالم النموذج خلال فترة التقدير):

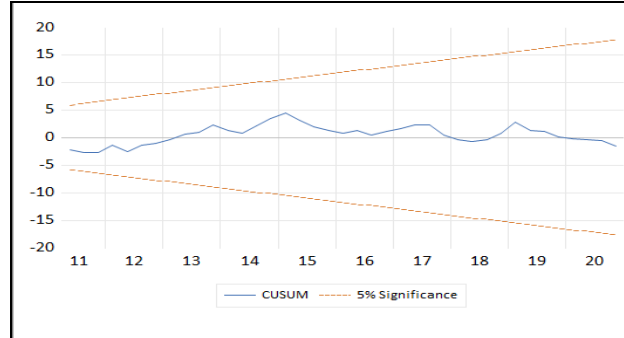
يكمن الغرض من هذا الاختبار في التحقق من خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية عبر الزمن إذ قبل تقييم مقدره النموذج على التنبؤ ينبغي أولاً الكشف عن مدى استقرارية معالم النموذج المراد استخدامه في التنبؤ، ولمعرفة ذلك تتضمن منهجية ARDL عدة اختبارات للكشف عن استقرارية معالم النموذج منها: One Step - Residuals of Squares Test - Recursive Coefficients Forecast CUSUM Test - N Step Forecast Test - CUSUM Test في هذه الدراسة سوف نستخدم اختبار مسار البواقي المتراكم للتقدير المتتالي لمعالم النموذج CUSUM of Squares Test، واختبار CUSUM Test.

➤ مجموع التراكمي للبواقي الراجعة (CUSUM):

يقع هذا الاختبار تحت الفروض التالية:

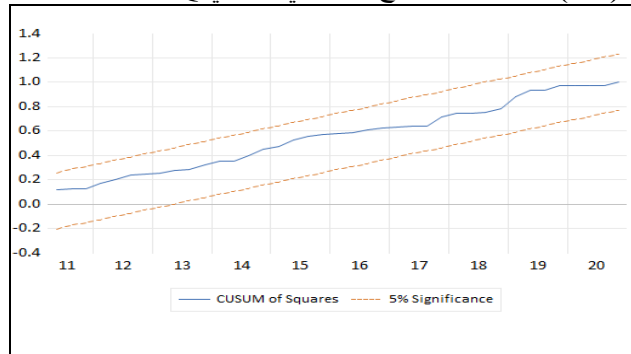
$$\left. \begin{array}{l} H_0 \text{ مستقرة المعالم} \\ H_1 \text{ المعالم غير مستقرة} \end{array} \right\}$$

ونلاحظ من خلال الشكل الموجود في الشكلين رقم (4-4) و (4-5):
الشكل رقم (4-4): إختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM لدولة الأردن



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews.12

الشكل رقم (4-5): إختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM-Q لدولة الأردن



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews.12

أن المنحنى البياني للمجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) الراجعة و (CUSUMQ) تتوسط مسار الحدين (الخط الأحمر) الأعلى والأسفل ولم يخرج عن النطاق أي يقع داخل مجال الثقة 95% وبالتالي هذه تعتبر دلالة أن معالم النموذج مستقرة في المدى الطويل عند مستوى المعنوية 5%. وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

خلاصة القول: من خلال تقييم نموذج ARDL نجد أنه قد اجتاز المعيار الاقتصادي والإحصائي والقياسي كما أن مقدرة النموذج على التنبؤ كانت عالية جداً، وبالتالي يمكننا الاعتماد على النموذج الحالي لاختبار فرضيات الدراسة الحالية.

- نتائج الدراسة:

في هذه الدراسة، قمنا بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي الموزع (ARDL) وقياس معاملات المتغيرات في الأجل القصير والطويل لفحص تأثير العوامل الاقتصادية على المؤشر العام لبورصة

الأردن. النتائج التي تم الحصول عليها تشير إلى أن جميع متغيرات الاقتصاد الكلي التي درسناها لم تؤثر بنفس التأثير على المؤشر العام لبورصة الأردن حيث وجدنا أنه:

بالنسبة للمتغيرات: $Jnpibd$ ، $Jnexpod$ ، $Jnimpod$ ، $Jncpmrd$ ، $Jnm2d$ ، $Jnbcmrdr$ ، $Jnintrst$ ، أن هذه المتغيرات لا تفسر الظاهرة تفسيراً جيداً وهذا راجع لبعض الأسباب ذكرناها سابقاً.

بعد القيام باختبار الحدود *bound test* أنه توجد علاقة تكامل مشترك وعلاقة طويلة الأجل تتجه من المتغيرات المفسرة إلى المتغير التابع (المؤشر العام لبورصة الأردن) بالإضافة إلى عمل آلية تصحيح الخطأ وبذلك أصبحت نموذج الدراسة لها خاصية التكامل المشترك وساكن غير مزيف.

بينت نتائج تقدير النموذج *ARDL* أن معامل التحديد يساوي 95.3% ، مما يدل على أن للنموذج قدرة تفسيرية قوية.

تشير نتائج *ARDL* على المدى القصير إلى أن متغير الرقم القياسي للاستهلاك، المعروف النقدي، الحساب الجاري للفترتين السابقتين لهم تأثير إيجابي ومعنوي على المؤشر العام لبورصة الأردن، الأمر الذي يؤدي إلى تحفيز المستثمرين على شراء الأوراق المالية، وبالتالي يزيد حركة ونشاط السوق المالي، مما ينعكس حتماً على قيمة مؤشر المؤشر العام لبورصة الأردن. لكن بالنسبة لسعر الصرف ومعدل الخصم فلها تأثير إيجابي ومعنوي على المؤشر العام لبورصة الأردن.

بينما في الفترة طويلة الأجل يكون للمعروض النقدي تأثير إيجابي ومعنوي على المؤشر العام لبورصة الأردن بينما الرقم القياسي للاستهلاك، الحساب الجاري لهما تأثير سلبي وعكسي على المؤشر العام لبورصة الأردن. أما بالنسبة لسعر الصرف و سعر الخصم فهما غير معنويان ولا يؤثران على المؤشر العام للسوق المالي الأردني رغم أنهما إيجابيان.

كما أظهرت نتائج اختبارات جودة النموذج أن النموذج يخلو من المشاكل القياسية.

وبالارتكاز على نتائج الاختبار التجريبي نقول أن بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي تؤثر بالإيجاب أو السلب على حركة المؤشر العام للسوق المالي الأردني، يجب على المستثمرين في بورصة عمان الانتباه إلى كل من المستوى المحلي وتطورات الاقتصاد الكلي الدولي. وعلى السلطات الحكومية تشجيع المزيد من تدفقات رأس المال إلى سوق رأس المال والتدقيق في المناهج والاستراتيجيات المتبعة لإصلاح السياسات النقدية ومواكبة التغيرات الدولية.

المطلب الثالث: نموذج من بورصات دول الفائض المالي

إذ أن الفائض المالي يظهر عندما ينتج لدينا فرق إيجابي لإيرادات لدولة ما، أي أن الموارد الموجودة في الاقتصاد كافية لتحقيق مستويات أعلى من الربحية، كدول الخليج مثلا وكمثال على ذلك أخذنا بورصة الكويت.

➤ **سوق الكويت للأوراق المالية:** والتي تدخل ضمن بورصات دول الفائض المالي ففي سنة 1972 افتتحت أول بورصة في الكويت، وأصدرت نشرة يومية حول الأسهم المتداولة وأسعارها وحجم الصفقات، وأعطى قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية في سنة 1976، وقد تم الافتتاح الرسمي لمقر البورصة الكويتي سنة 1977، وفي 18/04/1983 صدر مرسوم خاص من عند الأمير أمر فيه بتجديد تنظيم السوق بما يتلاءم مع الظروف الاقتصادية للبلاد وجعلها هيئة مستقلة لحالها.

أما بالنسبة لمقتضيات الإدراج في سوق الأوراق المالية الكويتية فيجب أن تكون الشركات: تأسست سنتين على الأقل وليدها إصدار لميزانيتين مفصلتين، كسبت أرباحا لسنتين متتاليتين وبالدليل الموضح في الحسابات الختامية والتقارير المالية السنوية، ذات مساهمة، الالتزام بنشر نتائج أعمالها وميزانيتها¹.

كما تحوي بورصة الكويت أو ما يطلق عليها بسوق الكويت للأوراق المالية على 128 شركة مدرجة من مختلف القطاعات كالبنوك، الخدمات المالية، التأمين، العقار، صناعية، الاتصالات².

1- الخصائص الإحصائية والاقتصادية لمتغيرات الدراسة

في هذا الجدول المستخرج من برنامج *Eviews.12* والذي يبين الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة إذ سنحاول تحليلها اقتصاديا كما يلي:

الجدول رقم (15-4): التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة (الكويت)

¹-مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سبق ذكره، ص: 188.

²- موقع بورصة الكويت، الشركات المدرجة، متاح على الموقع:

و <https://www.boursakuwait.com.kw/ar/participants/participants/listed-companies>، تاريخ الاطلاع: 00.14/2022/08/09.

	KINDX	KPIBD	KCPI	KBCMRD	KPCMRD	KEXPO	KIMPO	KM2D	KINF	KINTRST	KRLXCHG	KRESC
Mean	7412.780	78112.83	127.3733	9378.845	7721.972	97.28333	105.5600	87872.73	3.595167	1.163483	2.906501	3.141667
Median	6637.665	78268.53	128.4500	8478.957	8232.282	93.75000	101.0000	90488.90	3.140000	0.642500	2.891400	2.500000
Maximum	15456.20	103527.3	150.4000	19650.69	16216.08	143.9000	146.3000	124051.1	11.40000	4.075000	3.084660	6.250000
Minimum	4890.400	51711.30	110.9000	277.9279	-2737.611	44.90000	78.80000	42412.12	0.100000	0.344000	2.657870	1.500000
Std. Dev.	2390.379	12365.82	11.99994	4987.936	4544.235	24.43135	15.15029	24791.24	2.413784	1.095034	0.115897	1.509410
Skewness	1.701648	-0.139010	0.101893	0.411115	-0.290415	0.125720	0.579737	-0.283693	1.505932	1.613586	-0.220743	1.207052
Kurtosis	5.216758	1.892626	1.682828	2.066544	2.271346	2.163154	2.982833	1.807302	5.797412	4.374746	1.934700	2.921485
Jarque-Bera	41.24110	3.258929	4.441175	3.868507	2.170748	1.908834	3.361682	4.361141	42.24209	30.76140	3.324432	14.58516
Probability	0.000000	0.196035	0.108545	0.144532	0.337775	0.385037	0.186217	0.112977	0.000000	0.000000	0.189718	0.000681
Sum	444766.8	4686770.	7642.400	562730.7	463318.3	5837.000	6333.600	5272364.	215.7100	69.80900	174.3900	188.5000
Sum Sq. Dev.	3.37E+08	9.02E+09	8495.917	1.47E+09	1.22E+09	35216.56	13542.34	3.63E+10	343.7547	70.74687	0.792496	134.4208
Observations	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

- المؤشر العام لبورصة الكويت Kindx (مؤشر السوق الأول BKP):

يتبين من قيم المتغير Kindx أن قيم المؤشر خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 4890.40 مسجلة في الفصل الثاني لـ 2018 وهذا راجع إلى مرور بورصة الكويت بمرحلة انتقالية إصلاحية نتج عنها ضعف في السيولة ومن هذه الإصلاحات ترقية البورصة إلى سوق ثانوي كما أن الأوضاع الجيوسياسية المتأزمة في منطقة الخليج أدى إلى بروز الكويت إقليمياً في العام 2017 بصفتها وسيطاً في أزمة الخليج التي اندلعت بين قطر من جانب والسعودية والبحرين والإمارات من جانب آخر، أما أعلى قيمة 15456.2 مسجلة في الفصل الثاني لـ 2008 وهذا لارتفاع في عدد الشركات المدرجة في البورصة. بمتوسط بلغ 6637.665 مع ارتفاع بلغ ذروته في سنة 2008 وهذا الأمر تزامن مع حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، وبانحراف معياري قدر بـ 2390.379، في حين بلغت قيمة Jarque- Bera 41.241 باحتمال قدره 0.0000، وهو ما يدل على أن المؤشر العام للبيانات لا يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الناتج المحلي الإجمالي Kpibd مقدر بالمليون دولار الأمريكي:

يتبين من قيم المتغير Kpibd أن قيم الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 51711.30 مسجلة في الفصل الثالث لـ 2006، أما أعلى قيمة 103527.3 مسجلة في الفصل الثاني لـ 2019 بمتوسط بلغ 78268.53، وبانحراف معياري قدر بـ 2256.253، في حين بلغت قيمة Jarque- Bera 3.258 باحتمال قدره 0.196، وهو ما يدل على أن الناتج المحلي الإجمالي لدولة الكويت يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الرقم القياسي لأسعار المستهلك (100=2010) نقطة Kcpi:

يتبين من قيم المتغير $Kcpi$ أن قيم الرقم القياسي لأسعار المستهلك خلال فترة الدراسة محصورة بين أدنى قيمة 110.9 مسجلة في الفصل الأول ل2006، أما أعلى قيمة 150.4 مسجلة في الفصل الرابع ل2011 وهو نتيجة زيادة الاستهلاك الناجم عن البحبوحة المالية جراء زيادة أسعار النفط الناجمة عن ثورات الربيع العربي، بمتوسط بلغ 128.45، وبانحراف معياري قدر بـ11.999، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 4.441 باحتمال قدره 0.1085، وهو ما يدل على أن الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الكويت يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الميزان التجاري $Kbcmrd$:

يتبين من قيم المتغير $Kbcmrd$ أن قيم الميزان التجاري خلال فترة الدراسة محصورة بين أدنى قيمة 277.9279 مسجلة في الفصل الثاني ل2020 وهذا يعود بالأساس إلى تفشي فيروس كورونا وهذا لنقص الصادرات من النفط وتزايد الواردات لمحاربة الوباء، أما أعلى قيمة 19650.69 مسجلة في الفصل الثالث ل2006 بمتوسط بلغ 8478.957، وبانحراف معياري قدر بـ561.625، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 3.868 باحتمال قدره 0.1445، وهو ما يدل على أن الميزان التجاري يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الحساب الجاري $Kcpcmrdr$:

يتبين من قيم المتغير $Kcpcmrdr$ أن قيمة الحساب الجاري خلال فترة الدراسة محصورة بين أدنى قيمة -2737.611 مسجلة في الفصل الأول ل2016 وهذا العجز كان نتيجة استمرار التراجع لأسعار النفط من سنة 2015 وزيادة حجم الواردات، أما أعلى قيمة 16216.08 مسجلة في الفصل الأول ل2012 وهذا لزيادة أسعار النفط بمتوسط بلغ 8232.282، وبانحراف معياري قدر بـ4544.235 في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 2.170 باحتمال قدره 0.3377، وهو ما يدل على أن الحساب الجاري يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الرقم القياسي لقيمة وحدة الصادرات $Kexpo$:

يتبين من قيم المتغير $Kexpo$ أن قيم الرقم القياسي لقيمة وحدة الصادرات خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 44.90 مسجلة في الفصل الثاني ل2020 وهذا من مخلفات جائحة كورونا، أما أعلى قيمة 143.90 مسجلة في الفصل الأول ل2012 وهذا بسبب ارتفاع أسعار النفط الناجمة عن ثورات الربيع العربي لعام 2011، بمتوسط بلغ 93.75، وبانحراف معياري قدر بـ24.431، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 1.908 باحتمال قدره 0.3850، وهو ما يدل على أن الرقم القياسي لقيمة وحدة الصادرات في الكويت يتبع توزيعاً طبيعياً.

- الرقم القياسي لقيمة وحدة الواردات $Kimpo$:

يتبين من قيم المتغير $Kimpo$ أن قيم الرقم القياسي لقيمة وحدة الواردات خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 78.80 مسجلة في الفصل الأول ل2006، أما أعلى قيمة 146.3 مسجلة في الفصل الثاني ل2020 وهذا ناجم عن الاحتياطات المتخذة لمواجهة فيروس كورونا

كاستيراد الأدوية، اللقاحات والمستلزمات الطبية. بمتوسط بلغ 101.35، وبانحراف معياري قدر بـ115.420، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 7574.361 باحتمال قدره 0.000، وهو ما يدل على أن الرقم القياسي لقيمة وحدة الواردات في الكويت لا يتبع توزيعاً طبيعياً.

- العرض النقدي Km2d مقدر بالمليون دولار الأمريكي:

يتبين من قيم المتغير Km2d أن المعروض النقدي خلال فترة الدراسة محصور بين أدنى قيمة 42412.12 مسجلة في الفصل الأول لـ2006، أما أعلى قيمة 124051.1 مسجلة في الفصل الثالث لـ2020 وهذا لاتخاذ البنك المركزي إجراءات توسعية للتصدي على الركود الاقتصادي العالمي الناجم عن جائحة كورونا. أما المتوسط فقد بلغ 90488.90، وبانحراف معياري قدر بـ24791.24، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 4.361 باحتمال قدره 0.1129، وهو ما يدل على أن العرض النقدي الكويتي يتبع توزيعاً طبيعياً.

- التضخم Kinf:

يتبين من قيم المتغير Kinf أن التضخم خلال فترة الدراسة كان محصور بين أدنى قيمة 0.1 مسجلة في الفصل الأول لـ2006، أما أعلى قيمة 11.4 مسجلة في الفصل الثالث لـ2020 وهذا لاتخاذ البنك المركزي إجراءات توسعية للتصدي على الركود الاقتصادي العالمي الناجم عن جائحة كورونا. أما المتوسط فقد بلغ 3.14، وبانحراف معياري قدر بـ2.413، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 42.242 باحتمال قدره 0.0000، وهو ما يدل على أن التضخم في الكويت لا يتبع توزيعاً طبيعياً.

- سعر الفائدة Kintrst:

يتبين من قيم المتغير Kintrst أن سعر الفائدة على الودائع خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 0.344 مسجلة في الفصل الأول لـ2014 وهذا لإتباع البنك المركزي الكويتي سياسة نقدية توسعية الغرض منها تشجيع المستثمرين على الخصخصة وتطوير المشاريع الاستثمارية وزيادة الدخول إلى البورصة. أما أعلى قيمة 4.075 مسجلة في الفصل الأول لـ2007 وهذا لتفادي هروب السيولة والاحتفاظ بها داخل المصارف لإتباع الجهاز المصرفي الكويتي إجراء ضمان الودائع. أما المتوسط بلغ 0.6425، وبانحراف معياري قدر بـ1.095، في حين بلغت قيمة Jarque-Bera 30.7614 باحتمال قدره 0.000، وهو ما يدل على أن سعر الفائدة لا يتبع توزيعاً طبيعياً.

- سعر الصرف الحقيقي Krlxchg للدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي:

يتبين من قيم المتغير Krlxchg أن قيم سعر الصرف الحقيقي خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 2.657 مسجلة في الفصل الثاني ل2008، أما أعلى قيمة 3.084 مسجلة في الفصل الثاني ل2020 والملاحظ في الأمر أن الأردن يتبع نظام صرف ثابت القائم على ربطه بالدولار وهذا لتوفير الحماية اللازمة للسياسة النقدية في الأردن وعدم تأثره بالمتغيرات التي تطرأ على سعر صرف الدولار والعملات الأخرى. بمتوسط بلغ 2.891، وبانحراف معياري قدر ب0.1158، في حين بلغت قيمة Jarque- Bera 3.324 باحتمال قدره 0.1897، وهو ما يدل على أن سعر الصرف الحقيقي الكويتي يتبع توزيعاً طبيعياً.

- سعر الخصم Kresc:

يتبين من قيم المتغير Kresc أن قيم سعر الخصم خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 1.5 مسجلة في عام 2020، أما أعلى قيمة 6.25 مسجلة في عام 2007 وهذا لاتخاذ لبنك المركزي إجراء السياسة النقدية انكماشية لإنقاص حجم السيولة الزائدة كما قلنا سابقاً. بمتوسط بلغ 2.5، وبانحراف معياري قدر ب1.50، في حين بلغت قيمة Jarque- Bera 14.585 باحتمال قدره 0.000681، وهو ما يدل على أن سعر الخصم لا يتبع توزيعاً طبيعياً.

2- الارتباط الجبري بين متغيرات الدراسة:

فيما يلي جدول يوضح مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة الجديدة المعيارية.

جدول رقم (4-16): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المعيارية (الكويت)

Correlation Probability	KNINDEX	KNPIBD	KNCPPI	KNINF	KNM2D	KNBCMRD	KNPCPMRD	KNEXPO	KNIMPO	KNINTRST	KNRLXCHG	KNRESC
KNINDEX	1.000000 ----											
KNPIBD	-0.617625 0.0000	1.000000 ----										
KNCPPI	-0.173970 0.1876	-0.095583 0.4714	1.000000 ----									
KNINF	0.681568 0.0000	-0.506708 0.0000	0.368950 0.0040	1.000000 ----								
KNM2D	-0.740594 0.0000	0.797637 0.0000	-0.152279 0.2496	-0.655085 0.0000	1.000000 ----							
KNBCMRD	0.197679 0.1334	-0.338089 0.0088	0.246373 0.0600	0.170830 0.1958	-0.343102 0.0078	1.000000 ----						
KNPCPMRD	0.331374 0.0104	-0.445624 0.0004	-0.094270 0.4776	0.224175 0.0878	-0.473278 0.0002	0.785802 0.0000	1.000000 ----					
KNEXPO	0.088981 0.5027	-0.251451 0.0547	0.225856 0.0854	0.169374 0.1997	-0.238225 0.0692	0.928030 0.0000	0.783809 0.0000	1.000000 ----				
KNIMPO	-0.130345 0.3251	0.155623 0.2392	0.062835 0.6364	-0.090092 0.4974	0.193098 0.1428	-0.131839 0.3196	-0.189706 0.1501	-0.138281 0.2963	1.000000 ----			
KNINTRST	0.724013 0.0000	-0.459475 0.0003	-0.518728 0.0000	0.261053 0.0458	-0.623771 0.0000	-0.114657 0.3872	0.251134 0.0550	-0.176576 0.1810	-0.161739 0.2210	1.000000 ----		
KNRLXCHG	-0.558462 0.0000	0.662619 0.0000	-0.431455 0.0000	-0.723539 0.0000	0.750349 0.0000	-0.727881 0.0000	-0.654653 0.0000	-0.693859 0.0000	0.130431 0.3248	-0.152885 0.2477	1.000000 ----	
KNRESC	0.820482 0.0000	-0.526619 0.0000	-0.325750 0.0118	0.546517 0.0000	-0.767968 0.0000	-0.020443 0.8779	0.303236 0.0196	-0.063877 0.6308	-0.184625 0.1616	0.914438 0.0000	-0.393839 0.0020	1.000000 ----

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ وجود ارتباط بإشارة سالبة بين المتغير التابع Knmidx وكلا من المتغيرات المستقلة التالية: Knrlxchg، Knimpo، Knpihd، Knm2d، Kncpi، وهذا إن دل يدل على العلاقة العكسية بين هذه المتغيرات، كما تراوحت درجة الارتباط ما بين 13% و74% ما يعني وجود علاقة عكسية تتباين بين الضعيفة، المتوسطة والقوية ولدى كل هذه المتغيرات دلالة إحصائية، في حين اتضح وجود ارتباط موجب بين المتغير التابع Knindx وكلا من المتغيرات المستقلة التالية: Knbcmrd، Knpcpmrd، Knexpo، Knintrst، Kninf، Knresc، وهذا يدل على أن المتغيرات تؤثر إيجابا على المتغير التابع لكن بنسب متفاوتة تتراوح بين 8% و82% أي بين الارتباط الضعيف والقوي ولها دلالة إحصائية إلا بالنسبة Knbcmrd، Knexpo.

3- تحديد المتغيرات:

استنادا للإطار النظري للدراسة والدراسات التجريبية السابقة لهذا الموضوع وبعد الوصول إلى عدة بيانات متاحة حول موضوعنا، وبالإمام بالجوانب المحيطة ببحثنا، وجدنا النموذج التالي بمتغيراته التابعة والمستقلة هو الأنسب لتمثيل موضوع البحث، كما اعتمدنا كذلك على شكل الانتشار وأسلوب التجريب، لعكس العلاقات بصورة أقرب للواقع وأكثر تحقيقا لأهداف الدراسة:

$$\begin{aligned} \Delta Knindx_t = & c + \sum_{j=1}^p \alpha_j \Delta Knmidx_{t-j} + \sum_{j=1}^q \beta_j \Delta Kninfl_{t-j} + \sum_{j=1}^r \gamma_j \Delta Kncpi_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^r \rho_j \Delta Knm2d_{t-j} + \sum_{j=1}^r \theta_j \Delta Knbcmrd_{t-j} + \sum_{j=1}^r \vartheta_j \Delta Kncpmrd_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^r \delta_j \Delta Knexpo_{t-j} + \sum_{j=1}^r \pi_j \Delta Knimpo_{t-j} + \sum_{j=1}^r \sigma_j \Delta Knpibd_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^r \varphi_j \Delta Knresc_{t-j} + \sum_{j=1}^r \omega_j \Delta Knrlxchg_{t-j} + \sum_{j=1}^r \tau_j \Delta Knintrst_{t-j} \\ & + \theta_1 Knindx_{t-j} + \theta_2 Kninfl_{t-j} + \theta_3 Kncpi_{t-j} + \theta_4 Knm2d \\ & + \theta_5 Knbcmrd_{t-j} + \theta_6 Kncpmrd_{t-j} + \theta_7 Knexpo_{t-j} + \theta_8 Knimpo_{t-j} \\ & + \theta_9 Knpibd_{t-j} + \theta_{10} Knresc_{t-j} + \theta_{11} Knrlxchg_{t-j} + \theta_{12} Knintrst + \mu_t \end{aligned}$$

حيث:

Δ : تمثل الفرق الأول، C : الحد الثابت، t : اتجاه الزمن،

μ_t : معامل تصحيح الخطأ، $\theta_1, \dots, \theta_{10}$: معاملات العلاقة طويلة الأجل،

$\alpha_j, \beta_j, \sigma_j, \theta_j, \vartheta_j, \gamma_j, \delta_j, \pi_j, \rho_j, \omega_j, \tau_j, \varphi_j$: معاملات العلاقة قصيرة الأجل

أولاً. المتغيرات الداخلية: وهي المتغيرات التابعة أو المتغيرات غير مفسرة وفي حالتنا هذه يمثل المؤشر العام الفصلي لبورصة الكويت $Knindx$.

ثانياً. المتغيرات الخارجية: وهي المتغيرات التوضيحية التفسيرية والخارجية المستقلة وفي دراستنا هذه تتمثل في:

جدول رقم (4-17): رموز المتغير التابع والمتغيرات المستقلة لدولة الكويت

الرمز	الدلالة
Knindx	المؤشر العام لبورصة الكويت المبطن BKP
Kncpi	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (2010=100) - نقطة التضخم
Kninf	الميزان التجاري - مليون دولار
Knbcmrd	الحساب الجاري - مليون دولار
Kncpmrd	

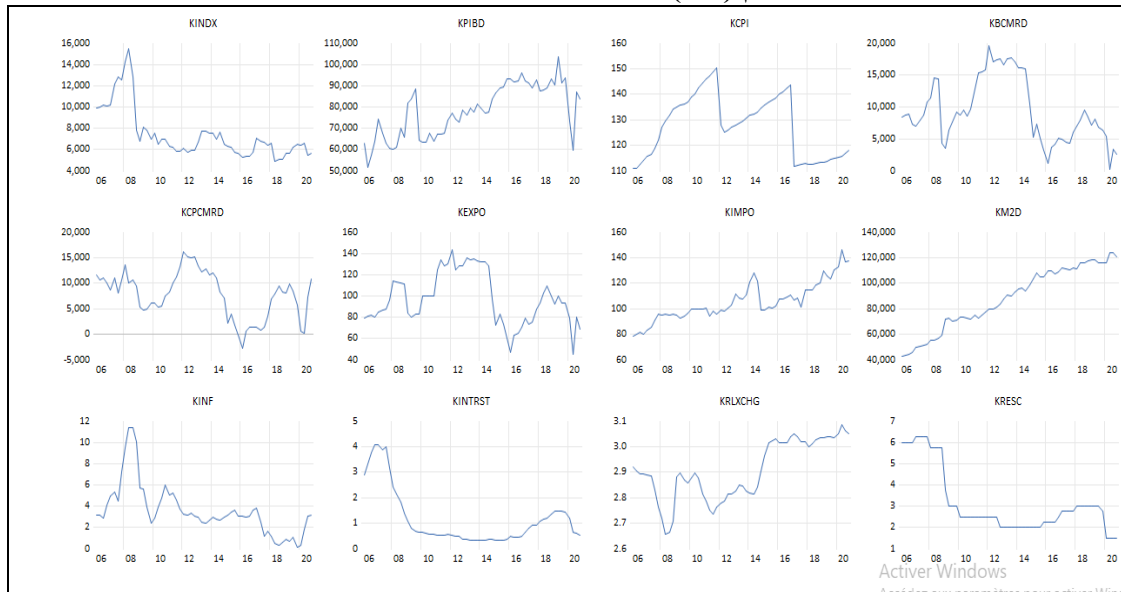
الرقم القياسي لأسعار المستوردات (1994=100) - نقطة	Knexpo
الرقم القياسي لأسعار الصادرات (1994=100) - نقطة	Knimpo
عرض النقد (ع2) - مليون دولار	Knm2d
سعر إعادة الخصم-نسبة مئوية	Knresc
الناتج المحلي الإجمالي بسعر الأساس الجاري - مليون دولار	Knpihd
سعر الصرف الحقيقي الدينار الكويتي الدولار	Knrlxchg
سعر فائدة الإيداع قصير الأجل للأسبوع الواحد-نسبة مئوية	Knintrst

ومن أجل اختبار طبيعة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد الحقيقي في دولة الكويت نقوم بتقدير النموذج المعتمد في هذه الدراسة تم استخدام بيانات فصلية للفترة الممتدة من 2006 إلى 2020 والتي تم استقاؤها من قاعدة بيانات البنك المركزي الكويتي، وبذلك تصبح لدينا سلسلة زمنية قدرها 60 مشاهدة.

- تفسير السلوك البياني لمتغيرات الدراسة:

يمكن مشاهدة سلوك السلاسل الزمنية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (4-6): شكل الانتشار لمتغيرات دولة الكويت



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews.12

والذي يظهر عشوائية هذه السلاسل. إذ نلاحظ عشوائية السلسلة Knindx والتي تمثل المؤشر العام لبورصة الكويت مع ارتفاع بلغ ذروته في سنة 2008 ويعود ذلك لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة، كما أظهر لنا التمثيل البياني لقيم المتغيرات: Kintrst، Knimpo، Knresc، Knm2d، Knrlxchg، Knr1chg أن نمطها متقارب وهذا لاتباع دولة الكويت نظام سعر الصرف مرتبط بسلة من العملات الرئيسية متخلفة عن نظام ربط سعر الصرف بالدولار الأميركي المتراجع الذي تبنته عام 2003 سيحد من "التضخم المستورد.." خاصة مع تداعيات الأزمة المالية وتضرر عملتها، في ظل الانخفاض الحاد في أسعار البترول. كما أن السلسلة Knpibd تبدو أنها تذهب نحو التزايد والاستقرار نوعا ما إذ تباينت ما بين الارتفاع والانخفاض بمعدلات مقبولة تعكس مدى اعتماد الاقتصاد الكويتي على منتجات النفط والنفط المكرر وتقييم الحكومة الكويتية حزمة من الإصلاحات الهيكلية لإنعاش التنوع الاقتصادي في آن واحد. كما يمكن مشاهدة الانخفاض الشديد في الناتج المحلي الإجمالي الناجم عن مخلفات جائحة كورونا. أما السلسلة Kncpi فتبدو أن لها قيم مرتفعة وهذا لأن الأسعار في الكويت تشهد ارتفاعا لكنها لا تؤثر على القدرة الشرائية للمواطن لقوة الناتج المحلي الإجمالي ولصغر الكثافة السكانية.

4- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

وللتأكد من استنتاجات التمثيل البياني المذكورة آنفا، سوف نقوم بإجراء اختبار الاستقرارية الذي يدرس خلو السلسلة الزمنية من جذر الوحدة، وذلك باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع ADF واختبار فيليبس بيرون PP، ونظرا لأهمية درجة الإبطاء في هذا الاختبار تم القيام بتحديد عدد درجات الإبطاء باستخدام نموذج الVAR واختبار Lag Length Criteria وباستعمال برنامج Eviews.12، وقد جاءت النتائج وفق ما هو موضح في الجدول رقم (4-18).

أولا. اختبار الاستقرارية ADF وPP:

من خلال اختبار (VAR) تظهر لنا نتائج الملحق رقم (9) أن أحسن درجة إبطاء لسلسلة سعر الفائدة على الودائع Knintrst هي: 4، أما درجة إبطاء Knindx، Kninif، Kncpmrd، Knresc، Knrlxchg فهي: 2، ثم وجدنا أن درجة إبطاء Knimpo هي: 0، وبالنسبة للمتغيرات الأخرى الباقية فدرجة إبطاؤها هي: 1.

ومن خلال الاختبارين السابقين (ADF) و (PP) نجد في الجدولين رقم (4-18) و(4-19) أن:

الجدول رقم (4-18): نتائج اختبار ADF لاستقرارية السلاسل الزمنية (الكويت)

Without and	Constant trend	With and	Constant trend	With	Constant	المتغيرات	رمز المتغيرات
-------------	----------------	----------	----------------	------	----------	-----------	---------------

At first deff	AtLevel	At first deff	AtLevel	At first deff	AtLevel		والتباطؤات (lags)
نتأكد باختبار فيليبس بيرون	-2.275	-6.079	-3.019	-6.120	-2.232	T-stat	Knindx(2)
	0.0233	0.000	0.135	0.0000	0.197	Prob	
-7.187	-1.942	-7.220	-2.264	-7.128	-1.916	T-stat	Kncpi(1)
0.0000	0.0505	0.0000	0.446	0.0000	0.322	Prob	
	-2.435		-3.788		-2.466	T-stat	Kninf (2)
	0.0156		0.024		0.128	Prob	
-6.932	-1.565	-6.886	-1.859	-6.884	-1.514	T-stat	Knbcmr(1)
0.000	0.109	0.000	0.662	0.000	0.519	Prob	
-6.099	-1.903	-6.025	-1.750	-6.039	-1.915	T-stat	Kncpmrd(2)
0.000	0.0549	0.000	0.7157	0.000	0.3231	Prob	
-7.668	-1.839	-7.632	-2.065	-7.601	-1.829	T-stat	Knexpo (1)
0.000	0.0631	0.000	0.554	0.000	0.363	Prob	
	-7.512		-7.796		-7.666	T-stat	Knimpo (0)
	0.000		0.000		0.000	Prob	
-6.128	-1.739	-7.421	-2.179	-7.197	-1.428	T-stat	Knm2d(1)
0.000	0.077	0.000	0.491	0.000	0.562	Prob	
	-2.162	-5.992	-1.421	-5.976	-1.595	T-stat	Knresc(2)
	0.0305	0.000	0.844	0.000	0.478	Prob	
	1.389	-5.829	-3.409	-5.820	-2.588	T-stat	Knpibd(1)
	0.0098	0.0001	0.0599	0.000	0.101	Prob	
-4.713	-1.375	-4.748	-3.224	-4.702	-1.405	T-stat	Knrlxchg (2)
0.0000	0.155	0.0017	0.0901	0.0003	0.5733	Prob	
	-5.025		-4.335		-4.802	T-stat	Knintrst (4)
	0.0000		0.0057		0.0002	Prob	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews.12

الملحق رقم (4-19): نتائج اختبار PP لاستقرار السلاسل الزمنية (الكويت)

Without and	Constant trend	With and	Constant trend	With	Constant	المتغيرات	الرمز
At first deff	AtLevel	At first deff	AtLevel	At first deff	AtLevel		
-5.818	-1.944	-5.737	-2.499	-5.788	-1.868	T-stat	Knindx
0.000	0.0503	0.0001	0.327	0.0000	0.344	Prob	
	-2.001	-7.220	-2.295	-7.128	-1.977	T-stat	Kncpi
	0.044	0.0000	0.429	0.0000	0.295	Prob	
	-2.027	-5.154	-2.894	-5.198	-2.054	T-stat	Kninf
	0.0418	0.0005	0.1716	0.0001	0.2637	Prob	
-6.936	-1.678	-6.891	-1.964	-6.889	-1.634	T-stat	Knbcmr(1)
0.000	0.0879	0.000	0.6079	0.000	0.458	Prob	
	-2.125	-6.005	-2.046	-6.017	-2.138	T-stat	Kncpcmr(2)
	0.033	0.000	0.564	0.000	0.230	Prob	
-7.668	-1.868	-7.632	-2.085	-7.601	-1.860	T-stat	Knexpo
0.000	0.0592	0.000	0.543	0.000	0.348	Prob	
	-7.512		-7.796		-7.666	T-stat	Knimpo
	0.000		0.000		0.000	Prob	
-6.139	-1.676	-7.581	-2.228	-7.480	-1.440	T-stat	Knm2d
0.000	0.088	0.000	0.465	0.000	0.556	Prob	
	-2.104	-5.957	-1.551	-5.946	-1.620	T-stat	Knresc
	0.034	0.000	0.799	0.000	0.456	Prob	

	0.0124		-3.824	-9.387	-2.491	T-stat	Knpibd
	0.0124		0.0220	0.000	0.122	Prob	
-4.671	-1.219	-4.638	-2.747	-4.647	-1.258	T-stat	Knrlxchg
0.000	0.2019	0.0023	0.2222	0.0004	0.6430	Prob	
-3.837	-1.891	-4.033	-1.492	-3.942	-1.660	T-stat	Knintrst
0.0002	0.0564	0.0128	0.8211	0.0032	0.446	Prob	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج *Eviews.12*

أن السلاسل الزمنية للمتغيرات *Kninfl*، *Kninterst*، *Kimpo*، تبدو مستقرة عند المستوى، سواء كانت تحتوي على حد ثابت واتجاه عام أو على حد ثابت وبدون اتجاه عام، عند مستوى معنوية 5% ومنه نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل H_1 أي أنها متكاملة من الدرجة $I(0)$. أما السلاسل الزمنية *Knindx*، *Kncpcmr*، *Knpib*، *Knrlxchg*، *Kncpi*، *Knbcmr*، *Kncpi*، *Knresc*، *Kn2d*، فهي غير مستقرة عند المستوى مما يعني وجود جذر وحدة، حيث نجد في النموذجين أن قيمة *t-test* المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية عند حد المعنوية 5%، وبعد إجراء الفرق الأول نلاحظ استقرار هذه السلسلة الزمنية مما يعني أنها متكاملة من الدرجة $I(1)$.

ثانياً. اختبار الكشف عن خلو السلسلة الزمنية من المركبة الموسمية *Hegy test*:

من خلال الاختبار (*Hegy test*) تظهر لنا نتائج الجدول التالي:

الجدول رقم (20-4): اختبار *Hegy test* لاستقرارية السلاسل الزمنية الفصلية (الكويت)

π_4	π_3	π_2	π_1		
74.467	-5.544	13.32	-1.949	-	Knmidx (2)
7.186	-2.924	6.806	-2.202	Intercept	
9.027	-3.557	7.907	-2.252	Intercept+Dummies	
13.146	-3.974	7.806	-1.593	Intercept+Trend	
19.922	-3.057	17.931	-3.300	Intercept+Dummies+Trend	
11.393	-3.437	11.201	-2.008	-	Kncpi (1)
11.167	-3.402	10.979	-1.989	Intercept	
13.594	-3.746	13.532	-1.702	Intercept+Dummies	
11.249	-3.412	11.104	-2.598	Intercept+Trend	
13.724	-3.756	13.734	-2.327	Intercept+Dummies+Trend	
7.310	-2.816	12.067	-1.623	-	Kninf (2)
10.396	-2.788	11.760	-1.577	Intercept	
10.131	-2.847	11.283	-1.537	Intercept+Dummies	
13.465	-2.953	10.636	-3.616	Intercept+Trend	
5.127	-2.573	3.303	-1.533	Intercept+Dummies+Trend	
11.080	-3.797	9.897	-1.541	-	Knbcmr (1)
10.806	-3.742	9.696	-1.501	Intercept	
5.320	-1.861	5.423	-1.538	Intercept+Dummies	
10.483	-3.728	9.360	-1.963	Intercept+Trend	
11.232	-3.838	10.495	-1.834	Intercept+Dummies+Trend	
10.447	-3.364	10.786	-0.658	-	kncpmrd (2)
9.414	-3.057	10.120	-3.139	Intercept	

12.928	-3.762	13.513	-2.896	Intercept+Dummies	Knexpo (1)
9.081	-2.989	9.798	-3.211	Intercept+Trend	
12.504	-3.667	13.145	-2.974	Intercept+Dummies+Trend	
7.663	-3.025	8.623	-2.089	-	
7.508	-2.971	8.499	-2.088	Intercept	
7.413	-3.077	8.120	-2.021	Intercept+Dummies	
7.211	-2.984	8.020	-2.390	Intercept+Trend	
7.085	-3.079	7.619	-2.312	Intercept+Dummies+Trend	Knimpo (0)
12.359	-3.528	12.504	-3.281	-	
12.399	-3.537	12.536	-3.527	Intercept	
13.329	-3.665	13.519	-3.488	Intercept+Dummies	
12.433	-3.544	12.561	-3.669	Intercept+Trend	Knm2d (1)
13.495	-3.690	13.680	-3.669	Intercept+Dummies+Trend	
4.230	-2.441	3.246	-0.878	-	
5.113	-2.636	4.085	-1.532	Intercept	Knresc (2)
6.877	-2.887	6.703	-1.609	Intercept+Dummies	
24.049	-4.058	11.714	-1.233	Intercept+Trend	
5.387	-2.757	5.082	-1.622	Intercept+Dummies+Trend	
6.639	-2.700	6.117	-2.754	-	Knpibd (1)
6.551	-2.678	6.048	-2.449	Intercept	
8.210	-2.874	7.535	-2.467	Intercept+Dummies	
5.401	-2.474	5.113	-2.610	Intercept+Trend	
6.878	-2.681	6.487	-2.564	Intercept+Dummies+Trend	Knrlxchg (2)
9.405	-2.732	10.238	-1.428	-	
9.414	-2.703	10.312	-1.453	Intercept	
8.975	-2.621	9.829	-1.403	Intercept+Dummies	
8.745	-2.472	10.362	-2.295	Intercept+Trend	Knintrst (4)
8.261	-2.403	9.748	-2.164	Intercept+Dummies+Trend	
8.568	-2.673	9.592	-0.910	-	
8.334	-2.641	9.324	-0.926	Intercept	
9.515	-2.713	11.071	-0.916	Intercept+Dummies	
8.287	-2.732	9.078	-3.489	Intercept+Trend	
9.396	-2.826	10.658	-3.363	Intercept+Dummies+Trend	
13.169	-3.639	10.924	-2.194	-	
13.497	-3.488	10.627	-2.086	Intercept	
14.532	-3.974	8.883	-1.936	Intercept+Dummies	
13.028	-3.367	10.390	-2.066	Intercept+Trend	
14.066	-3.876	8.622	-1.902	Intercept+Dummies+Trend	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج *Eviews.12*

أن السلاسل الزمنية لكل المتغيرات تبدوا أنها مستقرة عند المستوى، سواء كانت تحتوي على حد ثابت أم بدونه أو بوجود حد ثابت ومتغيرات وهمية أو حد ثابت واتجاه عام أو على حد ثابت ومتغيرات وهمية واتجاه عام وباختبار جميع الترددات، مما يعني أنها متكاملة من الدرجة $I(0)$.

ومنه لعدم وجود متغيرات مستقرة عند الفرق الثاني $I(2)$ ، ومن ثم يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك باستخدام منهج الحدود $ARDL$ ، لكن نقوم قبل ذلك بدراسة الاستقرار الموسمية للمتغيرات.

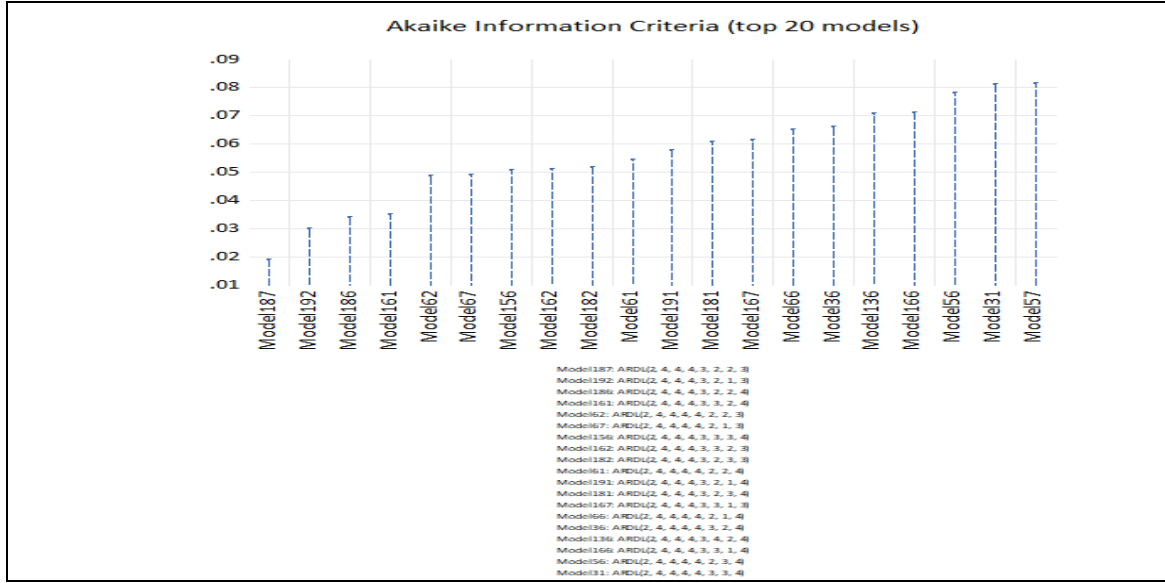
5- اختبار فترة التباطؤ المناسب لبيانات الدراسة:

بنفس الطريقة السابقة وبعد محاولات كثيرة لإيجاد النموذج الأمثل أظهرت لنا نتائج التقدير أن كل من المتغيرات التالية غير معنوية وهي: $Kexpo$ ، $Kimpo$ ، أما بالنسبة لمتغيرة الميزان التجاري $Knbcmrd$ لم تفسر المتغير التابع تفسيراً جيداً وإنما حلت محلها متغيرة الحساب الجاري وهذا إن دل يدل على أن الكويت هي مقرض صاف لبقية العالم.

كما أننا وجدنا أن متغيرة الرقم القياسي للاستهلاك $Kncpi$ لديها نتائج أفضل من متغيرة $Kninf$ وعلى هذا قمنا بإنقاص بعض هاته المتغيرات وبناء نموذج قياسي شامل لدراسة الظاهرة باتباع الطريقة المواتية:

من خلال الشكل السابق وفقاً لمعيار (AIC) ، تبين أن النموذج $ARDL (2,4,4,4,3,2,2,3)$ هو النموذج الأمثل لهذه الدراسة من بين أفضل 20 نموذج.

الشكل رقم (4-7): نتائج اختبار فترة التباطؤ لبيانات الدراسة (الكويت)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج *Eviews.12*

يمكن صياغة نموذج الدراسة وفق الصيغة التالية:

$$\begin{aligned} \Delta Knindx_t = & c + \sum_{j=1}^2 \alpha_j \Delta Knindx_{t-j} + \sum_{j=1}^4 \sigma_j \Delta Knpibd_{t-j} + \sum_{j=1}^4 \gamma_j \Delta Knncpi_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^4 \rho_j \Delta Knm2d_{t-j} + \sum_{j=1}^3 \vartheta_j \Delta Knpcmr_{t-j} + \sum_{j=1}^2 \tau_j \Delta Knintrst_{t-j} \\ & + \sum_{j=1}^2 \omega_j \Delta Knrlxchg_{t-j} + \sum_{j=1}^3 \varphi_j \Delta Knresc_{t-j} \\ & + \theta_1 Knindx_{t-j} + \theta_2 Kninf_{t-j} + \theta_3 Knncpi_{t-j} + \theta_4 Knm2d \\ & + \theta_5 Knpcmr_{t-j} + \theta_6 Knpibd_{t-j} + \theta_7 Knresc_{t-j} + \theta_8 Knrlxchg_{t-j} \\ & + \theta_9 Knintrst + \mu_t \end{aligned}$$

حيث: تمثل الفرق الأول

معاملات العلاقة قصيرة الأجل: $\alpha_j, \sigma_j, \rho_j, \omega_j, \vartheta_j, \varphi_j$

معاملات العلاقة طويلة الأجل: $\theta_1, \dots, \theta_9$

معامل تصحيح الخطأ: μ_t

6-تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة باختبار الحدود *ARDL*:

وفقا للنموذج المختار في هذه الدراسة فإن الجدول رقم (4-21) يبين نتائج تقدير النموذج $ARDL(2,4,4,4,3,2,2,3)$ أما بالنسبة للجدول رقم (4-26) و(4-27) فإنه يعرض المعاملات المقدرة للنموذج على المدى الطويل والقصير.

الجدول رقم (4-21): نتائج تقدير النموذج $ARDL(2,4,4,4,3,2,2,3)$ (الكويت)

KNINDEX(-1)	0.941907	0.161927	5.816860	0.0000
KNINDEX(-2)	-0.676340	0.209385	-3.230124	0.0035
KNPIBD	0.259557	0.092838	2.795797	0.0098
KNPIBD(-1)	0.199293	0.089764	2.220196	0.0357
KNPIBD(-2)	0.144758	0.086430	1.674847	0.1064
KNPIBD(-3)	-0.378052	0.117893	-3.206746	0.0037
KNPIBD(-4)	0.457350	0.106495	4.294551	0.0002
KNCPPI	-0.439789	0.107326	-4.097684	0.0004
KNCPPI(-1)	0.247031	0.103790	2.380110	0.0252
KNCPPI(-2)	-0.313252	0.119322	-2.625268	0.0146
KNCPPI(-3)	0.079379	0.110585	0.717811	0.4795
KNCPPI(-4)	-0.202863	0.095738	-2.118932	0.0442
KNM2D	-1.512882	0.416575	-3.631714	0.0013
KNM2D(-1)	2.712741	0.696160	3.896720	0.0006
KNM2D(-2)	-1.696538	0.623014	-2.723116	0.0116
KNM2D(-3)	0.821264	0.617054	1.330944	0.1952
KNM2D(-4)	-1.573142	0.520831	-3.020447	0.0057
KNPCMRD	-0.238184	0.127131	-1.873531	0.0727
KNPCMRD(-1)	-0.356147	0.142046	-2.507268	0.0190
KNPCMRD(-2)	0.403876	0.127736	3.161802	0.0041
KNPCMRD(-3)	-0.346529	0.109424	-3.166833	0.0040
KNINTRST	-0.430668	0.403357	-1.067710	0.2959
KNINTRST(-1)	-1.135982	0.507731	-2.237369	0.0344
KNINTRST(-2)	2.323815	0.337839	6.878475	0.0000
KNRLXCHG	-0.040423	0.232608	-0.173783	0.8634
KNRLXCHG(-1)	-0.848247	0.382275	-2.218943	0.0358
KNRLXCHG(-2)	0.284330	0.259874	1.094105	0.2843
KNRESC	-0.689891	0.249008	-2.770560	0.0104
KNRESC(-1)	0.315920	0.366794	0.861300	0.3973
KNRESC(-2)	0.489232	0.348291	1.404667	0.1724
KNRESC(-3)	-1.360526	0.231674	-5.872578	0.0000
R-squared	0.979490	Mean dependent var	0.245917	
Adjusted R-squared	0.954878	S.D. dependent var	0.389369	
S.E. of regression	0.210162	Akaike info criterion	0.018787	
Sum squared resid	1.104197	Schwarz criterion	1.139964	
Log likelihood	30.47397	Hannan-Quinn criter.	0.453465	
Durbin-Watson stat	2.372177			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج *Eviews.12*

7- اختبار جودة النموذج:

يبقى الغرض من هذه المرحلة التأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية التالية: مشكلة اختلاف التباين، مشكلة الارتباط الذاتي، مشكلة الارتباط الذاتي المتعدد، مشكلة عدم التوزيع الطبيعي للبواقي.

أولاً: اختبار مشكلة اختلاف التباين (Heteroskedasticity) اختبار *ARCH*: صمم هذا الاختبار للكشف عن مشكلة اختلاف التباين.

الجدول رقم (4-22): نتائج اختبار *ARCH* (الكويت)

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	1.107318	Prob. F(1,53)	0.2974
Obs*R-squared	1.125587	Prob. Chi-Square(1)	0.2887

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج *Eviews.12*

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة Prob chi-Square أكبر من 5% ($0.288 < 0.05$)، وبالتالي قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة اختلاف التباين. وبالتالي هذه تعتبر دلالة على أن النموذج لا يعاني من مشكلة اختلاف التباين وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

ثانياً: اختبار Glejser:

الغرض من هذا الاختبار الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين.

الجدول رقم (4-23): نتائج اختبار Glejser (الكويت)

Heteroskedasticity Test: Glejser			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	1.761361	Prob. F(15,40)	0.0772
Obs*R-squared	22.27543	Prob. Chi-Square(15)	0.1008
Scaled explained SS	16.67335	Prob. Chi-Square(15)	0.3388

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن قيمة Pro chi-Square أكبر من 5% ($0.338 < 0.05$)، وبالتالي قبول الفرضية العدمية التي تنص على عدم تجانس التباين.

وما يمكن ملاحظته من خلال الاختبارين السابقين، نجد أن القيمة الإجمالية لجميع الاختبارات أكبر من 5% وبالتالي نستنتج أن النموذج لا يعاني من مشكلة اختلاف التباين، وهي صفة مرغوبة في النموذج.

ثالثاً: اختبار Lagrange لمشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

الجدول رقم (4-24): نتائج اختبار LM test (الكويت)

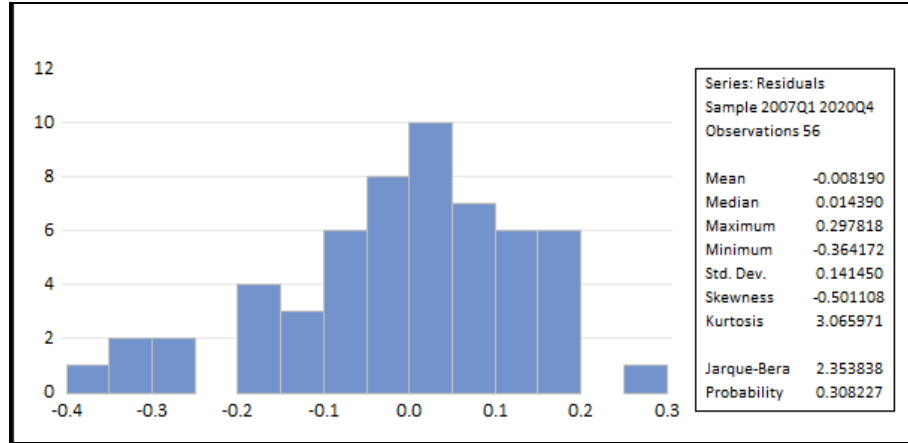
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags			
F-statistic	0.917875	Prob. F(2,23)	0.4135
Obs*R-squared	4.139273	Prob. Chi-Square(2)	0.1262

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

نلاحظ من خلال الجدول رقم أن القيمة الاحتمالية LM test تساوي 0.1262 وهي أكبر من 5%، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء في النموذج عند مستوى معنوية 5% وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

رابعاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

الشكل رقم (4-8): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي تقدير النموذج ARDL (الكويت)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن القيمة الاحتمالية الإحصائية Jarque –Berra تساوي 0.308 وهي أكبر من 5%، ومنه فإن البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً عند مستوى دلالة معنوية 5% وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

8- اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bound test)

اعتماداً على المعطيات السابقة سوف نجري اختبار Bound test لـ Persan (2001) للتحقق من قيمة المعلمات، حيث يهدف هذا الاختبار إلى الكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (4-25) : اختبار الحدود للتكامل المشترك (Bound test)

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	13.03440	10%	1.7	2.83
k	7	5%	1.97	3.18
		2.5%	2.22	3.49
		1%	2.54	3.91
Finite Sample: n=60				
Actual Sample Size	56	10%	-1	-1
		5%	-1	-1
		1%	-1	-1
Finite Sample: n=55				
		10%	-1	-1
		5%	-1	-1
		1%	-1	-1
t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-4.054824	10%	-1.62	-3.9
		5%	-1.95	-4.23
		2.5%	-2.24	-4.54
		1%	-2.58	-4.88

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج Eviews.12

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة F الإحصائية تساوي 13.034، وهي أكبر من القيم الجدولية العليا (3.91) والقيمة الدنيا (2.54) عند مستوى الدلالة 5%، مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة H_1 التي تشير إلى وجود علاقة تكامل مشتركة طويلة الأجل بين المتغيرات.

في حالتنا وجدنا أن القيمة المطلقة لـ t -statistic هي أكبر من القيم الجدولية العليا (3.9) والقيمة الدنيا (1.62) عند مستوى الدلالة 10%، أي وجود علاقة تكامل مشترك في المدى الطويل منطقية وعادية.

بناء على ذلك يمكن تطبيق منهجية تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة *ARDL* للعلاقات طويلة وقصيرة الأجل.

9- اختبار العلاقة قصيرة الأجل:

تشير نتائج الأجل القصير في الجدول (4-22) أن قيمة معامل سرعة التكيف، والتي تمثل المعلمة المقترحة لحد تصحيح الخطأ الذي يكشف عن سرعة عودة المتغيرات إلى حالة التوازن، والذي يجب أن يكون هذا المعامل معنوياً وسالباً للكشف عن وجود تكامل مشترك بين المتغيرات الذي بلغ هذا النموذج 73% $CointEg(1-)$ بإشارة سالبة، ذات معنوية إحصائية قوية بلغت 0.0000، وهذا ما يؤكد صحة العلاقة التوازنية في المدى الطويل، أي الانتقال أو التصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بنسبة 73% ومنه يتم تصحيح جميع الانحرافات والاختلالات في سلوك مؤشر السوق المالي للكويت خلال الفترة قصيرة الأجل في الفترة السابقة ($t-1$) عن قيمها التوازنية في الأجل الطويل إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل والعودة إلى خط التوازن تلقائياً عبر الزمن بـ 73%. قد تستغرق أقل من ثلاث فصول ليتم الرجوع إلى التوازن.

الجدول رقم (4-26): نتائج اختبار العلاقة قصيرة الأجل Ecm

ECM Regression Case 1: No Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(KNINDEX(-1))	0.676340	0.120318	5.621282	0.0000
D(KNPIBD)	0.259557	0.069955	3.710322	0.0010
D(KNPIBD(-1))	-0.224055	0.057240	-3.914316	0.0006
D(KNPIBD(-2))	-0.079298	0.062730	-1.264114	0.2178
D(KNPIBD(-3))	-0.457350	0.074397	-6.147390	0.0000
D(KNCP1)	-0.439789	0.073797	-5.959455	0.0000
D(KNCP1(-1))	0.436736	0.067931	6.429118	0.0000
D(KNCP1(-2))	0.123484	0.067046	1.841783	0.0774
D(KNCP1(-3))	0.202863	0.068001	2.983254	0.0063
D(KNM2D)	-1.512882	0.356069	-4.248845	0.0003
D(KNM2D(-1))	2.448416	0.364704	6.713433	0.0000
D(KNM2D(-2))	0.751877	0.346159	2.172058	0.0395
D(KNM2D(-3))	1.573142	0.356123	4.417409	0.0002
D(KNCPCMRD)	-0.238184	0.084233	-2.827679	0.0091
D(KNCPCMRD(-1))	-0.057347	0.080994	-0.708047	0.4855
D(KNCPCMRD(-2))	0.346529	0.076400	4.535711	0.0001
D(KNINTRST)	-0.430668	0.252954	-1.702490	0.1011
D(KNINTRST(-1))	-2.323815	0.292676	-7.939877	0.0000
D(KNRLXCHG)	-0.040423	0.172027	-0.234982	0.8161
D(KNRLXCHG(-1))	-0.284330	0.189512	-1.500329	0.1461
D(KNRESC)	-0.689891	0.188608	-3.657801	0.0012
D(KNRESC(-1))	0.871294	0.203622	4.278986	0.0002
D(KNRESC(-2))	1.360526	0.182797	7.442844	0.0000
CointEq(-1)*	-0.734432	0.063571	-11.55302	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج *Eviews.12*

نلاحظ من خلال نموذج تصحيح الخطأ أن معظم المتغيرات معنوية عند مستوى الدلالة 5%، مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع (Knindx) في الأجل القصير. تشير نتائج

الأجل القصير في الجدول (4-26) إلى أن هناك بعض معاملات النموذج جاءت متفقة مع الدراسات السابقة حول الموضوع وذلك على النحو التالي:

جاءت إشارة معامل متغير المؤشر العام للسوق المالي للكويت موجبة مما يدل على وجود علاقة طردية بين المؤشر العام للسوق المالي في الفترة الحالية والسابقة بـ0.676 بمعنوية 0.0000، مما يدل على وجود تأثير المؤشر العام للسوق المالي للفترة السابقة في المدى القصير على المؤشر العام للسوق المالي في الفترة الحالية. ومنه إذ ارتفع المؤشر العام للسوق المالي للفترة السابقة بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق المالي بـ0.676.

جاءت إشارة معامل الناتج المحلي الإجمالي في الكويت موجبة بمعنى وجود علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر العام للسوق المالي بمعنوية 0.0010، مما يدل على وجود تأثير معامل الناتج المحلي الإجمالي في المدى القصير على مؤشر السوق المالي. إذ بلغت المرونة الجزئية الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة للمؤشر العام للسوق المالي (0.25) في الأجل القصير بمعنوية وقدرت العلاقة بثلاثة فصول. إذ أن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق المالي بـ0.25.

جاءت إشارة معامل الرقم القياسي للاستهلاك في الكويت سالبة للفصل الحالي مما يدل على وجود علاقة سالبة بين الرقم القياسي للاستهلاك والمؤشر العام للسوق المالي بمعنوية 0.0000، مما يدل على وجود تأثير عكسي لارتفاع الأسعار في المدى القصير على المؤشر العام لسوق المالي. إذ بلغت المرونة الجزئية للرقم القياسي للاستهلاك بالنسبة للمؤشر العام للسوق المالي (-0.43) في الأجل القصير، أما بالنسبة للفصول السابقة فهي موجبة وقدرت العلاقة بثلاث فصول. إذ أن ارتفاع الرقم القياسي للاستهلاك بوحدة واحدة في الفصل الحالي يؤدي إلى انخفاض المؤشر العام للسوق المالي بـ0.43، أما بالنسبة للفصول السابقة فارتفاع الرقم القياسي للاستهلاك بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق المالي بـ0.43 و0.20.

جاءت إشارة معامل المعروض النقدي في الكويت سالبة مما يدل على وجود علاقة سالبة بين المعروض النقدي والمؤشر العام للسوق المالي بمعنوية، مما يدل على وجود تأثير العرض النقدي في المدى القصير على مؤشر السوق المالي. إذ بلغت المرونة الجزئية للمعرض النقدي بالنسبة للمؤشر العام للسوق المالي (1.51) في الأجل القصير بمعنوية وقدرت العلاقة بثلاث فصول. إذ أن ارتفاع المعروض النقدي بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض المؤشر العام للسوق المالي بـ1.51. أما بالنسبة للفصول السابقة فارتفاع المعروض النقدي بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق المالي بـ2.44، 0.75 و1.57 على التوالي.

جاءت إشارة معامل معدل الحساب الجاري في الكويت سالبة مما يدل على وجود علاقة عكسية بين الحساب الجاري والمؤشر العام للسوق المالي، بمعنوية، هذا الذي يدل على وجود تأثير في المدى القصير على مؤشر السوق المالي. وقدرت العلاقة بفصلين. إذ أن ارتفاع الحساب الجاري

بوحددة واحدة يؤدي إلى انخفاض المؤشر العام للسوق المالي ب0.23، أما فيما يخص الفصل الثالث فارتفاع الحساب الجاري بوحددة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للسوق المالي ب0.34.

جاءت إشارة معامل معدل سعر الفائدة في الكويت سالبة مما يدل على وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة على الودائع والمؤشر العام للسوق المالي، بمعنوية الفترة السابقة أقل ب0.05، هذا الذي يدل على وجود تأثير سالب في المدى القصير على المؤشر. وقدرت العلاقة بفصل. إذ أن ارتفاع سعر الفائدة للفترة السابقة بوحددة واحدة يؤدي إلى انخفاض المؤشر العام للسوق المالي ب2.32.

بالنسبة لمتغير سعر الصرف فجاءت إشارة معاملته سالبة ولكن غير معنوية.

جاءت إشارة معامل أسعار الخصم في الكويت سالبة مما يدل على وجود علاقة عكسية بين سعر الخصم والمؤشر العام للسوق المالي، بمعنوية، مما يدل على وجود تأثير في المدى القصير على مؤشر السوق المالي. إذ بلغت مرونة سعر الخصم والمؤشر العام للسوق المالي (-0.68). إذ أن ارتفاع أسعار الخصم بوحددة واحدة يؤدي إلى انخفاض المؤشر العام للسوق المالي ب0.68، وقدرت العلاقة بفصلين لكن جاءت إشارة المعاملات موجبة ومعنوية.

10- اختبار العلاقة طويلة الأجل:

بالنسبة لنتائج العلاقة في الأجل الطويل الموجودة في الجدول رقم (4-27) نجد أن معظم معامل النموذج جاءت منسقة مع النظرية الاقتصادية من حيث القيمة، في حين خالفت بعض المعاملات معطيات النظرية الاقتصادية، وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (4-27): نتائج اختبار العلاقة طويلة الأجل (الكويت)

Levels Equation				
Case 1: No Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KNPIBD	0.929841	0.341885	2.719750	0.0117
KNCPI	-0.857117	0.158563	-5.405523	0.0000
KNM2D	-1.700029	0.501819	-3.387734	0.0023
KNPCMRD	-0.731155	0.169311	-4.318400	0.0002
KNINTRST	1.030952	0.410580	2.510964	0.0189
KNRLXCHG	-0.822867	0.287477	-2.862372	0.0084
KNRESC	-1.695548	0.627995	-2.699937	0.0123
EC = KNINDEX - (0.9298*KNPIBD - 0.8571*KNCPI - 1.7000*KNM2D - 0.7312 *KNPCMRD + 1.0310*KNINTRST - 0.8229*KNRLXCHG - 1.6955 *KNRESC)				

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد على برنامج *Eviews.12*

أ- أظهرت إشارة معلمة متغير الناتج المحلي الإجمالي الإيجاب حيث بلغت قيمتها 0.92، وبمعنوية 0.0117. مما يدل على وجود علاقة طردية بين معدل الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر العام للسوق

المالي وبالتالي معلمة متغير الناتج المحلي الإجمالي تؤثر في حركة السوق المالي الكويتي بالإيجاب على المدى الطويل.

ب- أظهرت معلمة الرقم القياسي لأسعار المستهلك إشارة سالبة بلغت -0.857 وبمعنوية 0.0000 ، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك والمؤشر العام للسوق المالي الكويت في الأجل الطويل، أي أنها تؤثر على أداء السوق المالي الكويتي بالسلب.

ح- إشارة معلمة متغير المعروض النقدي جاءت سالبة حيث بلغت قيمتها -1.70 ، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين معدل المعروض النقدي والمؤشر العام للسوق المالي وبمعنوية 0.0023 وبالتالي معلمة متغير معدل المعروض النقدي تؤثر في حركة السوق المالي الكويتي بالسلب على المدى الطويل.

د- جاءت إشارة معامل معدل الحساب الجاري في الكويت سالبة مما يدل على وجود علاقة عكسية بين الحساب الجاري والمؤشر العام للسوق المالي، بمعنوية 0.0002 ، مما يدل على وجود تأثير في المدى الطويل على مؤشر السوق المالي.

هـ- جاءت إشارة معلمة سعر الفائدة موجبة ولكن غير معنوية أي أن سعر الفائدة يؤثر ب 1.03 على المؤشر العام لبورصة الكويت في المدى الطويل.

و- جاءت إشارة معلمة سعر الصرف سالبة بمعنوية أي أن سعر الصرف يؤثر على المؤشر العام لبورصة الكويت في المدى الطويل ب 0.82 .

ز- إشارة معلمة متغير سعر الخصم جاءت سالبة حيث بلغت قيمتها 1.695 ، بمعنوية أي أن سعر الخصم يؤثر على المؤشر العام لبورصة الكويت في المدى الطويل.

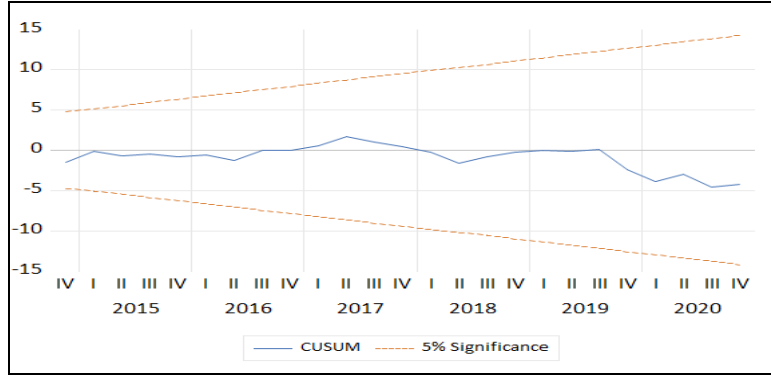
يلاحظ ان تقديرات بعض معلمات الأجل القصير تتفق من حيث الإشارة ومستوى المعنوية مع نتائج مقدرات الأجل الطويل وان تباينت قيم المعلمات المقدره بنسب متفاوتة. إلا بالنسبة لسعر الفائدة على الودائع.

11- اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج (اختبار استقرارية معالم النموذج خلال فترة التقدير):

➤ المجموع التراكمي للبواقي الراجعة (CUSUM) و (CUSUMQ):

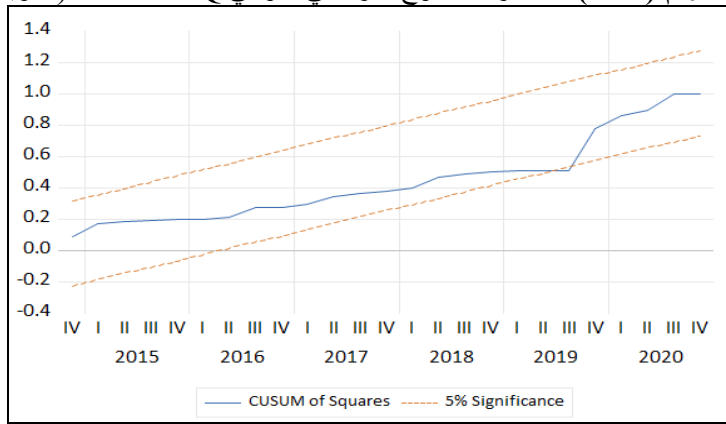
نلاحظ من خلال الشكلين التاليين:

الشكل رقم (9-4): اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM (الكويت)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج *Eviews.12*

الشكل رقم (10-4): اختبار المجموع التراكمي للبواقي للـ CUSUM Q (الكويت)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج *Eviews.12*

أن المنحنى البياني للمجموع التراكمي للبواقي (CUSUM) الراجعة و (CUSUMQ) تتوسط مسار الحدين (الخط الأحمر) الأعلى والأسفل ولم يخرج عن النطاق أي يقع داخل مجال الثقة 95% وبالتالي هذه تعتبر دلالة أن معالم النموذج مستقرة في المدى الطويل عند مستوى المعنوية 5%. وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج.

خلاصة القول: من خلال تقييم نموذج *ARDL* نجد أنه قد اجتاز المعيار الاقتصادي والإحصائي والقياسي كما أن مقدرة النموذج على التنبؤ كانت عالية جداً، وبالتالي يمكننا الاعتماد على النموذج الحالي لاختبار فرضيات الدراسة الحالية.

- نتائج الدراسة:

قمنا بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي الموزع (*ARDL*) وقياس معاملات مؤشرات الاقتصاد الكلي في الأجلين القصير والطويل على المؤشر العام لبورصة الكويت. النتائج التي تم الحصول عليها تشير إلى أن جميع متغيرات الاقتصاد الكلي التي درسناها لم تؤثر بنفس التأثير على المؤشر العام لبورصة الكويت حيث وجدنا أنه:

بالنسبة للمتغيرات: $Knexpo$ ، $Knimpo$ ، $Knbcmrd$ ، أن هذه المتغيرات لا تفسر الظاهرة تفسيراً جيداً وهذا راجع لبعض الأسباب ذكرناها سابقاً.

بعد القيام باختبار الحدود *bound test* تأكد وجود علاقة تكامل مشترك وعلاقة طويلة الأجل تنتج من المتغيرات المفسرة إلى المتغير التابع بالإضافة إلى عمل آلية تصحيح الخطأ وبذلك أصبحت نموذج الدراسة لها خاصية التكامل المشترك وساكن غير مزيف.

بينت نتائج تقدير النموذج *ARDL* أن معامل التحديد يساوي 97.94%، مما يدل على أن للنموذج قدرة تفسيرية قوية.

تشير نتائج *ARDL* على المدى القصير إلى أن متغير المؤشر العام لبورصة الكويت للفترة السابقة، الناتج المحلي الإجمالي لهم تأثير إيجابي ومعنوي على المؤشر العام لبورصة الكويت، الأمر الذي يؤدي إلى تحفيز المستثمرين على شراء الأوراق المالية، وبالتالي يزيد حركة ونشاط السوق المالي، مما ينعكس حتماً على قيمة مؤشر المؤشر العام لبورصة الكويت. لكن بالنسبة للرقم القياسي للاستهلاك، المعروض النقدي، الحساب الجاري، سعر الفائدة على الودائع، سعر الصرف ومعدل الخصم فلها تأثير عكسي ومعنوي على المؤشر العام لبورصة الكويت.

بينما في الفترة طويلة الأجل يكون للناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة على الودائع تأثير إيجابي ومعنوي على المؤشر العام لبورصة الكويت بينما الرقم القياسي للاستهلاك، الحساب الجاري، المعروض النقدي، سعر الصرف وسعر الخصم لها تأثير سلبي وعكسي على المؤشر العام لبورصة الكويت.

كما أظهرت نتائج اختبارات جودة النموذج أن النموذج يخلو من المشاكل القياسية.

وبالارتكاز على نتائج الاختبار التجريبي نقول أن بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي تؤثر بالإيجاب أو السلب على حركة المؤشر العام للسوق المالي الكويت، وكانت هذه النتائج منطقية وهذا لأن بورصة الكويت موثوقة ومبنية على المصداقية والشفافية، كما أنها مرنة وتتمتع بالسيولة إذ أنها مرت بالعديد من إصلاحات وتحسينات السوق وقدمت الكثير من المنتجات على مدى السنوات الثالث الماضية ضمن خططها الشاملة لتطوير السوق كما يجب على الحكومة أن لا تعتمد على الاقتصاد النفطي وتنوع من صادراتها.

خلاصة الفصل:

تضمن هذا الفصل دراسة قياسية لأثر سعر الصرف على المؤشر العام للسوق المالي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطنة بمقاربة اختبار الحدود (*Ardl bound testing approach*).

حيث تناولنا في المبحث الأول دراسة نظرية حول استقرارية السلاسل الزمنية الخطية والموسمية والتعريف بنموذج الدراسة المعتمد ومميزاته ثم في المبحث الثاني قمنا بتطبيق دراسة قياسية على متغيرات الدراسة المتمثلة في المؤشر العام للسوق المالي لدولتي الكويت والأردن ومؤشرات الاقتصاد الحقيقي وتوصلنا إلى أن المؤشرات العامة مستقرة من الدرجة 0 ومتغيرات الاقتصاد الكلي مستقرة ما بين 0 و 1، وبالتالي تحقق أول شرط للنموذج. وبعد ذلك تم تقدير النموذج. وتوصلنا إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة. وفي الأخير قمنا بمناقشة النتائج المتوصل إليها.

الخاتمة

تمهيد:

تهدف هذه الدراسة إلى لفت انتباه كل من واضعي السياسات الاقتصادية، المنظمين، الباحثين الأكاديميين والمستثمرين في البلدان النامية إلى ما يؤثر في سوق الأوراق المالية من مؤشرات لاقتصاد الكلي.

وقد حاولنا الإلمام قدر الإمكان بكل جوانب هذا الموضوع، سواء على مستوى التأصيل النظري

لسوق الأوراق المالية وأدوتها المالية، أو على مستوى التحليل القياسي باستخدام تقنيات وآليات التقدير القياسية للمتغيرات المختارة، ولتحقيق الهدف من البحث قمنا بتقسيم الدراسة إلى أربعة فصول.

خصصنا الفصل الأول لموضوع سوق الأوراق المالية للأساسيات المتعلقة بماهية سوق الأوراق المالية والبورصة على وجه الخصوص، كما تطرقنا إلى أدواته ومؤشراته، وكذا تعرفنا على أنواع طالبي وعارضي السوق كالماسرة والوسطاء الماليين المتحكمين في قوى توازن السوق، وأخيراً عرّجنا على مفهوم فعالية وكفاءة الأسواق المختلفة.

تضمن الفصل الثاني على المؤشرات الاقتصادية الكلية، المؤشرات المالية والنقدية والمؤشرات التنافسية وتطرقنا فيه إلى مفاهيم حول كل من الناتج المحلي الإجمالي، النمو الاقتصادي، سعر الصرف، التضخم، سعر الفائدة، الاستثمار الأجنبي المباشر، ميزان المدفوعات، التجارة الخارجية، وفصلنا في أنواع كل منها، ومختلف المؤشرات والمحددات وطرق القياس.

وخصصنا الفصل الأخير النظري إلى تبيان مدلول الأزمة المالية وأهم الأزمات المعاصرة التي تعرضت لها مختلف الدول النامية والمتقدمة، ثم أخذنا لمحة عن اقتصاديات الدول النامية من حيث مفهومها والمعوقات الداخلية والخارجية التي تثبطها عن النهوض باقتصادياتها، والعوامل التي تسرع انتشار الأزمات المالية فيها.

ولكن بالرغم من وجود العديد من الدراسات الأولى التي ركزت بالدرجة الأولى على آثار سوق الأوراق المالية على الاقتصاد الكلي إلا أننا لم نجد دراسات كثيرة تتحدث عن اقتصاد البلدان النامية من الناحية القياسية، لهذا أردنا أن تكون هذه الدراسة كإضافة وامتداد لما هو موجود من البحوث ذات الصلة خاصة من الجانب القياسي. إذ وفي دراستنا التحليلية قمنا بتطبيق منهجية التكامل المشترك لفحص المدى الطويل والقصير للعلاقة بين مؤشرات سوق الأوراق المالية ومؤشرات الاقتصاد الكلي. واستخدمنا بيانات سابقة فعلية للعديد من متغيرات الاقتصاد الكلي لتمثيل اقتصاد البلدان النامية، منتقاة من مواقع البنوك المركزية والبورصات لهذه الدول للفترة الزمنية الممتدة من الفصل الأول لعام 2006 إلى الفصل الرابع لعام 2020، وبما أن وحدات قياس البيانات مختلفة من نسب مئوية، نقطة، مبالغ مالية، اشتقنا مجموعة من السلاسل الجديدة للبيانات السابقة وبأطوال تأخير مناسبة، ودرسنا استقرارية هذه الأخيرة باستعمال اختبارات مناسبة وكذا دراسة الاستقرارية الموسمية لاستعمالنا لبيانات فصلية، من ثم قمنا بعملية تقدير النموذج بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع بمقاربة اختبار الحدود **ARDL bound testing approach**، وكانت النتائج التي توصلنا إليها متسقة مع الاتجاه العام في الأدبيات إذ أن هذه النتائج كشفت أنه:

- لا توجد علاقة بين بعض المتغيرات المختارة والمؤشر العام لبورصة والتي كانت معلوماتها غير معنوية، ولم تفسر النموذج بشكل لائق، إذ أن هذه النتيجة لها ما يبررها في حالة الأسواق النامية ويرجع ذلك أساساً إلى هيمنة المستثمرين غير المؤسسيين، ووجود مشكلة عدم تناسق المعلومات بين المستثمرين ونقص الوعي الادخاري والاستثماري، ضعف الأداء الاقتصادي

وعدم تمتعها بالأمن والاستقرار، ضعف المناخ الاستثماري، لهذا قمنا بإعادة التقدير ووجدنا أن المتغيرات المختارة لديها قوة تفسيرية كبيرة. ودلت نتائج الاختبار على أنه:

- توجد علاقة تكامل مشترك وعلاقة طويلة الأجل تتجه من المتغيرات المفسرة إلى المتغير التابع إذ:

- يؤثر العرض النقدي، الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة على الودائع تأثيراً إيجابياً على المؤشر العام للبورصة،

- يؤثر الرقم القياسي للاستهلاك، الحساب الجاري، سعر الصرف وسعر الخصم تأثيراً عكسياً على المؤشر العام للبورصة.

أما في المدى القصير فقد أشارت النتائج إلى ما يلي:

- يؤثر العرض النقدي المتأخر، الرقم القياسي للاستهلاك المتأخر، الحساب الجاري المتأخر بفترتين، متغير المؤشر العام لبورصة للفترة السابقة، الناتج المحلي الإجمالي تأثيراً إيجابياً على المؤشر العام للبورصة،

- يؤثر الرقم القياسي للاستهلاك، الحساب الجاري، المعروض النقدي، سعر الفائدة على الودائع، سعر الصرف وسعر الخصم تأثيراً عكسياً على المؤشر العام للبورصة.

بالاستناد إلى نتائج الاختبار القياسي استطعنا اختبار الفرضيات كالتالي:

الفرضية الأولى: توجد علاقة قصيرة أو طويلة الأجل بين المؤشر العام لسوق الأوراق المالية وبعض مؤشرات الاقتصاد الكلي. فقد تم تأكيد صحة هذه الفرضية الأولى من خلال الدراسة التي تطرقنا إليه في الفصل الرابع وباستخدام نموذج *ARDL bound test* أكدنا وجود علاقة قصيرة وطويلة الأجل بين مؤشرات الاقتصاد الحقيقي والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية في حالة الدول النامية كما وجدنا أن بعض هذه المؤشرات تؤثر بالإيجاب أو السلب على حركة المؤشر العام للأسواق المالية المختارة، وكانت هذه النتائج منطقية وهذا لأن البورصتين المختارتين (بورصة الكويت والأردن) موثوقيتين ومبنييتين على المصداقية والشفافية، كما أن السلطات زودتهما بالسيولة اللازمة، وقدمت خطط وإصلاحات لدعم للسوق وتطويره.

الفرضية الثانية: لا يوجد تأثير معنوي لبعض مؤشرات الاقتصاد الحقيقي على سوق الأوراق المالية في البلدان النامية. وقد تم تأكيد صحة هذه الفرضية الثانية من خلال الدراسة التي تطرقنا إليه في الفصل الرابع وباستخدام نموذج *ARDL bound test* أي عدم وجود علاقة بين بعض متغيرات الاقتصاد الحقيقي المختارة مثل: الصادرات، الميزان التجاري، التضخم والمؤشر العام لبورصة.

ولتوطيد العلاقة بين مؤشرات الاقتصاد الحقيقي والمؤشر العام للبورصة في الدول النامية يجب الأخذ بالأسباب التالية:

- يجب على الحكومات أن لا تعتمد على الاقتصاد النفطي وتنوع من صادراتها،
- خلق تداول واستثمار سلس وضبط إستراتيجيات السوق لتوسيع قاعدة السوق وزيادة حجم الفرص للمستثمرين،
- التحديث المستمر لمنصة التداول وبناء نظام مراقبة سوق متطور لزيادة شفافية تعاملاته والمساهمة بشكل كبير في تعزيز ثقة المستثمرين،
- فرض عقوبات مشددة ضد كل من نشر معلومات مضللة وإخفاء معلومات ضرورية،
- الإعلان عن إفصاح مالي دقيق يقوم بتوفير المعلومات عن طريق الأوراق المالية ونشرها لجميع المستثمرين،
- وفي الأخير نقول أنه على الرغم من أن أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية قد نمت بشكل ملحوظ خلال العقد الماضي، إلا أن الحجم لا يزال صغيراً نسبياً مقارنة بالأسواق المتقدمة أو حتى الآسيوية.

التوصيات والاقتراحات:

- قصد تعظيم المنفعة من موضوع دراستنا ولتوطيد العلاقة بين مؤشرات الاقتصاد الحقيقي والمؤشر العام للبورصة في الدول النامية، أعطينا بعض الاقتراحات متمثلة في:
- استخدام أدوات مالية إسلامية لزيادة جذب جمهور المستثمرين،
- فتح اقتصاد الدول النامية أمام القطاع الخاص،
- ضرورة استخدام وسائل الإعلام والتواصل الاجتماعي لنشر الوعي الاستثماري في المجتمع،
- ضرورة استخدام الأساليب العلمية والقياسية الحديثة في تحليل المعلومات والبيانات كالذكاء الاصطناعي مثلاً،
- دمج المعلومات المتعلقة بالاقتصاد لزيادة كفاءة سوق الأوراق المالية وخلق الثقة في السوق، وتوظيف مختصين متطورين في هذا المجال،
- التشجيع على طرح شركات جديدة في البورصة،
- إصلاح الأطر التشريعية والقوانين لجذب المستثمرين الأجانب،
- العمل على فتح بورصة عربية موحدة لكل بورصات الدول العربية.

آفاق الدراسة:

بالنظر إلى أوجه القصور في بحثنا، اقترحنا بعض المسارات المحتملة لمزيد من البحث في هذا الموضوع منها:

- قد تنتظر الأبحاث المستقبلية في التحقيق في العلاقة بين الأوراق المالية الإسلامية ومتغيرات الاقتصاد الكلي.
- ركزت هذه الدراسة على بيانات الاقتصاد الكلي، وتجاهلت البيانات على مستوى القطاع، لهذا ننصح بتركيز البحوث المستقبلية على علاقة البورصة بقطاعات محددة كالقطاع الصناعي الخاص،
- دراسة نموذج موحد، شامل وحديث لعدة متغيرات تشمل البورصة والقطاع الاقتصادي معاً،
- دراسة متغيرات اقتصادية أخرى مثل: معدل الفائدة طويل الأجل، أسعار الذهب، أسعار النفط، معدل التوظيف، رسملة البورصة وذلك للحصول على نتائج أكثر دقة.

الملاحق

الملحق رقم (1): تحديد عدد درجات الإبطاء باستخدام نموذج الـ VAR واختيار Lag Length Criteria

VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JCPI Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 11:34 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55							VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JINFL Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 11:36 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-214.0841	NA	145.9651	7.821241	7.857738	7.835354	0	-152.7478	NA	15.68896	5.590830	5.627327	5.604944
1	-95.58835	228.3737	2.035664	3.548667	3.821661	3.578895	1	-123.9267	55.54612	5.704805	4.579154	4.652148	4.607381
2	-91.02956	8.620257*	1.788698	3.419257	3.528748*	3.461598	2	-110.2931	25.77991*	3.603773*	4.119750*	4.229241*	4.162091*
3	-89.13044	3.522002	1.731420	3.386561	3.532549	3.443016*	3	-109.9375	0.659491	3.689765	4.143182	4.289170	4.199637
4	-88.00377	2.048484	1.723887*	3.381955*	3.564440	3.452524	4	-108.7443	2.169447	3.664836	4.136157	4.318642	4.206726
5	-87.54375	0.819670	1.758719	3.401591	3.620573	3.486273	5	-107.3884	2.415925	3.619048	4.123216	4.342198	4.207898

VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JBCMRD Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 11:38 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55							VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JPIBD Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 11:32 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-363.3076	NA	33179.16	13.24755	13.28405	13.26166	0	-459.3438	NA	1090233	16.73978	16.77627	16.75388
1	-332.6896	59.00924*	11301.46	12.17053	12.24353*	12.19876	1	-436.7371	43.58925	496944.0	15.95408	16.02707	15.98230
2	-330.7431	3.880751	10919.91*	12.13811*	12.24560	12.17845*	2	-431.8454	9.249850	431399.9	15.81256	15.92205	15.85490
3	-330.6093	0.248112	11271.03	12.16761	12.31360	12.22407	3	-429.0892	5.111495	404771.5	15.74870	15.89469	15.80515
4	-330.5909	0.033412	11683.50	12.20331	12.38579	12.27387	4	-426.5287	4.655404*	382536.6*	15.69195*	15.87444*	15.76252*
5	-330.5904	0.000860	12120.42	12.23965	12.45863	12.32433	5	-425.8714	1.527657	384067.6	15.69714	15.91612	15.78182

VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JEXPOD Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 11:43 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55							VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JPCMRD Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 11:40 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-222.2500	NA	196.4305	8.118182	8.154679	8.132295	0	-377.9986	NA	56607.40	13.78177	13.81826	13.79588
1	-208.3797	26.73192*	123.0172*	7.650169*	7.723163*	7.678397*	1	-374.7882	6.225814*	52198.99*	13.70066*	13.77366*	13.72889*
2	-208.3514	0.053475	127.4515	7.685505	7.794995	7.727846	2	-374.6134	0.292792	53832.24	13.73140	13.84089	13.77374
3	-208.1772	0.322964	131.3566	7.715536	7.861523	7.771990	3	-374.6129	0.000944	55833.08	13.76774	13.91373	13.82420
4	-207.8651	0.931233	133.7404	7.733275	7.915759	7.803843	4	-374.6092	0.006698	57907.23	13.80397	13.98646	13.87454
5	-207.6209	0.078597	138.5220	7.768034	7.987016	7.852716	5	-374.5584	0.090448	59963.04	13.83849	14.05747	13.92317

VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JIMPOD Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 12:25 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55							VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JM2D Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 21:07 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-236.4078	NA	328.6980	8.633012	8.669509	8.647126	0	-540.7739	NA	21082312	19.70087	19.73737	19.71498
1	-193.7058	82.29856	72.14861*	7.116573*	7.189567*	7.144800*	1	-383.4604	303.1861*	71603.20*	14.01674*	14.08973*	14.04487*
2	-193.7008	0.009449	74.81260	7.152755	7.282246	7.195096	2	-382.7866	1.274056	72463.18	14.02860	14.13809	14.07094
3	-193.3851	0.585318	76.70923	7.177642	7.323630	7.234096	3	-382.7577	0.053634	75078.90	14.06391	14.20990	14.12037
4	-193.2657	0.217105	79.22482	7.209663	7.392148	7.280232	4	-382.5937	0.298085	77415.54	14.09432	14.27680	14.16488
5	-190.8732	4.263134*	75.34058	7.159024	7.378006	7.243706	5	-382.5834	0.018348	80281.97	14.13031	14.34929	14.21499

VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JRLXCHG Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 21:12 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55							VAR Lag Order Selection Criteria Endogenous variables: JRES Exogenous variables: C Date: 06/13/22 Time: 21:10 Sample: 2006Q1 2020Q4 Included observations: 55						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	362.3177	NA	1.15e-07	-13.13883	-13.10233	-13.12471	0	174.0792	NA	0.000108	-6.293788	-6.257291	-6.279674
1	415.7587	102.9954*	1.71e-08*	-15.04577*	-14.97278*	-15.01754*	1	209.7651	68.77662*	3.06e-05	-7.555096	-7.482102*	-7.526869*
2	415.7587	-1.16e-11	1.77e-08	-15.00941	-14.89992	-14.96707	2	211.0684	2.464394	3.03e-05*	-7.566125*	-7.456034	-7.523784
3	415.7587	0.000000	1.84e-08	-14.97304	-14.82706	-14.91659	3	211.0777	0.917183	3.14e-05	-7.530098	-7.384110	-7.473643
4	415.7587	0.000000	1.91e-08	-14.93668	-14.75420	-14.86611	4	211.5688	0.892985	3.20e-05	-7.511594	-7.329109	-7.441025
5	415.7587	0.000000	1.98e-08	-14.90032	-14.68133	-14.81563	5	212.2657	1.241723	3.24e-05	-7.500571	-7.281590	-7.415889

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews.12

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: قائمة المراجع باللغة العربية:

1- قائمة الكتب:

1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.

- 2- ابراهيم علي عبد الله ابراهيم، شرين ياسين محمد الحمداني، مؤسسات مالية متخصصة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط: 01، 1990.
- 3- ابراهيم قندوزي، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المعرفة، الجزائر، 1998.
- 4- أبو فارة يوسف، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، دار وائل للنشر، الأردن، 2015.
- 5- أحمد ماهر، إدارة الأزمات، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، 2006.
- 6- أحمد حسين الرفاعي و خالد واصف الوزني، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ط: 02، 1999.
- 7- أحمد سعد عيد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر الاسكندرية، 1998.
- 8- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية، مصر، 2003.
- 9- أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن الاقتصادي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000.
- 10- أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، دار النشر العربية، القاهرة، 2005.
- 11- أحمد حسين الرفاعي، خالد واصف الوزني، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ط: 02، 1999.
- 12- أحمد حسين الرفاعي، خالد واصف الوزني، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ط: 07، 2005.
- 13- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط: 01، 2004.
- 14- أزاد أحمد سعدون الدوسكي وآخرون، أثر السياستين المالية والنقدية على التضخم في الاقتصاد العراقي للمدة 2003 منتصف 2010 تحليل وقياس، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، المجلد: 8، العدد 23، 2011.
- 15- أسامة محمد الفولي، مجدي شهاب، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، القاهرة، 1997.
- 16- الياس بن سالم، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 17- أنس البكري، وليد صافي، الاسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 18- إياد عبد الفتاح النسور، أساسيات الاقتصاد الكلي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2014.
- 19- بسام الحجار، العلاقات الاقتصادية الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2003.
- 20- بريش السعيد، الاقتصاد الكلي، نظريات، نماذج، تمارين محلولة، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.

- 21- بريجهام أوجين ميشيل أيرهاردت، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العلمي، ترجمة: سرور علي ابراهيم سرور، دار المريخ، الرياض، 2009.
- 22- بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 23- بول سامويلسون، ويليام نورد هاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، مكتبة الأهلية، الأردن، ط: 01، 2001.
- 24- تأليف مجموعة من العلماء والباحثين، توثيق السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، 2006.
- 25- توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة: السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ، الرياض، 1996.
- 26- جاسم المناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت، 8 ماي 1998.
- 27- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات، دار هومة الجزائر، ط: 01، 2002.
- 28- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- 29- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية و النقدية ، عمان، الاردن ، (32) ط: 01، 2002.
- 30- جميل سالم الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ط: 01، 1999.
- 31- جيمس جوار تيني وريجارد ستروب، الاقتصاد الكلي بين الإختيار العام والخاص، ترجمة: عبد الفتاح عبد الرحمن وآخرون ، دار المريخ، الرياض، 1988.
- 32- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة حبر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 27، مارس 2004.
- 33- حسن حمدي، دليلك على البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، مصر، ط: 01، 2006.
- 34- حسن أحمد الخضيرى، أمن الاستثمار، أيتراك للنشر، القاهرة، 2009.
- 35- حسن خليفة، النمو الاقتصادي النظرية والمفهوم، دار القاهرة، مصر، 2001.
- 36- حسن عبد العزيز حسن، اقتصاديات التجارية الدولية، الفاروق الحديثة للطباعة والنشر، القاهرة، 1991.
- 37- حسين عطا غنيم، أساسيات في التمويل، المكتبة الأكاديمية: شركة مساهمة مصرية، مصر، 2005.
- 38- حربي محمد موسى عريقات، التنمية و التخطيط الاقتصادي (مفاهيم و تجارب)، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، ط: 01، 2013.
- 39- حماد طارق عبد العال، حوكمة الشركات والأزمة المالية العالمية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 40- حمدي عبد العظيم، سياسة سعر الصرف وعلاقته بالموازنة العامة للدولة، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 1984.

- 41- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- 42- خالد توفيق الشمري، طاهر فاضل اليباني، مدخل إلى علم الاقتصاد، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2009.
- 43- خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، مصر، 2007.
- 44- د. جوجارات، الاقتصاد القياسي، ترجمة: هند عبد الغفار عودة، دار المريخ للنشر، الجزء الثاني، الرياض، 2015.
- 45- رانيا محمود عبد العزيز عمارة، تحرير التجارة وفقا لاتفاقية الجات في مجال الخدمات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، ط: 01، 2008.
- 46- رايس مبروك، انعكاسات العولمة المالية على الجهاز المصرفي، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- 47- روب موريس، النمو الاقتصادي والبلدان المتخلفة، ترجمة هشام متولي، دار الطليعة للطباعة والنشر، بيروت، ط: 02، 1979.
- 48- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1999.
- 49- زغدار أحمد، الأزمة المالية الآسيوية ولأزمة العقارية الأمريكية ... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، ملتقى الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية و المصرفية ، خميس مليانة، الجزائر، 5 و 6 ماي 2009.
- 50- زكرياء سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن 2009.
- 51- زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2008.
- 52- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003.
- 53- سامر مظهر قنطجبي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، سوريا، 2008.
- 54- سالم توفيق النجفي، أساسيات علم الاقتصاد، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، مصر، 2000.
- 55- سعيد توفيق عيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- 56- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 1996.
- 57- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2005.
- 58- سيروان عارب صادق سيان، الانعكاسات الجغرافية السياسية لمشكلة التبعية الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2011.
- 59- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001.

- 60- شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سورية، ط: 01، 2002.
- 61- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، 2005.
- 62- شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2012.
- 63- صلاح عباس، إدارة الأزمات المالية في المنشآت التجارية، مؤسسة شباب الجامعة، 2002.
- 64- ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي (قواعد، نظم، نظريات، سياسات، مؤسسات نقدية)، دار الفكر للنشر، الجزائر، 1993.
- 65- ضياء مجيد الموسوي، الحدائث والهيمنة الاقتصادية ومعوقات التنمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط: 02، 2009.
- 66- ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي (قواعد، نظم، نظريات، سياسات، مؤسسات نقدية)، دار الفكر للنشر، الجزائر، 1993.
- 67- عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، أساسيات الاقتصاد الدولي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003.
- 68- عادل المهدي، العلاقات النقدية الدولية، جهاز نشر وتوزيع الكتب الجامعية، مصر، 2003.
- 69- عادل أحمد حشيش، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية الجديدة للنشر، ط: 01، مصر، 1998.
- 70- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 71- عبد الحافظ السيد البدوي، إدارة الأسواق المالية- نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.
- 72- عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005.
- 73- عبد السلام الإدريسي، الاقتصاد الكلي، جامعة البصرة، العراق، 1982.
- 74- عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التبادل التجاري، دار الحامد للطباعة والنشر، عمان، ط: 01، 2010.
- 75- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق النقدية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، ط: 01، 2003.
- 76- عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية العالمية: أزمة prime sub، ليجند للنشر، الجزائر، 2009.
- 77- عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2011.
- 78- عبد اللطيف درويش، الأزمة المالية اليونانية، جذورها وتداعياتها، مركز الجزيرة للدراسات، 2012.
- 79- عبد الله رزق، الاقتصاد العالمي في زمن الأزمات المتناسلة، دار المنهل اللبناني، بيروت، ط 1، 2002.

- 80- عبد المطلب عبد الحميد، الديون المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2010.
- 81- عبد المنعم سيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف في الأسواق المالية، دون دار النشر، الأردن، ط 01، 2004.
- 82- عدنان تايه النعيمي، إدارة العمليات الأجنبية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط 01، 2012.
- 83- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.
- 84- عمر صخري، التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط 05، 2005.
- 85- عمرو محي الدين، أزمة النمرور الآسيوية-الجنور والآليات والدروس المستفادة-، دار الشروق، القاهرة، ط: 01، 2000 .
- 86- عمرو محي الدين، التخلف والتنمية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1975.
- 87- علي عبد العزيز سليمان، العرب وتحديات ما بعد الأزمة المالية العالمية، المكتبة الأكاديمية، ط: 01، القاهرة، 2010.
- 88- عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، دار مجلاوي، عمان، الأردن، ط 02، 1999.
- 89- غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، عمان، ط: 1، 1996.
- 90- فتح الله ولعلو، نحن والأزمة الاقتصادية العالمية، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، المغرب، 2009.
- 91- فرحي محمد، التحليل الاقتصادي الكلي، الأسس النظرية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الجزائر، الجزء الأول، 2004.
- 92- فليح حسن خلف، النقود والبنوك، عالم الكتب الحديثة للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 93- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، اربد: عالم الكتاب الحديث، عمان، الأردن، ط: 01، 2003.
- 94- قادري عبد العزيز، الاستثمارات الدولية: التحكيم التجاري الدولي ضمان الاستثمارات، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، ط 02، 2006.
- 95- قنطججي سامر مظهر، ضوابط الاقتصاد الاسلامي في معالجة الأزمات المالية، دار النهضة، دمشق، سوريا، 2008.
- 96- كامل العلاوي، القياس الاقتصادي: النظرية والتحليل، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط: 01، 2011.
- 97- كمال رزيق، عبد السلام عقون، سياسات إدارة الأزمات المالية العالمية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
- 98- كميل حبيب، حازم البني، من النمو والتنمية إلى العولمة واللغات، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
- 99- مارتن شيهاك، سروبونامتيرا، أوروبا تفقد هالتها، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 2، يونيو 2002.

- 100- محمد إسماعيل صبري، دراسات في علم الاقتصاد وطرق احتياجاته: التحليل الجزئي- التحليل الكلي والتجارة الدولية، المكتب العربي الحديث، الأزاريطة، مصر، 2011.
- 101- محمد زكي شافعي، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، 1989.
- 102- محمد الشافعي، إدارة الأزمات، مركز المحروسة لبحوث التعريب، ط: 01، القاهرة، 1999.
- 103- محمد أحمد السبتي، التجارة الخارجية، مؤسسة الرؤية للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، ط: 01، 2008.
- 104- محمد صالح القرشي، المالية الدولية، مؤسسة الوراق لنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 105- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية: دراسات نظرية وتطبيقية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2000.
- 106- مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي: النظرية والسياسة، ترجمة محمد إبراهيم منصور، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1999.
- 107- محفوظ بن عصمان، مدخل في الاقتصاد الحديث، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003.
- 108- محسن أحمد الخضري، إدارة الأزمات، مكتبة مديولي، مصر، 2002.
- 109- موسى سعيد مطر، ياسر المومني، شقري نوري موسى، المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 110- محمد أحمد السبتي، التجارة الخارجية، مؤسسة الرؤية للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، ط: 01، 2008.
- 111- محمد أحمد عبد العزيز التسميمي، دور السياسات المصرية في إدارة الأزمات، جامعة عين الشمس كلية التجارة، 2006.
- 112- محمد سيد عابد، التجارة الدولية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001.
- 113- محمد عبد الله، موسى إبراهيم، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المنهل، لبنان، ط: 01، 1988.
- 114- محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية... قديمها وحديثها... أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 115- محمد صالح المنجد، الأزمة المالية، مجموعة زاد للنشر، جدة، السعودية، ط: 01، 2009.
- 116- محمود الصمدي، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، الجزء الثاني، ط: 01، 2011.
- 117- محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 118- محمد زكي شافعي، مقدمة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، 1989.
- 119- محمود جاد الله، إدارة الأزمات، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 120- محي الدين يعقوب أبو الهول، تقييم إهمال البنوك الاستثمارية، دار النفائس، عمان، ط: 01، 2011.

- 121- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، القاهرة، 1997.
- 122- مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج1، ط: 01، 2008.
- 123- مصطفى عبد الله خيشم، موسوعة علم العلاقات الدولية، الدار الجماهيرية للنشر والتوزيع والإعلان، ليبيا، 1990.
- 124- مصطفى كمال السيد طایل، الصناعة المصرفية في ظل العولمة، اتحاد المصارف العربية، مصر، 2009.
- 125- موسى سعيد مطر، ياسر المومني، شقري نوري موسى، المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 126- ميشيل توادور، التنمية الاقتصادية، ترجمة: محمود حسن حسني، دار المريخ، السعودية، 2006.
- 127- نبيل حشاد، العولة ومستقبل الاقتصاد العربي الفرص والتحديات، دار ايجي للنشر، مصر، 2006.
- 128- نزار سعد الدين العيسى، ابراهيم سليمان قطف، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ط: 01، 2006.
- 129- نداء محمد الصوص، التجارة الخارجية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 130- نور الدين أبو الرب، وآخرون، مدخل إلى علم التمويل، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2002.
- 131- لوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط: 01، 2009.

2- الأطروحات:

- 132- أوكيل نسيمة، الأزمات المالية وإمكانية التوقي منها والتخفيف من آثارها: دراسة حالة أزمة جنوب شرق آسيا، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.
- 133- أحمد سعدون الدوسكي وآخرون، أثر السياستين المالية والنقدية على التضخم في الاقتصاد العراقي للمدة 2003 منتصف 2010 تحليل وقياس، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، المجلد: 8، العدد 23، 2011.
- 134- بن حمودة فاطمة الزهراء، أثر تقلبات أسعار الصرف على التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2012.
- 135- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر-3، 2006/2005.

- 136- بوعمرة الهام، المعالجة الاعلامية للأزمة المالية العالمية من خلال الصحافة الجزائرية المكتوبة -دراسة تحليلية لعينة من الصحف اليومية - الشعب، المساء، الشروق اليومي، EL Watan، أطروحة مقدّمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الإعلام والاتصال، قسم علوم الإعلام والاتصال، جامعة الجزائر-3، 2014/2013.
- 137- بن حمودة فاطمة الزهراء، أثر تقلبات أسعار الصرف على التنمية الاقتصادية حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2012.
- 138- حيدر يونس الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية-الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة من 1990-2007، أطروحة نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009.
- 139- دربال أمينة، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2001.
- 140- رحال فاطمة، تداعيات أزمة منطقة اليورو على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول الاتحاد الأوروبي-دراسة حالة فرنسا-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد دولي، 2019/2018.
- 141- سكينة حملاوي، انعكاسات الأزمات الاقتصادية على التكتلات الاقتصادية الإقليمية، دراسة حالة الاتحاد الأوروبي "أزمة اليورو"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017/2016.
- 142- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية: دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015 /2014.
- 143- سميرة لطرس، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم ؛ دراسة حالة مجموعة من أسواق المال العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/ 2009.
- 144- شلوفي عمير، التضخم والنمو الاقتصادي: تقدير عتبة التضخم دراسة قياسية مقارنة لدول المغرب العربي 1980-2014، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد كمي، تلمسان، الجزائر، 2018/2017.
- 145- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة تجربة جمهورية مصر، "مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012/2011.

- 146- طارق محمد خليل الأعرج، الأسواق المالية: محاضرات الدراسات العليا، دكتوراه إدارة مصارف، كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، متاح على الموقع: <http://a.academy/org>.
- 147- عابد بشيكر، أثر برامج التنمية الاقتصادية على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد والإحصاء التطبيقي، المدرسة الوطنية العليا للإحصاء والاقتصاد التطبيقي، الجزائر، 2017.
- 148- عباس كاظم جاسم الدعي، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006)، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، مجلس الإدارة والاقتصاد في جامعة الكوفة، 2008.
- 149- عبد الرحمان بن سانية، الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية في ظل التجربة الصينية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012 – 2013.
- 150- محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة الجزائر، 2008/2009.
- 151- محمد القطان، نحو بديل شرعي لآليات أسعار الفائدة، ندوة حول الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، السعودية، بدون سنة نشر.
- 152- محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع تخطيط، جامعة الجزائر، 2008/2009.
- 153- نصير مطر كاظم الزبيدي، الولايات المتحدة الأمريكية وإدارتها للأزمات الدولية (دراسة تحليلية تطبيقية)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم السياسية، جامعة (CLEMENTS.ST) العالمية العراق، بغداد، 2010.
- 154- نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2014/2015.
- 155- وردة شيبان، العلاقة السببية بين كمية النقود والنواتج المحلي الاجمالي في الجزائر دراسة قياسية (1990-2011)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ل.م.د في العلوم الاقتصادية، شعبة: اقتصاد مالي، جامعة باتنة، 2015/2016.
- 156- يجاني بالرقى، دراسة أثر التضخم على النظرية التقليدية للمحاسبة، مع نموذج مقترح لاستبعاد أثر التضخم على القوائم المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2005 – 2006.

- 157- إبراهيم أونور، فعالية أسواق الأسهم العربية، سلسلة جسر التنمية للمعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 89، 2002.
- 158- أحمد السيد على، أزمة اليونان سياسات صارمة لترتيب المنزل من الداخل، مجلة تداول السعودية، العدد 41، مارس 2010.
- 159- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعة جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2002.
- 160- أحمد السيد على، أزمة اليونان سياسات صارمة لترتيب المنزل من الداخل، مجلة تداول السعودية، العدد 41، مارس 2010.
- 161- أحمد منير النجار، محاولات انقاذ اليونان إلى أين، مجلة اتحاد مصارف الكويت، العدد 98، جويلية 2012.
- 162- أديب قاسم شذى، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية (دراسة حالة)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، بغداد، 2013.
- 163- أزاد أحمد سعدون الدوسكي وآخرون، أثر السياستين المالية والنقدية على التضخم في الاقتصاد العراقي للمدة 2003 منتصف 2010 تحليل وقياس، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، المجلد: 8، العدد 23، 2011.
- 164- اضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، دولة الكويت، العدد 5، يونيو- يوليو 2010.
- 165- التقرير الاقتصادي الصادر عن مجلس الغرف السعودية، الديون اليونانية وأزمة اليورو: الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي، المملكة العربية السعودية، العدد 19 جويلية 2010.
- 166- أوكليل نسيمه، بوكساني رشيد، مصباح احمد، الأزمة المالية في منطقة اليورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها، بحوث اقتصادية عربية، بيروت: الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ومركز دراسات الوحدة العربية، العدد 46، 2009.
- 167- إيمان كوزي وآخرون، العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم، مجلة التمويل والتنمية، العدد 01، المجلد 41 ن، مارس 2007.
- 168- بوالكور نور الدين، أزمة الدين السيادي في اليونان : الأسباب والحلول، مجلة الباحث، جامعة سكيكدة، العدد، 13، 2013.
- 169- بوشنة يحي، عدوكة لخضر، اختبارات الجذر الأحادي: دراسة تطبيقية على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 06/ ديسمبر 2016.
- 170- بول هيلبرز، راسل كروجر، ماريتا موريتي، مؤشرات الحيطة الكلية وأدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، مجلة صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002.
- 171- تماضر جابر البشير الحسن، قياس أثر تقلبات سعر الصرف على ميزان المدفوعات "دراسة تطبيقية على اقتصاد السودان للفترة (2013-1970)، مجلة العلوم الاقتصادية، السودان، المجلد 16، العدد 02، 2015.
- 172- جودة عبد الخالق، الأزمة المالية العالمية، أزمة نظام لا أزمة سياسات، السياسة الدولية، مطابع الأهرام التجارية، القاهرة، العدد: 175، يناير 2009.

- 173- جيريميكليف، أزمة اختبار تواجه أوروبا، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد: 2، يونيو 2002.
- 174- حسان خضر، الاستثمار الأجنبي المباشر-تعريف وقضايا-، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد: 32، 2004.
- 175- حسون ياسر بو، أحمد زهرة شادي، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني: سورية، دراسة تحليلية استشرافية، ورقة بحثية مقدمة إلى مجلة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، العدد: 27 رقم 01، 2005.
- 176- خالد صلاح الدين طه محمود، تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL) لدراسة علاقة التكامل المشترك بين أسعار كتاكيت ودجاج اللحم في مصر خلال الفترة من 2015/01/01 إلى 2018/06/20، مجلة منوفية للزراعة، الاقتصاد والعلوم الاجتماعية، عدد 03، مصر، ديسمبر 2018.
- 177- خالد عبد الرحمان البسام، آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي والاقتصاد السعودي، الغرفة التجارية الصناعية جدة، نوفمبر 2008.
- 178- رحال إيمان، طويل حدة، أزمة الديون السيادية في اليونان: قراءة في عمق الأزمة، مجلة المنهل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، المجلد الأول، العدد الثاني، ديسمبر 2018.
- 179- رحال فاطمة، نادية بلورغي، دور الاتحاد الأوروبي في إدارة أزمة الديون السيادية الأوروبية، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال -جامعة بسكرة- العدد 2016/01.
- 180- زغيب شهرزاد، الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر؛ واقع وآفاق، مجلة العلوم الإنسانية-جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثامن، فيفري 2005.
- 181- شذا جمال الخطيب، الأزمة المالية والنقدية في جنوب شرق آسيا، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، الإمارات العربية المتحدة، العدد 51، 2001.
- 182- صندوق النقد العربي، تقرير حول موازين المدفوعات والدين العام الخارجي للدول العربية للفترة 1991-2001، أبو ظبي، عدد 16، 2002.
- 183- صندوق النقد العربي، تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصادات الدول العربي، المحور العاشر، أبو ظبي، 2021.
- 184- صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: التعافي والمخاطر واستعادة التوازن، واشنطن، أكتوبر، 2010.
- 185- طارق نوير، تقييم جودة إحصاءات الاستثمار الأجنبي المباشر، مؤتمر الاستثمار والتمويل: الاستثمار الأجنبي المباشر FDI، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006.
- 186- قرمية دوفي، الأزمة المالية العالية وتغير المواقف حول دور الدولة تقديم الاقتصاد الإسلامي نموذجا، جامعة محمد خيضر بسكرة- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أبحاث اقتصادية وإدارية العدد التاسع عشر، جوان 2016.
- 187- عبد المجيد قدي، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، القاهرة، العدد 46، ربيع 2009.

- 188- على حسن حسن، عبد اللطيف شومان، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبط ذاتيا ونماذج توزيع الإبطاء (ARDL)، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، المجلد 9، العدد 34، 2013.
- 189- فاطمة الزهرة ديش، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على البلدان النامية، مجلة دفاتر اقتصادية، الجزائر، العدد 7، رقم 2، 20-09-2016.
- 190- فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية: مفهوما، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 20 أ، بغداد، العراق.
- 191- فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، عالم المعرفة، الكويت، العدد 147، مارس 1990.
- 192- قايد مريم، الاصلاحات الهيكلية في القطاع المصرفي بعد أزمة ديون السيادية الأوروبية، مجلة دراسات اقتصادية، عدد 04، المجلد 1، جوان 2017.
- 193- قحايرية أمال، أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 03.
- 194- قحطان عبد سعيد، الأزمة المالية الآسيوية 1997.. الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب، الآثار والدروس المستفادة. دراسة مقارنة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الحادي والعشرون، 2009.
- 195- علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2009/2008.
- 196- مارتن شيهك، سروبونامتيرا، أوروبا تفقد هالتها، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 2، يونيو 2002.
- 197- مجلة إضاءات، التجارة الخارجية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية دولة الكويت - يوليو 2016 السلسلة الثامنة- العدد 12.
- 198- محمد أكرم الأحمد، فارس سبور، أثر أزمة الديون السيادية على منطقة "اليورو"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العملية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (39)، العدد (1)، 2017.
- 199- محمد تيمور، الأزمة التمويلية العالمية وسبل مواجهة آثارها على مصر، مجلة آراء في السياسة الاقتصادية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، العدد 22، ديسمبر 2008.
- 200- محمد عبد العزيز العصيمي، الأزمة المالية العالمية: آثارها على متوسط الحال في العالم، مجلة القافلة، أرامكو السعودية (شركة الزيت العربية (السعودية)، العدد 6 ، مجلد 57، نوفمبر- ديسمبر 2008.
- 201- محمد عثمان مختار، الاستثمار الأجنبي المباشر ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية في السودان خلال الفترة من عام 2000/2001، أماراباك، مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، سلطنة عمان، المجلد الرابع، العدد 11، 2013.
- 202- مريم عديلة، عمر عبده سامية، واقع واتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية والدول العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد 43، 2015.
- 203- مصطفى كامل السيد، أزمة الدول الصناعية الجديدة في شرق آسيا وقضية التنمية، كراسات التنمية، مركز دراسات وبحوث الدول النامية، جامعة القاهرة، العدد الثاني، جويلية 1998.

- 204- مفتاح صالح، معارقي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث - عدد 07، الجزائر 2009 / 2010.
- 205- ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد: 29، ماي 2004.
- 206- نوفل مسايلى، فضيلة بوطورة، إدارة أزمة الديون السيادية اليونانية بني برامج الإنقاذ المالي الدولية وحسم التقشف الوطنية للمدة (2010-2015)، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة واسط، الكويت، العدد(24)، 2016.
- 4- المنتقيات والمؤتمرات:**
- 207- إبراهيم العيسوي، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية قناة طبيعة الأزمة، المؤتمر الدولي حول القطاع الخاص في التنمية تقييم واستشراف، بيروت، مارس 2009.
- 208- إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010.
- 209- أحمد شعبان محمد علي، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الاسلامي ومؤسساته المصرفية في تجنب الأزمات المالية، المؤتمر العلمي العاشر، الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، لبنان، 19-20 ديسمبر 2009.
- 210- إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، مجلس الغرف السعودية، المملكة العربية السعودية، 2008/10/10.
- 211- بحوصي مجذوب ، موري سمية، تسونامي الأزمات: الأزمة اليونانية وتأثيرها على اقتصاديات لدور الاتحاد الأوروبي، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، خميس مليانة، 13 مارس 2012.
- 212- بلعباس عبد الرزاق سعيد، ما معنى الأزمة؟ كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2009.
- 213- بلعزوز بن علي، مداني أحمد، التصنيف الائتماني بين مسبب للأزمة المالية العالمية والبحث عن مخرج لها دراسة وضعية شرعية، المؤتمر الدولي الرابع حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية، الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010.
- 214- بوخاري لحو، عايب وليد، مستقبل الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي في ظل أزمة الديون السيادية لليونان، الملتقى الدولي الثنائي حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012.
- 215- بورصة القاهرة والإسكندرية، أساسيات الاستثمار في السندات، القاهرة، 2005.
- 216- بورصة قطر، تداول السندات والصكوك، قطر، يونيو 2013.
- 217- ثريا الخزرجي، الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية التحديات وسبل المواجهة، المؤتمر العلمي الثالث حول: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات

- الدول- التحديات والآفاق المستقبلية-، جامعة الإسراء الخاصة بالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الأردن، 28/29 أبريل 2009.
- 218- جاسم المناعي، الأزمة الاقتصادية الآسيوية محاولة تشخيص، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت - الجمهورية اللبنانية، 8 ماي 1998.
- 219- جوزي جميلة، أسباب الأزمة المالية وجذورها، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 220- حازم السيد حلمي عطوة مجاهد، تداعيات الأزمة المالية الحالية عالمياً وأثرها على الوطن العربي والمصري، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية.
- 221- خالد عبد الرحمان البسام، آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي والاقتصاد السعودي، الغرفة التجارية الصناعية جدة، نوفمبر 2008.
- 222- زايد عبد السلام، مقران يزيد، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات المغاربية (الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر)، ملتقى الدولي الثاني- الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- جامعة خميس مليانة- يومي 6/5 ماي 2009.
- 223- زايري بلقاسم، ميلود مهدي، الأزمة المالية العالمية: أسبابها وأبعادها وخصائصها، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة جنان، لبنان، 13 - 14 مارس 2009.
- 224- زكرياء بله باسي، الأزمة المالية العالمية: الجذور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة، والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 2009.
- 225- زغدار أحمد، الأزمة المالية الآسيوية ولأزمة العقارية الأمريكية ... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، ملتقى الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية ، خميس مليانة، الجزائر، 5 و6 ماي 2009.
- 226- صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمة المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العلمي الثالث، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على اقتصاديات الدول، التحديات والآفاق المستقبلية، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الإسراء الخاصة وبالاشتراك مع كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 28- 29/04/2009.
- 227- ظاهر هارون وعقون نادية، الأزمة المالية العالمية الراهنة، أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، 5-6 ماي 2009.
- 228- عبد الفتاح العموص، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصاديات العالمية، المؤتمر العلمي حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان 19 و 20 ديسمبر 2009.
- 229- عبد المجيد أونيس، الاستثمار الأجنبي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - واقع وآفاق-، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، إشراف مخبر

- العولمة واقتصاديات شمال افريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف – الجزائر، يومي 17-18 أفريل 2006.
- 230- **عجيل جاسم النشمي**، التوريق والتصكيك وتطبيقاتها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة 19، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة النشر.
- 231- **عدلي سلامة أندوراس**، تطور سوق المال في مصر، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري، محاضرات عام 94/1995.
- 232- **فوزي محيرق وعقبة عبد اللوي**، مصيدة السيولة الكينزية كأحد حلول الأزمة.. بين وصمة من انتكاس رأسمالي ووصمة من طرح رأسمالي، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، جامعة خميس مليانة، 5-6 ماي 2009.
- 233- **كمال رزيق، حسن توفيق**، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي السابع "تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 11/10 نوفمبر 2009.
- 234- **كرياء بله لوسي**، الجدور وأبرز الأسباب والعوامل المحفزة والدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر حول الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من المنظور الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- 235- **محمد الفنيش**، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، سلسلة محاضرات العلماء الزائرين رقم 17، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2000.
- 237- **محمد أيمن عزت الميداني**، تطور أسواق رأس المال في سورية، المركز السوري للاستثمارات والأبحاث والتدريب في إدارة الأعمال، سورية، 2002، متاح على الموقع: <http://www.mafhom.com.02/midan>.
- 238- **محمود محي الدين**، العولمة وأسلوب الإدارة الاقتصادية: منظور مصري، ندوة حول العولمة وإدارة الاقتصاديات الوطنية، شركة الفجر للطباعة، صندوق النقد العربي، 2001.
- 239- **مجاهد حازم السيد حلمي عطوة**، تداعيات الأزمة المالية الحالية عالميا وأثرها على الوطن العربي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، أفريل 2009.
- 240- **مراد رايقرشيد عودة**، أسباب الأزمة الاقتصادية القريبة والبعيدة – رؤية إسلامية-، بحث مقدم في المؤتمر العلمي الحادي عشر بعنوان الأزمات الاقتصادية المعاصرة – أسبابها وتداعياتها وعلاجها-، جامعة جرش، الأردن، أيام 14-16 ديسمبر 2010.
- 241- **مصطفى حسني مصطفى**، الأزمة المالية العالمية أسبابها وأثارها الاقتصادية وكيفية مواجهتها، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، يومي 1-2 أفريل 2009.
- 242- **منظمة العمل العربية**، آثار الأزمة الاقتصادية على العملة الوطنية والعربية، مؤتمر العمل العربي، الدورة الثامنة والثلاثون، القاهرة، مايو 2011.

- 243- ناصر مراد، الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار، وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2008.
- 244- هيل عجمي جميل، الاستثمار الأجنبي المباشر الخاص في الدول النامية، الحجم و الاتجاه و المستقبل، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، 1999.
- 245- وساوي عمر، عدنان محريق، أزمة منطقة اليورو وأثارها على الاقتصاد الجزائري، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 22-26 فيفري 2002.

5- المواقع الالكترونية:

- 246- أسار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، ندوة مقدمة من طرف البنك المركزي العراقي، العراق، 2014. متاح على الموقع: <http://www.noursa.net>.
- 247- جريدة القدس الدولية، اتفاق قادة أكبر خمس اقتصاديات صاعدة في العالم " بريكس " حول قضايا الاقتصاد والتمويل، مجلة الكترونية متاحة على الموقع: <http://www.alquds.com/news/article/view/id/257353.2032-06-05>.
- 248- صندوق النقد الدولي، اتفاق على مستوى خبراء الصندوق "أوروبا والصندوق يتفقان مع اليونان على خطة تمويلية بقيمة 110 مليار يورو"، واشنطن، 2 ماي 2010، مجلة الكترونية متاحة على الموقع: www.imf.org.
- 249- صندوق النقد الدولي، الحفاظ على التعافي، أفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2009، مجلة الكترونية متاحة على الموقع: <https://www.imf.org/ar/Publications/WEO?page=5>.
- 250- عبد الله بن ربيعان، الأزمة المالية العالمية... الدروس المستفادة، جريدة الرياض، السعودية، 1 سبتمبر 2017، متاح على الموقع: <http://www.alriyadh.com/1620653>.
- 251- مروان رودان، بعض النقاط الأساسية في عمليات التقدير والنمذجة وتحويل البيانات، متاح على الموقع: <https://sites.google.com/site/masterqeco/home/majalla/bdalnqatalasaytefymlyataltdyrwalmdhjtwthwylalbyanat>.
- 252- موقع بورصة الكويت، الشركات المدرجة، متاح على الموقع: <https://www.boursakuwait.com.kw/ar/participants/participants/listed-companies>.

ثانيا: قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

1- قائمة الكتب:

- 253- **Alain Choinel, Gérard Royer, Le marché financier, structure et acteurs, banque** édition, Paris, 6^{ème} édition, 1998.

- 254- **Amir N. R. Armanious**, The Sovereign Debt Crisis in EU and MENA: Mechanisms and Challenges, Cairo University, Cairo, 2011.
- 255- **Anne o.Krueger**, La Détermination des taux de change, Economica, Paris, 1985.
- 256- **Aimé Scannavino**, Les Marchés Financiers Internationaux, Dunod, Paris, 1999.
- 257- **Balass B**, The theory of economic integration, Geoge Allen, Unun LTD, London, 1962.
- 258- **Bertrand NEZEYS**, Les politiques de compétitivité, ed, economica, Paris.
- 259- **Celorelli Nicola, Ganbera Michele**, Banking Market Structur, Financial Dependence and Grouth, International Evidence Fromindustry Data, The journal of finance, USA, 1999.
- 260- **Choudhry Moorad**, The Bond and Money Markets, Butterworth-Heinemann, United Kingdom, 2001.
- 261- **CristopherPass, BrayanLowes et Leslie Davies**, Dictionary of economics, ACADEMIA, Beirut, Lebanon, 1995.
- 262- **Eatuell John, T aylor Lance**, International Capital Markets and The Future of Economic Policy, Center for economic policy analysis, England, 1999.
- 263- **Franklin Allen, Douglas Gale**, Understanding financial crises, Oxford university press, New york, 2007.
- 264- **GERARD Marie Henry**, Les marchés financiers, Armand Colin, Paris, 1999.
- 265- **Gaston defosse, Paine balley**, la bourse des valeurs et les opérations de bourse, édition bouchene, Alger, 1993.
- 266- **Hans-Peter-Deutsch**, Derivatives and Internal Models, Palgrave Macmillan, U.K, 4th edition, 2009.
- 267- **Hussein A. Khaled**, Finance and Growth in Egypt, Article University of Kent at Canterbury, United Kingdom, 1999.
- 268- **Hubbard, R.Glenn-O'Brien, Anthony Patrick**, Money, Banking, And The Financial System, Pearson, New york, 1stEd, 2012.
- 269- **Jack GLEN**, International Comparison of Stock Trading Practices, World Bank, Working Papers, Washington DC, February 1995.
- 270- **Jason Manolopoulos**, La Dette odieuse (les leçons de la crise grecque), Les Echos éditions, Paris, 2 mars 2012.
- 271- **JEAN-MARIE LE PAGE**, Crises financières internationales et risque systémique, Editions de boeck, Université bruxelles, Belgique, 2003.
- 272- **John Maynard Keynes (1936)**, Théorie générale de l'emploi de intérêt et de la monnaie, traduit par Jean-Marie Tremblay, fait avec Macintosh, Chicoutimi, Québec, 2002.
- 273- **Jean Barreau , Jacqueline Delakaye, Florence Delakaye**, Gestion Financée, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 2004.

- 274- **Laurens Lafont, Anton Molina, Marché boursiers, Profiter de la crise... ou comment jouer la prochaine reprise**, Gualino éditeur, Paris, 2003.
- 275- **Luc Barnet.Rollande, Principe technique bancaire**, Dunod, Paris, 2001.
- 276- **Mc. Menanin Jin, Financier Mangement: an introduction**, Routlge, London, 1999.
- 277- **M . R AMES H, Economic Crisis and its Social Impacts Lessons from the 1997 Asian Economic Crisis**, Global Social Policy, 2009.
- 278- **Michael P. Clements, David F. Hendry, A companion to Economic Forecasting**, Blackwell Publishing, England.
- 279- **Michael C.Thomsett, Put Option Strategies For Smarter Trading: How to Protect and Build Capital in Turbulent Markets**, Pearson Education, U.K, 2010.
- 280- **Michel Zerbato, Macroéconomie élémentaire**, Armand colin, France, 1996.
- 281- **PERYRARD Josette, Gestion Financiere Internationale**, Vuibert, Paris, 3^{ème} éd, 1995.
- 282- **Phillips P , Perron P, Testing a unit root in Time series Regression**, *Biometrika*, Great Britain, 75(2), 1988.
- 283- **Robert Boyer, Mario dehors et Dominique pliphon, les crises financières**, éd la documentation française, paris, 2004.
- 284- **Steven N. Durlauf, Lawrence E. Blume, Macroeconomic and Time series Analysis**, The New palgrave economics collection, UK, 2010.
- 285- **The Global Derivatives Market an Introduction**, Published by Deutsche Börse AG, Germany, 2009.
- 286- **William A. Allen, David G. Dickinson , Monetary Policy, Capital Flows and Exchange Rates: Essays in Honour of Maxwell Fry**, Routledge, London , 2002.
- 287- **Yacquillat, B. Solint, marchés financière gestion de portefeuille et de risques**, France, Dunod, 2^{ème} édition, 1990.

2-الأطروحات:

- 288- **Ibrahim ngouhou, Les investissements directs étrangers en Afrique centrale: attractivité et effets économiques**, thèse de doctorat non publiée, faculté de sciences économiques et de gestion, université du sud Toulon-var, France, 26 mars 2008.

3- المقالات:

- 289- **Andreas Linder, International indicators of trade and economic linkages**, Organisation for economic co-operation and development, France, room document 13, 12-15 September 2005.
- 290- **Ayvaz Kızılgöl Özlem, Mevsimsel Eşbütünleşme Testi: Türkiye'nin Makroekonomik Verileriyle Bir Uygulama**, Atatürk University, Journal of the Faculty of Economic and Administrative Sciences, Turkey, 25 (2), 13 -25, 2011.

- 291- **Azzam. H.**, "Gulf capital market: Development prospects and constrains", in development of finance market in Arab countries Iran& turkey, economic research forum for Arab countries, Iran & turkey, 1995.
- 292- **Barry Jhonston, Jingqing Chai and LilianaScumacher**, Assesing Financial System Vulnerability, IMF Working Paper wp/00/76 April 2000.
- 293- **Fatma A. Mansour**, An Econometric Analysis for the Determinants of Cotton Area in Egypt J. Agriculture. Econom. and Social Sci., Mansoura Univ., Egypt, Vol. 8 (10), 2017.
- 294- **Narayan P**, The saving and investment nexus for China –Evidence from cointegration tests, Applied Economics, vol 37, 2005.
- 295- **Min B. Shrestha, Guna R. Bhatta.**, Selecting appropriate methodological framework for time series data analysis, KeAi publishing: The Journal of Finance and Data Science, Vol 4, N° 2, Beijing, China, 2018.
- 296- **Mohammed Ibrahim, Wojciech J. Florkowski**, Testing For Seasonal Cointegration and Error Correction: The U.S. Pecan Price-Inventory Relationship, Presentation at the Southern Agricultural Economics Annual Meeting, Little Rock, Arkansas, February 5-9, 2005.
- 297- **Oliver Darné, Claude Diebolt**, A Note on Seasonal Unit root, Qualité and qualité 36, Kluwer Acadimic Publishers, Printed in Netherlands, August 2002.
- 298- **Padma MallamPaly et autre**, l'investissement direct étranger dans les Pays en développement, Finance et Développement, FMI, Volume 36, N° 1, mars 1999.
- 299- **Pearson , Christine , and Mitroff , Ian**, Frome Criss pron et crisis prepared , A Frawwork for Grisismangment, Exective, vol .7, N° 1 .
- 300- **Pesaran, M., Shin, Y. and Richard J.Smith**, Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, Journal of Applied Econometrics, Vol.16 , R.(2001).
- 301- **Rajan, Ramkishen**, Financial Crisis, Capital Outflows, and Policy Responses: Examples form East Asia, Journal of Economic Education, 2007, Vol. 38, No. 1,
- 302- **Ron P. Smith**, A note on ARDL models, Birkbeck, University of London., April 16, 2021.
- 303- **Rymond J. Ahearan and others** , The future of the euro and the US interests, Congressional research service: CRS reported_congress, January 10, 2011.
- 304- **StijinClassens and Marion Jansen**, The Internationalization of Financial Services (Issues and Lessons for Developing countries), Collection: The World Bank and World Trade Organization, The Hague. London. Boston : Editions Kluwer Law Intranational, 2000.
- 305- **Sebastian Paulo**, L'Europe et la crise economique mondiale, Publication de la fondation Robert Schuman, Avril 2011.

- 306- **Ilanah JOSPÉ, Juliette MONTEFIORE, Émeline TRIN**, Les failles des agences de notation, Document sur le site: [www.infoguerre.fr/fichiers/Les failles des agences de notation 2012](http://www.infoguerre.fr/fichiers/Les%20failles%20des%20agences%20de%20notation%202012.pdf), p12. Date de lecture : 02/04/2020.
- 307- **L. Rousseau, L.Peter, WachtelPaull**, Economic Growth and Financial Depte: Is the relationship Extinct Already? 2005, official site: <http://www.stem.my.edu/Eco/wkpaper/wisde.pdf>, date of perusal: 05/03/2018.
- 308- **Rebecca M. Nelson, Paul Belkin , Derek E. Mix** , Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications, Congressional Research Service, 18 August, 2011,P5-6 , official site :www.crs.gov.