رقم الترتيب ...../ ك ع إ ت ع ت/ج ب /2025

وزارة التعليـم العالـــي و البحث العلمـــي
جامعة أمحمد بوقـرة *بومـــرداس*

كليــة العلــوم الاقتصادية و التجــارية و علــوم التسييـر

أطروحة دكتوراه علوم في:
شعبـة: علوم اقتصادية
تخـصص: إقتصاديات المالية والبنوك

أثر الأزمات المالية على الأسواق المالية – دراسة حالة أزمة اليونان

إعداد الطالب:
خميس كريم

الأستاذ المشرف: أ.د تيميزار أحمد
المشرف المساعد: أ.د بوشارب خالد

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 18 جانفي 2026 أمام لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة	الجامعة
دربان أحمد	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة بومرداس
تيميزار أحمد	أستاذ التعليم العالي	مشرفا	جامعة بومرداس
بوشارب خالد	أستاذ التعليم العالي	مشرفا مساعدا	جامعة بومرداس
قراش محمد	أستاذ التعليم العالي	ممتحنا	جامعة البليدة 2
دعاس خليل	أستاذ التعليم العالي	ممتحنا	جامعة الجزائر 3
قاشي يوسف	أستاذ التعليم العالي	ممتحنا	جامعة البليدة 2

السنة الجامعية: 2026/2025

بسم الله الرحمن الرحيم

إهداء

إلى عائلتـي الغالـية ركيـزة قوتي ومصدر دعمي

إلى روح أمي الغالية رحمها الله

إلى أبي أطـــال الله في عمـره

إلى زوجتي الغالية؛

إلى من حبهم يجـري في عروقي إخـــوتي؛

إلى من شاركني لحظـات التحدي والفرح أطفالي حفظهم الله ورعاهـم؛

إلى كل رفقائي في العمـل

إلى كل من آمن بإمكانياتي وشجعني على التفاني في مجال البحث العلـمي

إلى كل هـؤلاء من أعماق قلبي أهديكم هذا العمل المتواضع.

شكر وعرفان

الشكر لله أولا وآخـرا عـلى توفيقـه لي باتمـام هذا العمـل.

بصـدق الوفـاء والإخـلاص أتقـدم بالشكر إلى مشـرفي الأستـاذ الدكتـور تيميزار أحمد وإلى المشرف المسـاعد الدكتـور بوشارب خالد على نصائحهمـا القيمـة الـتي مكنتـني من إنجـاز الأطـروحة في شكلـها النهـائي، وأتقـدم بالشكـر إلى الأستاذ بوشنب موسى، الأستاذ قلي محمد والأستاذ شيخي بلال الذيـن ساعدوني في إتمـام هذه الأطروحـة، وأتقدم بالشـكر إلى كل من ساعدني من قـريب أو من بـعيد.

كمـا لا يفـوتني أن أتقـدم بالشكر إلى السـادة أعضـاء اللّجنـة علـى قبولهـم مناقشـة هذه الأطروحـة وصرفهـم جزء من وقتهـم الثميـن لأجـل قراءتهـا.

الملخص

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على تأثير الأزمات المالية على الأسواق المالية. ولتحقيق ذلك، أجرينا دراسة تجريبية لفحص تأثير أزمة الديون السيادية التي شهدتها اليونان على مجموعة من الأسواق المالية في ثماني دول أوروبية خلال الفترة الممتدة من الربع الأول من عام 2009 إلى الربع الأخير من عام 2022. وباستخدام نماذج البيانات اللوحية، اعتمدت دراستنا على منهجية الأشعة الذاتية للبيانات المدمجة (PVAR).

ولتحقيق هذا الهدف استندت دراستنا على متغير مؤشر سوق الأوراق المالية كمتغير تابع، ومتغيرات مستقلة ممثلة في الدين الخارجي، الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، العرض النقدي بالمفهوم الواسع (M2)، مؤشر الإنفتاح التجاري. وخلصت هذه الدراسة إلى أن أزمة الديون السيادية كان لها أثار سلبية وإيجابية قصيرة الأجل على الأسواق المالية، ويفسر التأثير الإيجابي الذي يصعب حدوثه بالتوقعات المحسنة أو التدخلات الحكومية. ويفسر التأثير السلبي بحدوث ارتفاع في أسعار الفائدة وزيادة الضرائب على الشركات، وارتفاع مخاطر التخلف عن السداد، وهذا ما يخلق الذعر وبالتالي تنهار مؤشرات الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: أزمة مالية، أزمة دين سيادي، عدوى مالية، أسواق مالية، نماذج البانل.

Abstract:

This study aimed to shed light on the impact of financial crises on financial markets. For this purpose, we conducted an empirical study to examine the effect of the sovereign debt crisis experienced by Greece on a group of financial markets in 8 European countries during the period extending from the first quarter of 2009 to the last quarter of 2022. Using panel data models, our study relied on panel vector autoregression (PVAR) models by incorporating a cross-sectional dimension.

To achieve this objective, the stock market index is used as the dependent variable, while the independent variables include external debt, gross domestic product (GDP), inflation rate, broad money supply (M2), and the trade openness index. The study concludes that sovereign debt crises have both negative and positive short-term effects on financial markets. The positive effect, though rare, can be attributed to improved expectations or government interventions. In contrast, the negative effect is explained by rising interest rates, higher corporate taxation, and increased default risk, which generate market panic and lead to a decline in stock market indices.

Keywords : Financial crisis, sovereign debt crisis, financial contagion, financial markets, panel models.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات:

العنوان	الصفحة
شكر وعرفان	
إهداء	
ملخص البحث	
فهرس المحتويات	
فهرس الجداول والأشكال البيانية	
المقدمة العامة	أ
الإشكالية	ب
فرضيات الدراسة	ج
أهمية البحث	ج
أهداف البحث	د
أسباب اختيار الموضوع	د
حدود البحث	ه
منهج البحث والأدوات المستخدمة	ه
الدراسات السابقة	ه
تقسيمات البحث	ط
الفصل الأول: الخلفية النظرية للأسواق المالية	
مقدمة الفصل	**2**
المبحث الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية	**3**
المطلب الأول: ماهية السوق المالية	**3**
الفرع الأول: تعريف السوق المالية	**3**
الفرع الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية	**4**

الفرع الثالث: وظائف الأسواق المالية	6
الفرع الرابع: شروط إقامة الأسواق المالية	7
الفرع الخامس: المشاركون في الأسواق المالية	8
المطلب الثاني: أنواع السوق المالية	11
الفرع الأول: السوق النقدي:Money Market	11
الفرع الثاني: سوق رأس المال	15
المطلب الثالث: كفاءة السوق المالية	16
الفرع الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي	16
الفرع الثاني: أنواع كفاءة السوق المالية	17
الفرع الثالث: متطلبات كفاءة السوق المالي	18
الفرع الرابع: أشكال فرضية السوق الكفء	19
المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية	22
المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية	22
الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية	22
الفرع الثاني: مراحل تطور سوق الأوراق المالية	23
الفرع الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية	24
الفرع الرابع: أنواع أسواق الأوراق المالية	25
المطلب الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية	27
الفرع الأول: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية	27
الفرع الثاني: استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية	28
الفرع الثالث: كيفية بناء المؤشرات سوق الأوراق المالية	29
الفرع الرابع: أهم مؤشرات أسواق المال العالمية	30
الفرع الخامس: أهداف المؤشرات المالية في الأسواق المالية	34
المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية	36
المطلب الأول: الأسهم	36

الفرع الأول: مفهوم الأسهم	**36**
الفرع الثاني: خصائص الأسهم	**36**
الفرع الثالث: أنواع الأسهم	**37**
المطلب الثاني: السندات	**41**
الفرع الأول: مفهوم السندات	**41**
الفرع الثاني: خصائص السندات	**42**
الفرع الثالث: أنواع السندات	**43**
الفرع الرابع: طرق تسديد السندات	**46**
الفرع الخامس: مزايا ومخاطر الإستثمار بالسندات	**47**
المطلب الثالث: المشتقات المالية	**50**
الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية	**50**
الفرع الثاني: المتعاملون بالمشتقات المالية	**51**
الفرع الثالث: أنواع المشتقات المالية	**51**
الفرع الرابع: مخاطر التعامل في المشتقات المالية	**60**
خلاصة الفصل الأول	**62**
الفصل الثاني: الإطار النظري للأزمات المالية	
مقدمة الفصل الثاني	**64**
المبحث الأول: الأزمات المالية	**65**
المطلب الأول: مفهوم الأزمة	**65**
الفرع الأول: تعريف الأزمة	**65**
الفرع الثاني: خصائص الأزمة	**67**
الفرع الثالث: مراحل الأزمة	**67**
المطلب الثاني: ماهية الأزمة المالية	**69**
الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية	**69**

الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية	**70**
الفرع الثالث: أسباب الأزمة المالية	**71**
الفرع الرابع: أنواع الأزمات المالية	**74**
المبحث الثاني: عدوى الأزمات المالية ونظام التنبؤ بالأزمات المالية	**77**
المطلب الأول: عدوى الأزمات المالية	**77**
الفرع الأول: مفهوم العدوى المالية	**77**
الفرع الثاني: نماذج العدوى المالية	**78**
الفرع الثالث: قياس انتشار عدوى الأزمات المالية	**80**
الفرع الرابع: أنواع العدوى المالية Types of contagion	**80**
المطلب الثاني: نظام الإنذار المبكر بالأزمات المالية	**82**
الفرع الأول: تعريف نظام الإنذار المبكر بالأزمات المالية	**82**
الفرع الثاني: آليات عمل نظام الإنذار المبكر	**83**
الفرع الثالث: مؤشرات الإنذار المبكر	**84**
الفرع الرابع: كفاءة نظم الإنذار المبكر	**85**
المبحث الثالث: تاريخ الأزمات المالية	**87**
المطلب الأول: الأزمة المالية عام 1929 (الكساد الكبير أو الكساد العظيم)	**87**
الفرع الأول: أسباب أزمة عام 1929	**87**
الفرع الثاني: الإجراءات المتخذة لمواجهة أزمة 1929	**88**
المطلب الثاني: أزمات الثمانينات من القرن العشرين	**89**
الفرع الأول: أزمة الديون العالمية 1982	**89**
الفرع الثاني: أزمة أكتوبر 1987	**91**
الفرع الثالث: أزمة البورصات العالمية سنة 1989	**92**
المطلب الثالث: أزمات التسعينات من القرن العشرين	**93**
الفرع الأول: الأزمة المكسيكية	**93**
الفرع الثاني: الأزمة المالية عام 1997:(الأزمة الأسيوية)	**96**

الفرع الثالث: الأزمة المالية الروسية 1998-1999	**98**
الفرع الرابع: الأزمة المالية في الأرجنتين عام 1998	**99**
المطلب الرابع: أزمات القرن الواحد والعشرون	**100**
الفرع الأول: أزمة" فقاعات شركات الانترنت"	**100**
الفرع الثاني: الأزمة المالية العالمية عام 2008	**101**
خلاصة الفصل الثاني	**122**
الفصل الثالث: أزمة الدين السيادي اليوناني	
مقدمة الفصل الثالث	**124**
المبحث الأول: مفهوم أزمة الديون السيادية	**125**
المطلب الأول: ماهية الديون السيادية	**125**
الفرع الأول: تعريف الديون السيادية	**125**
الفرع الثاني: أنواع الديون السيادي	**126**
الفرع الثالث: مخاطر الديون السيادية	**127**
الفرع الرابع: تصنيف الديون السيادية	**129**
الفرع الخامس: طرق تخفيض مستويات الدين السيادي المرتفعة	**132**
المطلب الثاني: ماهية أزمة الديون السيادية	**136**
الفرع الأول: تعريف أزمة الديون السيادية	**136**
الفرع الثاني: أسباب أزمة الديون السيادية	**136**
المبحث الثاني: أزمة الديون السيادية اليونانية	**142**
المطلب الأول: ماهية أزمة الديون السيادية اليونانية وأسباب حدوثها	**142**
الفرع الأول: معلومات عن اليونان	**142**
الفرع الثاني: ماهية أزمة اليونان	**143**
الفرع الثالث: المؤشرات الاقتصادية اليونانية قبل الأزمة	**143**
المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية اليونانية	**150**

المبحث الثالث: آثار أزمة الديون السيادية اليونانية وطرق حلها	**154**
المطلب الأول: آثار أزمة الديون السيادية اليونانية	**154**
الفرع الأول: آثار الأزمة على المستوى المحلي	**154**
الفرع الثاني: أثر أزمة اليونان على دول منطقة اليورو	**158**
المطلب الثاني: حلول الأزمة المالية اليونانية	**160**
الفرع الأول: تدابير التقشف من جانب الحكومة اليونانية	**160**
الفرع الثاني: برامج الإنقاذ من جانب الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي	**161**
خلاصة الفصل الثالث	**168**
الفصل الرابع: أثر أزمة الدين اليونانية على الأسواق المالية الأوروبية	
مقدمة الفصل الرابع	**169**
المبحث الأول: نماذج بيانات البانل	**170**
المطلب الأول: مفهوم نماذج بيانات البانل	**170**
الفرع الأول: تعريف بيانات البانل	**170**
الفرع الثاني: معادلة نموذج البانل	**171**
الفرع الثالث :أهداف معطيات البانل	**172**
المطلب الثاني: أنواع نماذج البانل	**173**
الفرع الأول: النماذج الأساسية لتحليل البانل الساكن	**173**
الفرع الثاني: نماذج البانل الديناميكي	**175**
المطلب الثالث: دراسة الاستقرارية والتكامل المشترك في نماذج البانل	**177**
الفرع الأول: دراسة الاستقرارية	**177**
الفرع الثاني: اختبار التكامل المشترك في السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Cointegration)	**181**
المبحث الثاني: النموذج القياسي	**185**
المطلب الأول: توصيف النموذج	**185**
الفرع الأول: عينة الدراسة	**185**

الفرع الثاني: متغيرات الدراسة	**185**
الفرع الثالث: الوصف الإحصائي للمتغيرات	**188**
المطلب الثاني: دراسة الإستقرارية والتكامل المشترك للبيانات المدمجة	**189**
الفرع الأول: دراسة الإستقرارية للبيانات المدمجة	**189**
الفرع الثاني: اختبار للتكامل المشترك للبيانات المدمجة	**191**
المطلب الثالث: تقدير النموذج	**192**
الفرع الأول: تحديد التأخيرات المثلى للنماذج المقدرة	**192**
الفرع الثاني: تقدير نموذج Pvar	**192**
الفرع الثالث: اختبار السببية: PANEL CAUSALITY	**196**
خلاصة الفصل الرابع	**198**
الخاتمة العامة	**199**
قائمة المراجع	**204**
قائمة الملاحق	**223**

فهرس الجداول والأشكال البيانية

I. فهرس الجداول:

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) في اليونان من سنة 1999 إلى سنة 2009.	144
2	معدلات البطالة في اليونان من سنة 1999 إلى سنة 2009 .	146
3	الميزان التجاري في اليونان من سنة 2000 إلى سنة 2009 .	147
4	معدلات التضخم في اليونان من سنة 2000 إلى غاية سنة 2009.	148
5	العجز الحكومي في اليونان من سنة 2001 إلى غاية سنة 2009.	149
6	تنافسية الإقتصاد اليوناني من سنة 1999 إلى غاية سنة 2009.	150
7	مؤشرات الاقتصاد الكلي للاقتصاد اليوناني من سنة 2007 إلى سنة 2009) (كنسبة مئوية من الناتج المحلي الاجمالي).	153
8	النسبة المئوية للبطالة في اليونان من سنة 2006 إلى سنة 2017 .	156
9	برنامج التكييف الأول لليونان.	163
10	برنامج التكييف الثاني لليونان.	165
11	برنامج التكييف الثالث لليونان.	167
12	متغيرات الدراسة ومصادر البيانات	187
13	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	188
14	نتائج اختبارات الإستقرارية لمتغيرات الدراسة.	190
15	نتائج اختبار بدروني للتكامل المشترك. (Pedroni Residual Cointegration Test)	191
16	نتائج التأخيرات المثلى للنماذج المقدرة	192

17	تقدير معاملات نموذج PVAR	193
18	نتائج اختبار هوسمان للتأثيرات العشوائية	194
19	نتائج اختبارات السببية لنموذج PVAR المقدر	197

II. فهرس الأشكال البيانية:

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	المعلومات التي تقوم عليها الصيغ الثلاث لكفاءة السوق.	21
2	أنواع المشتقات المالية	52
3	سيرورة الأزمة المالية العالمية	108

قائمة الرموز والإختصارات

قائمة الرموز والإختصارات:

الإختصار أو الرمز	الدلالة أو المعنى
AEX	Amesterdam Stock Exchange
CDAX	The acronym CDAX stands for Composite DAX
CAC40	Cotation Assistée en Continu 40
CBOT	Chicago Board of Trade
EFSF	European Financial Stability Facility
ESM	European Stability Mechanism
EUR	EURO
FRA	Future contracts
FME	Fix Panel
FT-SE100	Financial Times Stock Exchang 100 Index
GDP	Gross domestic Product
GLS	Generalized least squares
GMM	Generalized method of moments
HFSF	Hellenic Financial Stability Fund
HRDAF	Hellenic Republic Asset Development
IBM	International Business Machines Corporation
IPS test	Im Pedaran and Shin
KOSPI	Korea Composite Stock Price Index
LLC test	Levin Lin and Chu test
MDAX	Mid-Cap-Dax
M2	Broad money supply (M2)
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated

	Quotations
N225	Nikkei 225 Stock Index
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OLS	Ordinary least squares
PANEL DATA	Longitudinal data
PME	Pooled Regression Model
PSI-20	Portugese Stock Index20
PVAR	Panel Vector Autoregression
REM	Random Effects Model
S&P 500	Standard & Poors's 500
SBA	Standby Arrangement
Tradeop	Trade openness
TSE	Tokyo Stock Exchange
VAR	Panel Vector Autoregression

فهرس الملاحق:

فهرس الملاحق:

الرقم	الملحق	الصفحة
1	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	224
2	نتائج اختبار التكامل المشترك لبدروني	225
3	نتائج اختبار تحديد التأخيرات المثلى للنماذج المقدرة	226
4	تقدير معاملات نموذج FEM	227
5	تقدير معاملات نموذج REM	228
6	نتائج اختبار هوسمان للتأثيرات العشوائية	229
7	نتائج اختبارات السببية لنموذج PVAR المقدر	230

مقدمة

عرفت أسواق الأوراق المالية تطورا كبيرا في ظل العولمة المالية وتطور الإقتصاديات المعاصرة. إذ استطاعت بعض الدول الصناعية الكبرى إقامة أسواق أوراق مالية متطورة، وفرت التمويل اللازم لمشاريعها التنموية، وساهمت في زيادة إنسيابية رؤوس الأموال فيما بين الدول.

إلى جانب هذه الأسواق المتقدمة، توجد أسواق حديثة العهد سجلت اسمها في وسط أسواق الأوراق المالية، لم ترق بعد إلى مستوى الأسواق المتقدمة، أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة، والتي ازدادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية، واستقطاب هذه الأسواق لتدفقات مالية ضخمة وتطور مصادر التمويل من الإعتماد على القروض المصرفية إلى أسواق الأوراق المالية، فشهدت بذلك هذه الأسواق نموا كبيرا. وأكثر مظاهر تطور هذه الأسواق هو عملية توجهها نحو التحرر المالي والسعي وراء الاندماج مع أكبر أسواق الأوراق المالية العالمية بهدف زيادة معدلات الاستثمار فيها.

سواء كانت أسواق الأوراق المالية متقدمة أو ناشئة، فإنها تتعرض للعديد من الأزمات المالية التي تهدد استقرارها، ونظرا لكثرة الأزمات المالية التي شهدها العالم مع نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين وانعكاساتها على أسواق الأوراق المالية، أصبح موضوع الأزمات يشد انتباه الكثير من الاقتصاديين.

تتعرض الدول بالفعل لأزمات مالية عديدة، قد تنبع من مصادر مختلفة، محلية ودولية. ويمكن أن يكون لهذه الأزمات آثار بعيدة المدى على الاستقرار الاقتصادي، والرفاهية الإجتماعية، وحتى العلاقات الدولية. في العقود الأخيرة، تسارع تراكم الديون على مستوى العالم، مدفوعا بالسياسات النقدية والمالية التوسعية، والأزمات الاقتصادية، والاحتياجات المالية المتزايدة للحكومات.

إن أبرز الأزمات التي مر بها العالم التي تنحصر أسبابها إجمالا في عنصرين الأول الاضطرابات التي تحدث في القطاعات المالية مثل التوسع في الإقراض بصورة مفرطة والثاني هو الخلل الذي يصيب عناصر الاقتصاد الكلي مثل التضخم واختلال شروط التبادل التجاري بين الدول واضطراب أسعار الصرف.

للأزمة المالية وقع وأثر كبيرين على اقتصاديات البلدان، إذ أنها غالبا ما سببت تدهورا حادا في الأسواق المالية نظرا لفشل الأنظمة المصرفية في أداء مهامها الذي ينعكس في تدهور في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم،

وواجه الاقتصاد العالمي أزمة مالية حقيقية عصفت بالأسواق المالية الدولية، وأثرت على البنوك والمؤسسات المالية بصفة خاصة وبشكل لم يسبق له مثيل منذ أزمة 1929، وتعود بداية الأزمة إلى أغسطس/آب سنة 2007 عبر ما يسمى بـ"أزمة الرهن العقاري". وقد تفاقم هذا الاتجاه بسبب الأزمة المالية العالمية في عام 2008، حيث انخرطت الحكومات في مستويات غير مسبوقة من الاقتراض؛ لتحقيق الاستقرار في اقتصاداتها. ومواجهة تحديات جديدة، مثل: الضغوط التضخمية والمخاطر الجيوسياسية، اكتسبت قضية الديون العالمية إلحاحا متجددا وأصبحت أزمة الديون العالمية تشكل تحديا كبيرا لكل من الاقتصادات المتقدمة والناشئة، حيث تهدد مستويات الديون غير المستدامة الاستقرار المالي وآفاق النمو في الأمد البعيد. ولا بد من معالجة أسباب تراكم الديون العالمية (السياسات النقدية التوسعية، والإنفاق المالي الناجم عن الأزمة، والضعف الاقتصادي البنيوي) من خلال الجمع بين الجهود الوطنية والدولية.

وسيتم استعراض من خلال هذا البحث دراسة حالة الأزمة اليونانية التي بدأت في أواخر عام 2009 وذلك مع انتشار المخاوف بين المستثمرين حول عدم قدرة اليونان على الوفاء بديونها نتيجة الزيادة الحادة لحجم الدين العام. وقد أدى ذلك إلى أزمة ثقة في الأسواق المالية اتضحت بارتفاع الفائدة على السندات اليونانية وارتفاع التأمين على السندات اليونانية ضد التخلف عن السداد. ومع تزايد حجم الديون العمومية وارتفاع عجز الموازنة واجه الاقتصاد اليوناني ضعفا في النمو وهو ما عقد من وضع اليونان وصعب من قدرتها على الحصول على قروض جديدة لتسديد ديونها السابقة.

1. الإشكالية:

ومن خلال ما سبق ذكره، يمكن صياغة إشكالية هذه الدراسة على النحو التالي:

كيف أثرت الأزمة المالية اليونانية على الأسواق المالية العالمية والأوروبية؟

2. الأسئلة الفرعية:

تحت هذه الإشكالية الرئيسية تندرج بعض التساؤلات الفرعية والمتمثلة في:

- فيما تتمثل الأسواق المالية؟

- هل نتائج الأزمات المالية العالمية على الإقتصادات والمجتمعات هو تأثير سلبي كبير؟
- ماهي أسباب حدوث أزمة الدين السيادي اليونانية؟
- هل أثرت أزمة الدين السيادي في اليونان على السوق المالي اليوناني والأسواق المالية لباقي الدول الأوروبية؟

3. فرضيات البحث:

للإجابة على التساؤلات المطروحة، يمكن وضع جملة من الفرضيات على النحو الموالي:

- الأسواق المالية هي مكان التقاء الباعة والمشترين لتبادل أدوات مالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية.
- تتسبب الأزمات المالية العالمية في نتائج مدمرة على الاقتصادات والمجتمعات.
- حدثت أزمة الدين السيادي اليونانية بسبب عوامل داخلية وخارجية.
- أثرت الأزمة المالية اليونانية على السوق المالي اليوناني والأسواق المالية لباقي الدول الأوروبية في فترات زمنية بشكل إيجابي وفي فترات أخرى بشكل سلبي.

4. أهمية البحث:

يمكن إبراز أهمية البحث فيما يلي:

- الأزمة المالية أصبحت تهم الاقتصاديين بشكل كبير نظرا لحدوثها يشمل متتالي في السنوات الأخيرة.
- تعد سوق الأوراق المالية جزء لا يتجزأ من القطاع المالي في اقتصاديات الدول التي تتبنى النظام الرأسمالي.
- نظرا لتكرار الأزمات المالية يقتضي الأمر البحث عن أسباب وقوعها.
- الأزمات الأخيرة تتصف بسرعة الانتشار بفعل العدوى نظرا لترابط الاقتصاديات فيما بينها وظاهرة اندماج الأسواق.

5. أهداف البحث:

نظرا للإعتبارات السابقة، فإن الهدف من هذه الدراسة يكمن فيما يلي:

- محاولة التعرف على الأزمة المالية قصد معرفة أنواعها وأهم الأسباب المؤدية لها ومن ثم معرفة العلاقة بين تلك الأنواع.
- دراسة الأسواق المالية التي تعد جزء لا يتجزأ من القطاع المالي وبالتالي نهدف إلى دراسة مدى تأثرها بالأزمة المالية العالمية التي هي تمس هذا القطاع فهل بالتالي سوف تمس كذلك الأسواق المالية.
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية فعالة. ومن ثم البحث في خصوصية المراكز الدولية للأسواق المالية من أجل معرفة عوامل نجاحها.
- محاولة تقديم بعض المؤشرات التي تسبق حدوث الأزمة قصد التخفيف من حدة آثارها.
- إعطاء بدائل عوض صندوق النقد الدولي لمواجهة أزمات الدين السيادي.

6. أسباب اختبار الموضوع:

من بين أهم الأسباب التي دفعتنا إلى إختيار موضوع البحث ما يلي:

- محاولة التعرف على الأسس التي يقوم عليها النظام النقدي الدولي، والتعرف على أسباب تطوره.
- توالي الأزمات المالية العالمية الشيء الذي يدفع للتفكير في تناول مثل هذا البحث ومحاولة دراسته.
- محاولة التعرف بنوع من الدقة على الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمات المالية، والتي يمكن من خلالها إتخاذ الإجراءات للحد من وقوعها أو على الأقل التخفيف من آثارها.
- الرغبة في تناول مثل هذه المواضيع وإثراء المكتبة الجامعية بموضوع يدرس أحد انشغالات مختلف الدول المتقدمة منها والنامية، وبالتالي فالجزائر كونها واحدة من هذه الدول فالموضوع يخصها.

7. حدود البحث:

تقتصر دراستنا على تحليل دراسة أثر الأزمات المالية على الأسواق المالية وذلك بالتطبيق على عينة من ثمانية دول أوروبية خلال الفترة الممتدة من سنة 2009 الى سنة 2022.

8. منهج البحث والأدوات المستخدمة:

من أجل إنهاء تطلعات هذه الدراسة، ونظرا لطبيعتها الإقتصادية والمالية، ومن طبيعة وبنية الإشكالية التي تعالجها، فإنه يتعين إعتماد مختلف المناهج المستعملة في هذا النوع من الدراسات، وعليه، تم الإعتماد على كل من المنهج الوصفي والتحليلي، والمنهج الكمي. حيث نستعمل المنهج الوصفي التحليل من خلال وصف الجوانب النظرية للأسواق المالية والأزمات المالية العالمية وأزمة الدين السيادي ووصف وتحليل أزمة الديون السيادية اليونانية، ونستعمل المنهج الكمي من خلال دراسة أثر الديون السيادية اليونانية على الأسواق المالية لمجموعة من الدول الأوروبية من خلال اعتماد نماذج البانل.

من أجل القيام بإنجاز هذا البحث تم استعمال الأدوات الآتية:

- الإعتماد عدة مراجع من كتب، مجلات، مذكرات، تقارير، ملتقيات وطنية وكانت هذه المراجع باللغتين العربية والأجنبية.
- الإستعانة بشبكة الإنترنت من أجل الحصول على الدراسات الحديثة التي يتعذر علينا إيجادها في المكتبات.
- الإتصال بالأساتذة الجامعيين المختصين في المجال من أجل الإستشارة وطلب التوجيه.

9. الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات والرسائل الجامعية التي عالجت موضوع أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية ومن زوايا عديدة أهمها:

- علاء الدين عوض الطراونة، **تطوير نظام إنذار مبكر لتوقع الأزمات الاقتصادية في الأردن**، رسالة ماجستير مقدمة بكلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، أوت 2004، تتمحور إشكالية

هذا البحث في إمكانية تحديد عدد من المؤشرات الريادية القادرة على التنبؤ بالأزمات قبل وقوعها، حيث يرى صاحب البحث أن الإنعكاسات التي أفرزتها الأزمة المالية 1989 في الأردن تؤكد ضرورة بناء نظام إنذار مبكر اقتصادي قادر على التنبؤ باتجاهات التغير في المؤشرات الريادية المالية والاقتصادية ومراقبة أداءها من خلال الوسائل الإحصائية للتنبؤ وتقييم المخاطر في القطاع المالي وفي الإقتصاد الحقيقي. وفي الأخير خلص صاحب البحث إلى أنّ نظام الإنذار المبكر قادر على التنبؤ بوقوع الأزمات الإقتصادية في الأردن وأنّ نظام الإنذار المبكر يمكن أن يحدد مصدر حدوث الأزمة.

نتوافق مع الباحث في نتائجه التي توصل إليها ولكن عمليا أثبتت التجارب فشل نظام الإنذار المبكر لصندوق النقد الدولي، ذلك أنّ المؤشرات المأخوذة في تصميم النموذج ليست وحدها المسؤولية في حدوث الأزمة بل هناك إعتبارات أخرى لا اقتصادية وغير قابلة للتسمية تسببت بشكل فاضح في حدوث الأزمات سيتم التطرق إليها من خلال هذه الدراسة.

- بن ثابت علال، **الأسواق المالية في ظل العولمة –بين الأزمات ومظاهر التجديد**، رسالة ماجستير مقدمة بالمدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر، 2002 – 2003، تتمحور إشكالية هذا الموضوع حول عولمة الأسواق المالية وما صاحبها من أزمات ومظاهر للتجديد، وقد حاول الباحث مناقشة هذا الموضوع من خلال خمسة فصول، الفصل الأول قام فيه بإلقاء نظرة شاملة على الأسواق المالية وقصد بالأسواق المالية هنا سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وفي الفصل الثاني تناول تأثيرات العولمة على النظام المالي بصفة عامة وعلى الأسواق المالية بصفة خاصة . أما في الفصل الثالث عرض الخلفية النظرية للأزمات المالية، وفي الفصل الرابع قام بسرد لجوانب هذا التجديد وتحليل دور المنتجات المشتقة، باعتبارها أهم تلك الجوانب في أسواق المال وفي الفصل الأخير تم استقراء واقع الأسواق المالية في كل من الدول المتقدمة والتي تعبر عن النموذج المتطور لها ثم في الأسواق الناشئة التي تعبر عن نموذج الأسواق التي عرفت أزمات واضطرابات انتشر صداها ليشمل معظم دول العالم، ثم إلى الأسواق العربية. وقد توصل الباحث إلى مجموعة من نتائج من بينها أنه كان للعولمة أثر بالغ على النظام المالي من خلال العولمة المالية التي ترمي

أساسا إلى تحرير العمليات المالية وفتح حساب رأس المال نحو الخارج وأدى ذلك إلى تزايد درجة ارتباطها واندماجها وذكر في هذا الإطار أنّ الأزمة المالية التي تعبر حسب رأي الباحث على أنها انهيار النظام المالي ككل، يمكن أن تظهر في أحد المتغيرات المالية سرعان ما تنتشر عبر قنوات إلى مختلف فروع ذلك النظام، ولقد ساعدت العولمة المالية على زيادة حدة وسرعة انتشار تلك الأزمات بين الدول من خلال ترابط الأسواق وتشابكها.

نرى أننا متفقون بنسبة كبيرة في هذه النتائج المتوصل إليها، ولكن هناك عوامل أخرى كانت السبب في خلق الأزمات بالإضافة إلى العولمة المالية، صحيح أنها كانت في الواجهة أو يمكن اعتبارها القطرة التي أفضت الكأس، فمثلا سرعة الاندماج وعدم التحكم في الظروف الداخلية هي أيضا من بين أسباب ظهور الأزمات.

- وليد أحمد الصافي، **الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق**، أطروحة دكتوراه دولة مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول: إمكانية الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرون العرب من توظيف مدخراتهم المالية الموظفة في الخارج والتي منيت بخسائر وهزات كلما تعرضت الأسواق المستقطبة لها لهزات عنيفة أو شديدة الوقع، وقد قسم الباحث دراسته إلى خمسة فصول رئيسية، حيث خصص الفصل الأول للمبادئ والمفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية والذي تناول فيه أهمية ووظائف البورصة، الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية، أقسام السوق المالي وكفاءتها ووسطاء السوق المالية. أما الفصل الثاني تناول فيه المراكز المالية الدولية، حيث تعرض فيه إلى أساليب الربط بين البورصات ومستحدثات الأسواق من الأدوات المالية. وفي الفصل الثالث تطرق إلى الأزمات المالية الدولية كأزمة الكساد الكبير 1929 وكذا أزمة الاثنين الأسود 1987، بالإضافة إلى أزمة سوق الأوراق المالية في الكويت وأزمة المكسيك وأخيرا الأزمة المالية الآسيوية. ثم في الفصل الرابع تناول واقع الأسواق المالية العربية من خلال النشأة التاريخية لأسواق رأس المال العربية وتشريعات البورصات العربية وفي الأخير عرض خصائص ومعوقات الربط بين البورصات. والفصل الخامس والأخير الذي جاء بعنوان بعض الإسهامات لتنشيط البورصات العربية والذي تناول فيه الأدوات المالية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية كما تناول دور المصارف العربية والبنوك المركزية في

تنشيط البورصات العربية، وأخيرا تناول تجربة ربط البورصات العربية من خلال الاتفاقية الثلاثية بين أسواق الكويت، لبنان ومصر.

توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجهه عدة عوائق حالت دون تحققه، وأن تطور هذه الأسواق العربية مرتبط بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات، حيث يرى ضرورة وجود ارتباط وثيق بين هذه الأسواق في حين أن الحل ليس في تحقيق الترابط بينها وإنما في إصلاح أوجه القصور المتمثلة في جانب توحيد التشريعات والتنظيمات، توسيع نطاق السوق، إزالة كافة الإضطرابات في السياسات الإقتصادية المتبعة وتوفير مناخ الاستثمار الملائم. إذ في المرحلة الأولى يتم تكوين سوق مالية ناشئة، ثم تأتي عملية التكامل بين البورصات العربية الذي تهدف إلى تنمية آفاق التعاون بين البورصات العربية وتذليل العقبات أمام انسياب الإستثمارات والأموال العربية فيما بينها، وهذا يؤدي إلى إقامة سوق مال عربية تعمل على تجميع المدخرات وإعادة استثمارها في المنطقة العربية بما يضمن تمويل خطط التنمية المطروحة في الوطن العربي.

- بوغنبوز أمينة، **دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمارات – دراسة حالة: بورصة الجزائر**، أطروحة دكتوراة مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2023 - 2024، تتمحور إشكالية هذا البحث حول واقع بورصة الجزائر للقيم المنقولة وعن استطاعتها في ظل هذا الواقع أن تساهم في توفير التمويل المنشود للمؤسسات المدرجة، وقد حاول الباحث مناقشة هذا الموضوع من خلال ثلاث فصول، الفصل الأول تطرق فيه للإطار النظري لسوق الأوراق المالية، أما في الفصل الثاني تطرق إلى تمويل الاستثمار عن طريق سوق الأوراق المالية، والفصل الثالث كان لتقييم فعالية التمويل عن طريق بورصة الجزائر للقيم المنقولة.

  توصل الباحث إلى مجموعة من نتائج من بينها أن هناك ضعفا حقيقيا في بورصة الجزائر للقيم المنقولة ويظهر ذلك من خلال قلة عدد الشركات المدرجة،
- محدودية نشاط بورصة الجزائر تؤدي إلى الغياب الشبه الكلي لدورها في عملية تمويل الاستثمارات.
- تتعدد العوامل التي أدت إلى محدودية نشاط بورصة الجزائر وضعف دورها التمويلي بين عوامل اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية.

- يمثل غياب الثقة والوعي الثقافي بأهمية دور البورصة لدى المجتمع الجزائري وعدم تقبلها كآلية للاستثمار وتفضيله اكتناز الأموال أو استثمارها في شراء العقارات والذهب، بالإضافة إلى الحاجز الذي يفرضه الوازع الديني في ظل عدم شرعية التعامل بمختلف الأدوات المالية الموجودة أهم العوامل الثقافية والاجتماعية المساهمة في محدودية نشاط بورصة الجزائر.

10.تقسيمات البحث:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقا من الفرضيات التي تمت صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول وذلك كما يلي:

- **الفصل الأول:** يهتم الفصل بالخلفية النظرية للأسواق المالية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى مفاهيم حول الأسواق المالية، وفي المبحث الثاني إلى سوق الأوراق المالية، وفي المبحث الثالث إلى الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- **الفصل الثاني:** تناولنا فيه الإطار النظري للأزمات المالية، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى الأزمات المالية، وفي المبحث الثاني إلى عدوى الأزمات المالية ونظام التنبؤ بالأزمات المالية، وفي المبحث الثالث إلى تاريخ الأزمات المالية.
- **الفصل الثالث:** خصص لأزمة الدين السيادي اليوناني، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى مفهوم أزمة الديون السيادية، وفي المبحث الثاني إلى أزمة الديون السيادية اليونانية، وفي المبحث الثالث إلى أثار أزمة الديون السيادية اليونانية وطرق حلها.
- **الفصل الرابع:** الذي درسنا فيه أثر الأزمة المالية اليونانية على الأسواق المالية الأوروبية حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، تطرقنا في المبحث الأول إلى نماذج البانل وتطرقنا في المبحث الثاني إلى النموذج القياسي.

الفصل الأول: الخلفية النظرية للأسواق المالية

مقدمة الفصل

تمثل الأسواق المالية عنصرا هاما وحيويا في أي اقتصاد، حيث تقوم الأسواق المالية بعدة وظائف مثل تخصيص رأس المال بكفاءة وتقليل تكاليف المعاملات والمخاطر المالية وتوفير السيولة. وقصد التعرف أكثر على خصوصيات سوق الأوراق المالية وكذا المتطلبات الأساسية لإنشائه، وكفاءة الأسواق المالية. تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

–المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية؛

– المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية؛

– المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المال

المبحث الأول: مفاهيم حول الأسواق المالية

الأسواق المالية وسيلة فعالة في تحريك المدخرات إلى قنوات الإستثمار وقاعدة رئيسية للنمو الإقتصادي لأي دولة، ولها دور هام في دفع عجلة النمو الاقتصادي لما تملكه من أدوات تمويلية متنوعة.

وقصد التعرف على ماهية الأسواق المالية، قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب كالآتي:

المطلب الأول: ماهية السوق المالية

المطلب الثاني: أنواع السوق المالية

المطلب الثالث: كفاءة السوق المالية

المطلب الأول: ماهية السوق المالية

تعتبر الأسواق المالية أداة محورية لعمل الاقتصادات، حيث تعمل كبنية تحتية حيوية لتدفق رأس المال والسيولة، وهي تشمل منصات وأنظمة مالية مختلفة حيث يتم تداول الأدوات، مما يوفر بيئة منظمة للمشترين والبائعين.

من خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على ماهية السوق المالية، حيث نتطرق لتعريف السوق المالية، التطور التاريخي لها، وظائفها، شروط إقامتها، المشاركين فيها.

الفرع الأول: تعريف السوق المالية

هناك عدة تعاريف للسوق المالي نورد بعضها فيما يلي:

التعريف الأول:

الأسواق المالية هي وسيلة لعرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي Formation Capital أي صناعة رأس المال الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج. إن الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الإستثمارات).[1]

[1] محمد أحمد عبد النبي، **الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)**، زمزم ناشرون وموزعون، عمان-الأردن، 2009، ص، ص:22، 23.

التعريف الثاني:

يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لأجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراده ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، وهكذا يمكن القول إن السوق المالية تشتمل على البنك المركزي، والبنوك التجارية، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار المالي، والمؤسسات المالية، وبورصات الأوراق المالية، وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية.[1]

التعريف الثالث: وفقا لبريغهام (Brigham) ، يوجين ف (Eugene F) ، " المكان حيث يتم الجمع بين الأشخاص والمنظمات الراغبين في اقتراض الأموال مع أولئك الذين لديهم أموال فائضة يسمى السوق المالية".[2]

يمكن تقديم تعريف شامل للأسواق المالية كمايلي:

السوق المالي هو مكان التقاء البائعين والمشترين لإتمام الصفقات المالية فيما بينهم وتبادل الأصول المالية، سواء تبادلا للأصول المالية قصير الأجل أم كان متوسطا أو طويل الأجل. ويتم التبادل بطريقة منظمة ومدروسة اعتمادا على القوانين واللوائح والتعليمات التي تضمن سير هذه العملية بنجاح تحقيقا للعائد المتوقع بما يتناسب مع المخاطر المحتملة، وبذلك يتم توجيه المدخرات الوجهة الصحيحة ضمانا لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق. إن السوق المالي لم يعد محصورا في إطار مكاني محدد، فالمكان في حد ذاته ليس شرطا أساسيا لوجود السوق (مع العلم أن مواصفات هذه المكان تزيد من كفاءة السوق) بل يكفي مجرد وجود وسيلة اتصال فاعلة بين البائع والمشتري لوجود هذا السوق.[3]

الفرع الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية:

مرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل وهي:[4]

---

[1] حريزي رابح، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس للنشر والتوزيع، الجزائر، ص، ص: 20، 21.

[2] S Gurusamy, **Capital Markets**, Second edition, Tata Magraw Hill, New Delhi, India, 2009, p:1.

[3] صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم: النظرية والتطبيق، دار جليس الزمان، عمان، الأردن، 2009، ص:12.

[4] جمال جويدان الجميل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص، ص :18،19.

المرحلة الأولى:

وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية وغيرها من المشاريع، الأمر الذي أدى إلى اتساع المعاملات التجارية وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، حيث أصبح الفرد عاجزا عن تمويلها مما أدى إلى عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية:

تميزت هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد البنك المركزي.

المرحلة الثالثة:

ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط الأجل والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية، وبنوك التنمية والاستثمار...الخ. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة.

المرحلة الرابعة:

هذه المرحلة ظهرت الأسواق النقدية وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة:

في هذه المرحلة اندمجت الأسواق المالية مع الأسواق النقدية واندمجت الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية لتطور وسائل الاتصال المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأوراق المالية والأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

الفرع الثالث: وظائف الأسواق المالية

يمكن إيجاز وظائف الأسواق المالية في النقاط التالية:[1]

- المساهمة في تعظيم الثروة المتمثلة في القيمة الرأسمالية للأوراق المالية وارتفاع قيمة الأسهم، وتوفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الإستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها والحصول على السيولة، مما يقلل من درجة المخاطرة.
- توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد للمشاريع ذات الجدوى الاقتصادية العالية، والمساهمة في زيادة معدل نمو الناتج من خلال الدور الفاعل في مجال الادخار والإستثمار.
- نقل رؤوس الأموال من القطاعات الفائضة إلى قطاعات العجز والمواءمة بين وحدات الفائض ووحدات العجز من خلال تسهيل مهمة الدخول إلى السوق لتجميع المدخرات من مختلف الشرائح والقطاعات، وتحويلها إلى وحدات العجز بهدف المساهمة في ارتفاع معدلات النمو الإقتصادية وزيادة الاستثمار ثم الإنتاج والإستغلال الأمثل للموارد المتاحة والإرتقاء بالوحدات ذات الجدوى الإقتصادية المرتفعة.
- المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدولة من خلال دخول البنك المركزي إلى السوق والتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية.
- جذب المستثمرون من خارج البلاد للمساهمة في المشاريع الكبيرة، مستفيدين بذلك من مفردات مظاهر العولمة في الإنفتاح واستخدام تقنيات البيانات وتكنولوجيا المعلومات.
- سد الفجوة التمويلية للمشاريع والناجمة عن عزوف البنوك عن تمويلها وتوفير السيولة وتخفيض التمويل قصير الأجل.
- توفر الحماية للمستثمرين من أخطار الإستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصاديا، من خلال شروط الإدراج في السوق المالي ومراقبة عمليات تداول الأوراق المالية وإيجاد أدوات للتحوط ضد المخاطر كالمشتقات المالية مثلا.
-

[1] أرشد التميمي، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص، ص:28،29.

الفرع الرابع: شروط إقامة الأسواق المالية

يتطلب إنشاء سوق مالي توفر عدة شروط يمكن إجمالها في الآتي:

أولا: زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة:

حيث تعتبر المؤسسات بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد، وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم، لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والذي بدوره يتحول إلى عمليات استثمارية منتجة، والتي لا يمكن أن تتم دون توفر المؤسسات المالية.[1]

ثانيا: تحويل المدخرات إلى استثمارات

تعد السوق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات؛ لكون هذا السوق مجالا لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية، والتي تمثل حصصا من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية.[2]

ثالثا: إنشاء بورصات الأوراق المالية:

تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الإقتصاد المختلط، ويلعب كل من القطاع العام والقطاع الخاص دوره في هذا الشأن. [3]

رابعا: الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها:

تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات لابد أن يكون مصحوب بإعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، ولابد من مراقبة البيانات الواردة في الإعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين وحتى تكون هذه الإعلانات ذات صبغة جدية.[4]

---

[1] عزيزة بن يسمينه، **البورصة والأسواق المالية (دراسة تحليلية)**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص:32.

[2] علي سيد اسماعيل، **مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2020، ص:193.

[3] حسني خربوش وآخرون، **الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقات)**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص،20.

[4] مسعداوي يوسف، **متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية–دراسة تحليلية لبورصة الجزائر**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد: 5، العدد: 2، 31 ديسمبر 2014، ص:9.

خامسا: وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة:

تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من الإدخارات الخاصة إلى استثمارات طويلة الأجل.[1]

إضافة إلى مجموعة من الشروط التي يمكن إجمالها فيما يلي:[2]

- وضوح الإستراتيجية العامة للدولة والخطط والأهداف التي تسعى لتحقيقها، والأهداف القطاعية واتجاهات تطور كل قطاع، وكذلك توضيح دور كل من القطاع العام والقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية والمساهمة المسموح بها لكل قطاع، وتحديد درجة الرقابة التي تمارسها الدول؛
- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور والتكيف بشكل مستمر بحيث يضمن للسوق آلية عملها المتميزة؛
- وجود مؤسسات إنتاجية وخدمية متطورة؛
- وجود مؤسسات مالية ومصرفية متطورة قادرة على تعبئة المدخرات الوطنية وتتمتع بحرية استقبال الأموال وتحويلها للخارج وفق قوانين تضمن لها الهوية المستقلة؛
- حرية تحويل النقد الوطني أو الأجنبي استنادا إلى قوانين واضحة وصريحة؛
- وضوح إجراءات وقوانين الاستثمار بحيث تتمتع هذه الإجراءات بالمرونة والبساطة والدقة، مما يشجع على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو مشتركة مع القطاعات الأجنبية في مجال الإنتاج والخدمات والقطاع المصرفي والمالي.

الفرع الخامس: المشاركون في الأسواق المالية

تتمثل الأطراف المشاركة في الأسواق المالية فيما يلي:

[1] علي سيد اسماعيل، مرجع سابق، ص:193.

[2] عزيزة بن يسمينة، مرجع سابق، ص، ص:33،34.

أولا: البنوك المركزية

إن أهم وظائف البنوك المركزية هي إصدار النقد اللازم للأسواق النقدية، والتدخل في هذا السوق النقدي سواء كان بطريقة مباشرة او عن طريق ما يسمى بالسياسة النقدية، ويتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي والنقدي من خلال:

- توجيه السياسة النقدية.
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- مراقبة عملية بيع وشراء العمليات الأجنبية.
- ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء بالسندات وأذونات الخزينة.
- إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الإقتصادي.[1]

ثانيا: البنوك التجارية

إن دور البنوك التجارية كأحد المشاركين في الأسواق المالية والنقدية يظهر من خلال التركيز والنظر في الميزانية العمومية للبنك التجاري وبالأخص التركيز على بنود الموجودات والمطلوبات للبنوك، فتقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين في سوق الخصم:

- توفر بيوت الخصم من خلال الإقتراض المباشر للأرصدة النقدية اللازمة لشراء الكمبيالات.
- تقوم البنوك بشراء كمبيالات والإحتفاظ بها حتى تاريخ الإستحقاق.

وتتمثل أهداف البنوك التجارية داخل السوق النقدي في:

- المحافظة على درجة عالية من السيولة؛
- القدرة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير؛
- الحصول على أعلى مردود ممكن مع عدم التفريط بدرجة السيولة الملائمة والمقدرة على الوفاء والسداد.

[1] مونية سلطان، **السندات والأسهم والأوراق والمالية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2020، ص:48.

وأصبحت البنوك بذلك تعمل على تنمية الإدخارات وتوجيهها نحو الاستثمارات، فأخذت تعمل في السوق المالية والنقدية من خلال توظيفها للأموال ومنح القروض وإصدار شهادات إيداع والقبولات المصرفية وتقديم الخدمات الاستشارية للعملاء وتحصيل الأوراق التجارية إضافة لشراء وبيع العملات الأجنبية والعربية على حد سواء.[1]

ثالثا: المؤسسات والشركات المالية

وهي مؤسسات تعمل داخل السوق النقدي للوصول إلى درجة عالية من السيولة، وذلك لتأمين نفسها لتسديد التزاماتها مع مراعاة الحصول على أعلى مردود ممكن لمجموع استثماراتها، وعليه فهي المؤسسات التي تقوم بالوساطة المالية وتقوم ببعض الأعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية، ولهذه الشركات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير لأجل وكذلك رأس المدفوع والاحتياطات والعمولات التي تحققها ويلخص دورها في:

- تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها؛
- خلق الفرص الإستثمارية؛
- التقارب بين العرض والطلب في عمليات السوق المال.[2]

رابعا: الأفراد

تعتبر الحسابات الجارية للأفراد هي من أكبر الأمثلة على تعامل الأفراد داخل السوق النقدي وبعض الحسابات الأخرى مثل حساب تحت الطلب والودائع الآجلة وبعض أدوات الاستثمار قصيرة الآجال داخل السوق النقدية.

والأسباب التي تدفع الأفراد للتعامل مع الأسواق النقدية هي:

-أسباب تنفيذية: وتعني التعامل بأجزاء أية مدفوعات إلتزامات تظهر دون تحمل تكاليف إضافية.

-أسباب اضطرارية: أي التعامل لأجل مواجهة أي طوارئ وأحداث غير متوقعة.

[1] نفس المرجع، ص، ص:48،49.

[2] نفس المرجع، ص، ص: 49،50.

-أسباب استثمارية: أي لتحقيق أعلى مردود يمكن الحصول عليه من خلال تغير أسعار الفوائد في الأسواق النقدية.[1]

المطلب الثاني: أنواع السوق المالية

تنقسم الأسواق المالية إلى نوعين وهما: السوق النقدي وسوق رأس المال:

الفرع الأول: السوق النقدي: Money Market

السوق النقدي نوع من أنواع الأسواق المالية، وتختص بالتمويل القصير الأجل.

أولا: تعريف السوق النقدي

توجد تعاريف عديدة للسوق النقدي، نورد بعضها فيما يلي:

التعريف الأول:

هي السوق التي تتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي تمثل أدوات مديونية يمكن لحاملها استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه. تتصف بالسيولة العالية، ويمكن التخلص منها في أي وقت وبأدنى خسارة أو ربح.[2]

التعريف الثاني:

يقصد بسوق النقد السوق الذي يتعامل في الأوراق قصيرة الأجل Money Markets Securities حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية Debt Securities، مدون عليها ما يؤيد بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن اقرضه لطرف آخر (المبلغ الأصلي بالإضافة إلى العائد) وهذه الأدوات تكون قابلة للتداول وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة.[3]

التعريف الثالث:

هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق. وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية،

---

[1] نفس المرجع، ص:50.

[2] سالم صلال راهي الحسناوي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2017، ص:65.

[3] عبد النافع الرازي، غازي فرح، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص:36.

تعطى لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، وبحد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظرا لعملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أذونات الخزانة.[1]

ثانيا: أهمية السوق النقدي

تتمثل أهمية السوق النقدي فيما يلي:[2]

- أمين السيولة النقدية وأدوات الدفع الأخرى؛
- توظيف الموارد النقدية المتوفرة لدى البنوك التجارية؛
- توفير احتياجات الأنشطة الاقتصادية الجارية من التمويل قصير الأجل؛
- توفير احتياجات الأفراد إلى الائتمان الاستهلاكي؛
- مواجهة الزيادات الطارئة في المصروفات العامة عن الإيرادات العامة الحكومية (إصدار أذون الخزينة)؛
- تلبية احتياجات قطاع التجارة من الضمانات المصرفية والإعتمادات المفتوحة؛
- تمكن البنك المركزي من ممارسة وظيفة الرقابة على الائتمان.

ثالثا: شروط قيام السوق النقدي

يقتضي قيام سوق نقدي توفر بعض الشروط أهمها:[3]

- توفر عدد من المقترضين الذين يطرحون أدوات للائتمان، التي ينصب عليها التعامل في هذا السوق. بمعنى آخر وجود عدد كبير من المقترضين الذين يمكن الاعتماد عليهم في التقدم لشراء أدوات السوق النقدي مما يجعل سعر الفائدة السائد في السوق يعكس إلى حد كبير عوامل العرض والطلب للأموال.
- ترمي المجموعة التي تكتسب فوائض مالية إلى كسب الأرباح، وهو ما يتطلب وجود سيولة كافية قصد استرجاع الفوائض، وهو ما يدفع هذه الفئة لتوظيف أموالها بواسطة المؤسسات المصرفية.

---

[1] بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص:42.

[2] عبد اللطيف مصيطفى، محمد بن بوزيان، **أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية**، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015، ص، ص: 19،20.

[3] السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر (ناشرون وموزعون)، عمان، الأردن، 2010، ص:122.

- يقوم النظام المصرفي بإشراف من البنك بالتصرف في الإيداعات، وبعرض اعتمادات قصيرة الأجل.

رابعا: المتعاملون في السوق النقدي

يتمثل المتعاملون في السوق النقدي فيما يلي:[1]

أ. الطرف الأول:

الوحدات ذات الفائض النقدي: وهي الفئات التي لديها مدخرات وتبحث عن توظيف قصير الأجل يحقق لها اعتبارات السيولة والعائد وانخفاض درجة المخاطرة.

ب. الطرف الثاني:

الوحدات ذات العجز النقدي: وهي تشمل مختلف الشرائح مثل الأفراد، المضاربين والسماسرة والحكومة والشركات، أي الوحدات ذات العجز النقدي والتي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل لسداد الإلتزامات بشكل عاجل أو تعاني من عجز مؤقت دون الحاجة إلى تحمل أعباء كبيرة.

ج. الطرف الثالث:

الوسيط المالي: وهو يلعب دور الوسيط في التعاملات للأوراق المالية بين الطرفين السابقين وعادة ما يقوم بدور الوسيط المالي شخص طبيعي أو معنوي مثل البنوك التجارية وبنك الإستثمار ويشترط هنا الترخيص الرسمي من وجهة إدارة السوق لممارسة نشاطاته داخل السوق المالي.

خامسا–هيكل السوق النقدي:

يتكون سوق النقود كجزء مكون لسوق المال من سوقين هما: السوق الأولية وهي سوق الإصدار والسوق الثانوية والتي تسمى أيضا سوق التداول:[2]

[1] صلاح الدين شريط، **مبادئ الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص، ص، 63، 64.
[2] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص، ص:122-123.

أ. السوق الأولية:

والتي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية، أي إن السوق الأولي محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين.

ب. السوق الثانوية:

والتي يجرى فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض أو الطلب. أي إن السوق الثانوي يمثل الإطار الذي يتم فيه تداول الإصدارات النقدية بين مشتريها الأول ومشترين أخرين.

سادسا–أنواع الأسواق النقدية:

تصنف السوق النقدية إلى الأنواع التالية:[1]

أ. الأسواق المفتوحة:

ويقصد بها التعامل بإسناد القروض والعملات الأجنبية والقبولات المصرفية، وغالبا ما يلجأ البنك المركزي لسياسة السوق المفتوحة لشراء وبيع الأوراق الحكومية أو لشراء وبيع النقد الأجنبي، فإذا رغب البنك المركزي من خلال سياسته النقدية في تقليص حجم الإئتمان فإنه يلجأ لبيع الأوراق المالية التي يملكها ليخفض كمية النقد المتاحة في السوق، وعلى العكس من ذلك فإنه إذا رغب في زيادة توسيع البنوك في الإئتمان فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية ويدفع قيمتها نقدا ليزيد من كمية النقود المتداولة في السوق.

ب. أسواق الخصم:

وتعتمد أساسا الأوراق القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات وشهادات الإيداع، حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظير إعادة الخصم للكمبيالات والأوراق المالية المختلفة، ويضم بيوت الخصم، وبيوت القبول، والبنوك التجارية والبنك المركزي.

[1] زياد رمضان وآخرون، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007، ص:51،52.

ج. سوق النقد تحت الطلب:

وهي تشمل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة على حد سواء. وحقيقة هذا السوق أنه يجمع جميع البنوك التجارية والمتخصصة مما يتيح لمن لديه أرصدة نقدية فائضة فرصة إقراضها لمن يحتاجها بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الأجل، كما نضيف هنا أسواق العملات الأجنبية وتحديدا اليورو والدولار، فهذا السوق يكون أرصدة كبيرة من العملات: الدولار واليورو، وتستخدم في تمويل التجارة الدولية.

الفرع الثاني: سوق رأس المال

سوق رأس المال نوع من أنواع الأسواق المالية، يختص بالتمويل الطويل الأجل.

أولا: تعريف سوق رأس المال:

هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال نورد بعضها فيما يلي:

التعريف الأول:

سوق رأس المال هو السوق الذي يتداول فيه كل من أدوات الدين طويلة الأجل (بشكل عام تلك التي لها شروط استحقاق أصلية مدتها سنة واحدة أو أكثر) وأدوات حقوق الملكية.[1]

تعريف الثاني:

هي المكان أو الميكانيكية التي يتم عن طريقها ومن خلالها خلق وتداول الأصول المالية طويلة الأجل. أي التعامل في هذا السوق يجري على رؤوس أموال طويلة الأجل (أطول من عام).[2]

ثانيا: مكونات سوق رأس المال:

يتكون سوق رأس المال من سوقين هما:

[1] Frederic S. Mishkin , **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Edition:12, Pearson Education Limited, Harlow, United kingdom, 2019, p:77.

[2] اسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 132.

أ. أسواق الفورية أو الحاضرة: Spot Cash Market

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية (Security Markets) وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها. أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.[1]

ب. أسواق أجلة:

يطلق عليها أسواق العقود المستقبلية Futures Contract وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويستلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر Price Risk مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الإستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.[2]

المطلب الثالث: كفاءة السوق المالية:

إن قدرة سوق رأس المال على تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية وبالتالي قيام آليات السوق بدورها في التخصيص للموارد ونمو الاستثمارات يتوقف على مدى كفاءة هذه الأسواق، أي مدة توافر الشروط الأساسية التي تجعل سوق رأس المال تتسم بالكفاءة.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي

هناك عدة تعاريف لكفاءة السوق المالي نوجز بعضها فيما يلي:

التعريف الأول:

لقد عرف فاما (FAMA) 1970 السوق الكفء "بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة سواء تمثلت تلك المعلومات في القواعد المالية، أو في المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام، أو في

[1] مصطفى يوسف كافي، وآخرون، **أسواق مالية ونقدية**، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2017، ص:130.
[2] نفس المرجع، ص:131.

السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأسهم نتيجة لقرارات بعض المستثمرين".[1]

التعريف الثاني:

ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة بما يعكس ما تحمله المعلومات الجديدة من أنباء سارة أو غير سارة، بعد قيام المستثمرين بتقويم كل المعلومات، حيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر السهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتيجة وحصول كافة المستثمرين عليها.[2]

التعريف الثالث:

تعرف كفاءة السوق المالي على أنها " ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية".[3]

الفرع الثاني: أنواع كفاءة السوق المالية:

يوجد نوعان من الكفاءة للأسواق المالية وهما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

أولا: الكفاءة الكاملة للسوق المالي:

ويقصد بالكفاءة الكاملة للسوق المالي مثالية السوق المالي من حيث المعلومات والمتعاملين وإنجاز الصفقات والتكاليف، ولتحقيق الكفاءة الكاملة للسوق المالي يتطلب توفر مجموعة من الشروط أهمها:

---

[1] بوفاتح بلقاسم، بلعربي عبد القادر، **دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية**، مجلة دراسات لجامعة الأغواط، العدد:38، جانفي 2016، ص:188.

[2] مروان جمعة درويش، **اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف**، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد:23، جوان 2011، ص:90.

[3] عزاوي أعمر وآخرون، **تقييم كفاءة الأسواق المالية: دراسة قياسية لحالة سوق عمان للأوراق المالية خلال 2005-2009**، مجلة الحقيقة، جامعة أحمد دراية، أدرار، المجلد:12، العدد:2، جوان 2013، ص،34.

- تحييد القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية من الأسهم ومهما صغر حجمها بسهولة.
- إتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية وهذا يجعل جميع توقعات المحليين والمستثمرين متماثلة فيما يتعلق بالبيانات والمعلومات.
- أن يتعامل بالسوق عدد كبير من المستثمرين بأموال متاحة للاستثمار وبدرجة سيولة عالية وهذا سوف لا يفسح المجال لأي منهم بالتأثير على حركة الأسعار.
- يتصف جميع المتعاملين بالرشد الاقتصادي والسعي إلى تعظيم الثروة لكل واحد منهم.[1]

ثانيا: الكفاءة الاقتصادية:

تستند إلى فرضية سعي المستثمر إلى تعظيم منفعته الخاصة. وبالتالي يظل في سياق المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة والسوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية. وعليه فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الإقتصادية فإن السوق الكفء للأوراق المالية، هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المرفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.[2]

الفرع الثالث: متطلبات كفاءة السوق المالي:

ليتحقق التخصيص الكفء للموارد المتاحة، يتطلب ذلك توافر السمات التالية في السوق المالي:

أولا: كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)

بقصد بها أن تصل المعلومات الجديدة إلى كافة المتعاملين داخل البورصة بسرعة–دون فاصل زمني كبير– وبأدنى تكلفة وبالتالي ستعكس الأسعار السوقية المعلومات المتاحة، ويستلزم ذلك وجود شبكة منظمة ذات كفاءة

[1] دريد كامل آل شبيب، **الإستثمار والتحليل الإستثماري**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2009، ص:206.

[2] صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجربة جمهورية مصر العربية " مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"**، أطروحة دكتوراة علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص:142.

عالية تتكفل بنشر المعلومات، لتضمن وجود منافسة عالية تتساوى فيها فرص تحقيق الأرباح داخل البورصة وتصعب عملية تحقيق أي أرباح غير عادية.[1]

ثانيا: كفاءة التشغيل: (الكفاءة الداخلية)

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به تلك الورقة، وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة، فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا، ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.[2]

ثالثا: كفاءة تخصيص الموارد

يشير مفهوم كفاءة تخصيص الموارد إلى ضمان السوق للتخصيص الكفء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيهها إلى الأنشطة ذات العائد الأعلى. بمعنى أن يتم تدفق رأس المال إلى المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطر المعقولة. [3]

الفرع الرابع: أشكال فرضية السوق الكفء

جرى تقسيم فرضية السوق الكفء إلى ثلاثة أشكال بالاعتماد على فرضية كل شكل حول وفرة وكلفة المعلومات وذلك كما يلي:

---

[1] بن دحان إلياس الأزهر، **دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي–دراسة حالة:" الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق العربي"**، مذكرة ماجيستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص:17.

[2] عزيزة بن يسمينة، مرجع سابق، ص:186.

[3] مسعداوي يوسف، مرجع سابق، ص:13.

أولا: الشكل الضعيف

تتضمن هذه الصيغة للفرضية إطارا محتواه بأن أسعار الأصول المالية والتجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحققها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر.

لذلك فلا يوجد أحد من المستثمرين في هذا الوضع قادر على تحقيق عائد إستثنائي، طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية، وتعرف هذه الصيغة أيضا بنظرية الحركة العشوائية Random Walk Theory، إذا ترى أن المعلومات التاريخية لا تمكن من تسعير مرتبط بها مستقبلا، ولا بدا أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها، ولا يوجد ترابط، وهو ما يمكن التعبير عنه بالحركة العشوائية.[1]

ثانيا: الشكل الشبه القوي

أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار.[2]

ثالثا: الشكل القوي

تقضي الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة المنشاة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين. باختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته. وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخيرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق، وحتى لو كان هو رئيس مجلس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.[3]

---

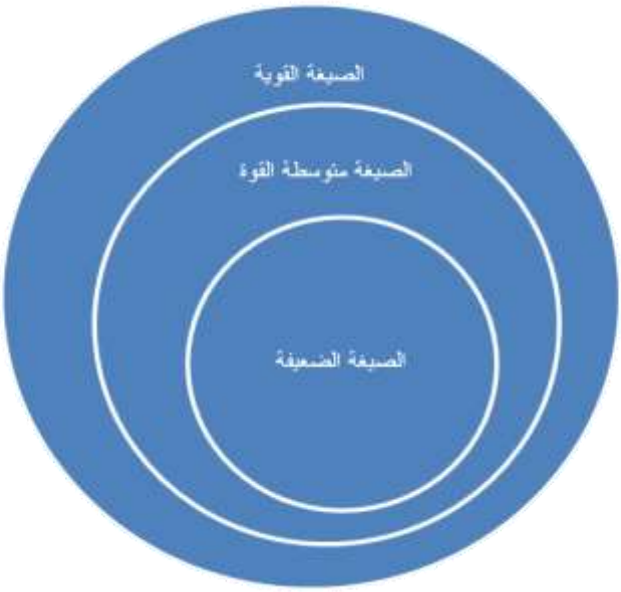
[1] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص:284.

[2] مسعداوي يوسف، مرجع سابق، ص: 12.

[3] منير إبراهيم هندي، **الأسواق المالية وأسواق المال**، توزيع منشاة المعارف، الإسكندرية، 2006، مصر، ص، ص: 510،511.

والشكل (1) رقم الموالي يوضح الصيغ الثلاث لكفاءة السوق:

الشكل رقم 01: المعلومات التي تقوم عليها الصيغ الثلاث لكفاءة السوق



المصدر: منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص:515.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية أدوار هامة كتعبئة المدخرات والموارد المالية وتوجيهها نحو الإستثمارات الأكثر إنتاجية، وتوفير السيولة للمستثمرين وغيرها من الوظائف، ومن خلال هذا المبحث نستعرض مفهوم سوق الأوراق المالية، مراحل تطورها، خصائصها، أنواعها ومؤشراتها.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

يتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم سوق الأوراق المالية، مراحل تطورها، خصائصها، أنواعها ومؤشراتها.

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك عدة تعرف لسوق الأوراق المالية، نورد بعضها فيما يلي:

التعريف الأول:

"سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو (بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع)".[1]

التعريف الثاني:

يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الإتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.[2]

---

[1] محمد عبد الله شاهين، **الأسواق المالية العربية (التكامل–التحديات–فرص النمو)**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2016، ص، ص:33،34.

[2] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص، ص:17،18.

الفرع الثاني: مراحل تطور سوق الأوراق المالية:

هناك أربعة مراحل لتطور سوق الأوراق المالية، تتمثل هده المراحل فيما يلي:

أولا: مرحلة إنشاء بورصات البضائع

ترجع بداية تكون الأسواق التي يلتقي فيها الباعة والمشترون إلى القرن الخامس قبل الميلاد في روما وأثينا، كما عرف العرب قبل الإسلام أسواقا رئيسية للسلع في كل من الشام واليمن؛ حيث يجتمع التجار من شتى بقاع الأرض لعرض بضائعهم، والاتفاق على الأسعار، وأنشئت أول بورصة منظمة للبضائع في باريس عام 1304م.[1]

ثانيا: مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

لقد انطلق التعامل بهذه الأوراق التجارية في فرنسا في القرن الثالث عشر، فقد عرفت بداية الأوراق التجارية " الكمبيالات والسحوبات الأذنية"، فأوجد ملك فرنسا (فيليب الأشقر) مهنة سماسرة الصرف وهذا من أجل تنظيم هذه العملية.[2]

ثالثا: مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق

بعد خروج المتعاملين في الأوراق المالية من بورصة البضائع، بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق إلى يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الباردة والممطرة.[3]

رابعا: مرحلة استقلال أسواق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها الخاصة:

صاحب الثورة الصناعية قيام مشاريع ضخمة لا يستطيع مستثمر فرد وحده القيام بها، مما أدى ظهور مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية، بالإضافة إلى أن رواج التعامل في الأوراق المالية أدى إلى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، ووضع النظم التي تضبط عملها، فظهرت أول بورصة للعمل في الأوراق المالية في لندن عام 1773، ثم تلا ذلك قيام عدة أسواق في كل من باريس عام

---

[1] ناصر عبد الحميد، **حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز الخبرات المهنية للإدارة**، سلسلة إصدارات:117، الجيزة، مصر، 2014، ص،22.

[2] عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، **أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها)**، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، المجلد:8، العدد:11، 2016، ص:71.

[3] بن عزوز عبد الرحمان، **دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية–مع الإشارة لحالة بورصة تونس**، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص:18.

1808 ونيويورك عام 1821 ثم في طوكيو عام 1877، وأخيرا في هونج كونج عام 1891، ثم تلا ذلك انتشار بورصات الأسهم والسندات في كثير من دول العالم.[1]

الفرع الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى ومن هذه الخصائص نذكر ما يلي:[2]

-التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛

- أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛
- التداول في سوق الأوراق المالية (خصوصا الأسواق الثانوية) يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
- نظرا للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الإستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
- أسواق الأوراق المالية تتصف بأنها متطورة مما يتيح مجالات واسعة للإستفادة من قبل فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم؛
- الإستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الإستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد؛
- تتسم الأسواق المالية بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية لتداول الأوراق المالية في هذه

[1] ناصر عبد الحميد، مرجع سابق، ص:23.

[2] شقيري نوري موسى، **الأسواق المالية وآليات التداول**، دار الكتاب الثقافي، إربد، الأردن، 2007، ص، ص: 62، 63.

السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية.

الفرع الرابع: أنواع أسواق الأوراق المالية

يتكون سوق الأوراق المالية من الأنواع التالية:

أولا: السوق الأولي (أو سوق الإصدار)

ويختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم وذلك من خلال زيادة رأسمالها. وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية وطرحها للإكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص. وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة عن طريق مدخراتهم للمشاركة في توفير الأموال.

إذن هذا السوق ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات وتنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال "المكتتبين" وبين تلك المشروعات.[1]

ثانيا: السوق الثانوي

هي السوق التي تتداول فيه الأوراق المالية التي أصدرت في السوق الأولي. ويطلق على هذه السوق بالبورصة أو سوق الأوراق المالية. إن نجاح السوق الأولي مرتبط ارتباطا وثيقا بنجاح السوق الثانوي التي تسهل تداول الأوراق المالية، أي أنها تجعل هذه الأدوات أكثر سيولة. وإن ارتفاع سيولة هذه الأدوات تجعلها مرغوبة أكثر وبالتالي يزداد حجم تداولها وهذا يساعد المنشأة على تصريف إصداراتها الجديدة في السوق الأولي. كما يتحدد سعر الإصدارات الجديدة بناءا على وضع أدوات المنشأة في السوق الثانوي. فعندما يرتفع سعر الإدارة في السوق الثانوي فإنه يساعد المنشأة في الحصول على رأس المال أكبر من بيع إصداراتها الجديدة ولهذا تحتل دراسة السوق الثانوية أهمية كبيرة. [2]

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:[3]

[1] منير هندي، رسمية قرياقص، **الأسواق والمؤسسات المالية**، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997، ص:47.

[2] عبد النافع الرازي وآخرون، مرجع سابق، ص:36.

[3] محمد عبد الله شاهين، مرجع سابق، ص:37.

أ. أسواق منظمة:

وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الإكتتاب العام...الخ.

ب. الأسواق غير المنظمة:

وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الإتصالات.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:[1]

السوق الثالث:

وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الإستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

السوق الرابع:

هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة إتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

[1] نفس المرجع السابق، ص، ص: 37،38.

المطلب الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية

ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن إبتداء من القرن التاسع عشر ميلادي، مثل مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات من القرن العشرين ميلادي، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990م.[1]

الفرع الأول: مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية

يمكن تقديم التعاريف التالية لمؤشرات سوق الأوراق المالية:

التعريف الأول:

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقيس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق...الخ، ارتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وكذا قياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل.

ويقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.[2]

التعريف الثاني:

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف

---

[1] شريط صلاح الدين، **أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، دار حميثرا للنشر والتوزيع، 2018، القاهرة، مصر، ص،106.

[2] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية "البورصة"**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص:35.

على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشرا واضحا للإقتصاد ككل.[1]

الفرع الثاني: استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وفي طليعة تلك الاستخدامات:

أولا: إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة

حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه (إيجابا أو سلبا) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة للتوزيع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.[2]

ثانيا: الحكم على أداء المديرين

وفقا لفكرة التنويع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني، بأن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.[3]

ثالثا: التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق

إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء التحليل الفني للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للمتغيرات

[1] عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 174.

[2] عصام حسين، مرجع سابق، ص:35.

[3] محمد عبد الله شاهين محمد، **أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)**، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018، ص، ص: 186،187.

التي تطرأ عليه، حيث يقوم هذا التحليل على تتبع حركة الأسعار في الماضي؛ بهدف اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن منه تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري في المستقبل، إذا ما توصل المحلل لمعرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.[1]

رابعا: تقدير مخاطر المحفظة

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة (Risky Assets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.[2]

الفرع الثالث: كيفية بناء المؤشرات سوق الأوراق المالية

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعا على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر.

أولا: ملاءمة العينة

تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر. فبالنسبة للحجم، فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق. أما الإتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق. أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية حيث يتم تداول الأوراق المالية.

ثانيا: الأوزان النسبية

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي. الأول هو الوزن على أساس السعر، أي نسبة السهم الواحد في الشركة إلى مجموع

[1] رنا البطرني، **أثر المتغيرات الاقتصادية في مؤشر سوق الأوراق المالية–دراسة تطبيقية**، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، معهد التخطيط القومي، القاهرة، مصر، العدد: 2، ديسمبر 2021، ص:50.

[2] عصام حسين، مرجع سابق، ص،40.

الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. الثاني هو مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وأخيرا مدخل القيمة أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر.

ثالثا: إجراءات حساب قيمة المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحتسب على أساسها قيمة المؤشر. فهنالك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي)، ومجموعة أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر.[1]

الفرع الرابع: أهم مؤشرات أسواق المال العالمية

تقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، غير أن الذي اشتهر منها قليل نسبيا، نذكر منها الأهم فيما يلي:

أولا: مؤشر داو جونزDow Jones

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884م، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، وارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1896، ثم إلى 20 سهم في 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين. وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأي وسيط حسابي.[2]

[1] https://www.arab-api.org/ar/publication/course.aspx?key=90&iframe=true&width=100%height=100% (vue le:28/12/2021) a (11 :08).

[2] صلاح الدين شريط، **مبادى الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص، 149.

ثانيا: مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم

لقد جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، لهذا قامت في سنة 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.

من الناحية التاريخية هذا المؤشر متوفر منذ 7 جانفي 1939 إلى 28 ماي 1964م بمعدل مرة كل أسبوع أي قامت سلطات البورصة بتوسيع حسابه إلى ذلك التاريخ كما يتوفر على معدل يومي منذ 28 ماي 1964م حسب أسعار الإغلاق، أما المؤشرات الفرعية الأربعة فمتوفرة منذ 31 ديسمبر 1965م وفقا لأسعار الإغلاق أيضا.[1]

ثالثا: مؤشر ناسداك

يعتمد مؤشر ناسداك على الأسهم العادية المدرجة في بورصة ناسداك. وهو مؤشر مرجح بقيمة العلامة، مما يعني أن سوق الأوراق المالية لكل شركة يؤثر على المؤشر بما يتناسب مع قيمته السوقية، أو الرسملة (سعر البيع الأخير مضروبًا في إجمالي الأسهم القائمة). يعتمد المؤشر حاليا على قاعدة واسعة جدا ويتضمن أكثر من 5000 شركة، وهو عدد أكبر من معظم المؤشرات الأخرى.

بالإضافة إلى مؤشرات ناسداك العامة، هناك مؤشر ناسداك 100 الذي تم إطلاقه عام 1985. ويضم 100 من أكبر الشركات المحلية غير المالية المدرجة في بورصة ناسداك. وهي القيمة السوقية المرجحة. الشركات المدرجة في المؤشر لديها الحد الأدنى من القيمة السوقية 500 مليون دولار، ومتوسط حجم التداول اليومي لا يقل عن 100000سهم.[2]

رابعا: مؤشر (أس أند بي 500) S&P

يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات التي تحظى بمتابعة كبيرة من قبل المحترفين ومديري المحافظ، ذلك لكونه يمثل سوق الأسهم بشكل أشمل من مؤشر (داو جونز) فهو يغطي 500 شركة من أكبر الشركات الأمريكية، والتي

[1] يوسف حسن يوسف، **الأوراق المالية وسوق المال العالمي**، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2017، ص، ص:137،138.

[2] Marc Mobius, Equities: An introduction to the core concepts, john Wiley and sons, Singapore, 2007, p: 183.

يتم اختيارها من عدد من القطاعات من الشركة الراعية لهذا المؤشر (Standard and poors corporation). ونظرا لاختلاف طريقة الحساب المتبعة فيه عن مؤشر داو جونز وكثرة عدد الشركات وتنوعها، فيرى الكثير من المحترفين أنه يعطي دلالة أكثر وضوحا عن طبيعة السوق.[1]

تحسب قيمة مؤشر (أس أند بي) بطريقة حسابية تأخذ سعر كل شركة مشمولة بالمؤشر و ضربه بعدد الأسهم المصدرة. وقد تكون هذه الطريقة الصحيحة لحساب أي مؤشر ذلك لأنه من غير المعقول أن تتغير قيمة المؤشر بشكل كبير عندما يرتفع سهم شركة صغيرة لعدة نقاط، كما يحصل في مؤشر داو جونز.[2]

خامسا: مؤشر فاينانشل تايمز (بورصة لندن) (FT-SE100)

يعد هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في المملكة المتحدة ويعرف باسم (Footsi) ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائدة والمتداولة ببورصة لندن، حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر الشركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة Market Cpitalization، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة. وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الإقفال ليوم العمل المنتهي في 30 ديسمبر 1983 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ. وقد كان الهدف من حساب هذا المؤشر، تقديم وسيلة يمكن الاعتماد عليها في عقد صفقات حق الخيار والعقود المستقبلية Option and financial future contract، وتم البدء في تداول هده العقود منذ بداية ماي 1984.[3]

سادسا: مؤشر داكس

Dax هو اختصار لـ Deutscher Aktienindex، الذي تم تقديمه في عام 1988 من قبل البورصة الألمانية. ومع ذلك، يمكن إرجاع هذا المؤشر إلى عام 1959 من خلال سلسلة تربطه بمؤشر بورسنزيتونج السابق. يوجد مؤشر متوسط القيمة (MDAX) ومؤشر داكس المركب (CDAX) مقسم إلى 16 مؤشرًا فرعيا. ولتجنب تقادم العينة القياسية، يتم إعادة حساب الأساس سنوياً وربط السلسلة الجديدة من الرقم القياسي بالسلسلة السابقة. يقول منشئو مؤشر داكس إنه مهد الطريق لقبول مفهوم مؤشر العائد الإجمالي كمعيار لمفهوم

[1] فهد بن عبد الله الحوماني، **المال والاستثمار في الأسواق المالية**، الطبعة الثانية، دار الهلال الأوفست، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2006، ص، ص، 214، 215.

[2] نفس المرجع، ص، ص:215، 216.

[3] مصطفى يوسف كافي، **تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية**، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2014، ص، ص، 264،265.

إجمالي البورصة الرئيسية. كما كان مؤشر داكس هو أول مؤشر أداء على الإطلاق يتم استخدامه كمؤشر أساسي لتداول المشتقات.

يتتبع مؤشر Dax الشركات الثلاثين في ألمانيا من حيث حجم التداول والقيمة السوقية. يتم اختيار عينة المؤشر المستخدمة في Dax وفقا للمعايير التالية:

- مدرج لمدة ثلاث سنوات على الأقل.
- أن يصل رأس المال الحر إلى نسبة دوران لا تقل عن 15%.[1]

سابعا: مؤشر نيكاي 225

مؤشر نيكاي 225 (N225) هو المؤشر الياباني الأكثر متابعة وعلى نطاق واسع لنشاط سوق الأوراق المالية في بورصة طوكيو (TSE) وتم حسابه بشكل مستمر في 7 سبتمبر 1950 بواسطة صحيفة نيهون كيزاي شيمبون (نيكي). وهو عبارة عن سعر مرجح (الوحدة هي الين)، وتتم مراجعة المكونات مرة واحدة في السنة.[2]

ثامنا: مؤشر كاك 40

CAC 40 هو مؤشر سوق أسهم فرنسي قياسي. لقد تم تحديد القيمة الأساسية لـ CAC 40 وهي 1000 في 31 ديسمبر 1987. ويمثل المؤشر مقياسًا مرجحًا للقيمة السوقية لأهم 40 قيمة من بين أعلى 100 قيمة سوقية في بورصة باريس التي أصبحت الآن تعرف بـ يورونكست باريس Euronext Paris. وهو أحد المؤشرات الوطنية الرئيسية لمجموعة بورصة الأوراق المالية الأوروبية يورونكست، إلى جانب مؤشر بروكسل بيل 20، ومؤشر لشبونة (PSI-20)، ومؤشر أمستردام (AEX) .

في الأول من ديسمبر 2003، تحول نظام ترجيح المؤشر من الإعتماد على إجمالي رأس المال السوقي إلى طريقة التعويم الحر. وتقوم لجنة توجيهية مستقلة للمؤشر (المجلس العلمي) بمراجعة تكوين مؤشر CAC 40 بشكل ربع سنوي مع تنفيذ التغييرات في حدود الحد الأدنى من بعد أسبوعين من اجتماع المراجعة، إعتبارا من تاريخ كل مراجعة، يتم تصنيف الشركات المدرجة في بورصة يورونكست باريس وفقا لقيمة رأس المال الحر ومعدل دوران الأسهم خلال فترة الـ 12 شهرا السابقة.

[1] Marc Mobius, opcit ,p:188.
[2] Markos Katsanos, **International Trading Strategies**, Wiley and sons, southern gate, England, 2010, P:45.

من بين أفضل 100 شركة في هذا التصنيف، يتم اختيار أربعين شركة لإدخال CAC 40. إذا كان لدى شركة أكثر من فئة واحدة من الأسهم المتداولة في البورصة، فسيتم قبول فقط الأسهم الأكثر تداولا من هذه (الأسهم العادية) في المؤشر. على الرغم من أن CAC 40 يتكون بشكل شبه حصري من شركات مقرها فرنسية، إلا أن المستثمرين الأجانب يمتلكون حوالي 45 في المائة من أسهمها المدرجة. يعد المستثمرون الأمريكيون والبريطانيون من بين أهم حاملي أسهم CAC40. وذلك لأن شركات CAC40 هي شركات متعددة الجنسيات أكثر من أي سوق أوروبية أخرى.[1]

تاسعا: مؤشر هانغ سانغ في هونغ كونغ

مؤشر البورصة في هونغ كونغ، والذي بدأ في عام 1969، سمي على اسم بنك هانغ سينغ. يظهر المؤشر يوميا، ويتم تجميعه بواسطة شركة HIS Services ltd، وهي شركة فرعية مملوكة بالكامل لبنك هان غ سينغ. وتمتلك شركة HSBC Holdings pls البنك الأخير، الذي تأسس في الأصل عام 1933، منذ عام 1965 ومؤشر هانج سينج هو مؤشر مرجح للقيمة السوقية لـ 33 أكبر شركة في هونغ كونغ، إنه أحد مؤشري البورصة الآسيوية المعترف بهما والمتداولين عمومًا، والآخر هو مؤشر نيكاي في اليابان.[2]

عاشرا: مؤشر كوريا الجنوبية:kospi

مؤشر الأسهم المركب الكوري (kospi) هو مؤشر جميع الأسهم العادية المتداولة في سوق الأوراق المالية في بورصة كوريا الجنوبية. تم تقديم المؤشر في عام 1983 بقيمة أساسية قدرها 100 اعتبارا من 4 يناير 1980. وهو مؤشر سوق الأسهم الممثل بكورية الجنوبية الذي تم انشاؤه ليحل محل مؤشر Dow-style KCSPI .[3]

الفرع الخامس: أهداف المؤشرات المالية في الأسواق المالية:

تهدف المؤشرات المالية في الأسواق المالية إلى معرفة الإتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية من حيث ارتفاعها وانخفاضها كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع وقسم من المستثمرين يستخدمها أداة استثمارية ويتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية وتقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة التي هي عبارة عن مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعودا أو هبوطا، وهناك عوامل عديدة تؤثر على هذه

[1] J.B.OBIENUGH, **Honbull's stock guide: how to invest profiably in a volatile stock market**, trafford publishing, Victoria, Canada, 2010, P: 127.
[2] James E.Hoare, Susan Pares, **A political and economic dictionary of east asia**, Routledge, Waltham abbey, united kingdom, 2005, P:107.
[3] J.B.OBIENUGH, Op-Cit, P;138.

المؤشرات من خلال تأثيرها على عمليات البيع والشراء وعلى أسعار الأسهم التي يشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات وهذه العوامل هي:

- مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي،
- قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار وحجم التداول،
- التوقيت والزمن،
- طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي (الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة).[1]

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص،217.

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

نجد ضمن الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

المطلب الأول: الأسهم

تعتبر الأسهم أهم وأكثر الأوراق المالية تداولا في البورصات، فهي الأداة الأكثر جذبا للإستثمارات ورؤوس الأموال الوطنية والأجنبية.

الفرع الأول: مفهوم الأسهم

يمكن تقديم بعض التعاريف للأسهم فيما يلي:

التعريف الأول:

وتمثل الملكية في الشركات التي تقوم بطرحها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي من الملكية لتمويل توسعاتها الإستثمارية، كذلك يمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم الحالية.[1]

التعريف الثاني:

يعرف السهم على أنه ورقة مالية تمثل المشاركة في شركة رأسمالية يمنح مالكها صفة المساهم، يمنحه حقا نسبيا في إدارة الشركة، والحق في الأرباح المحققة والأصول الإجتماعية.[2]

الفرع الثاني: خصائص الأسهم

تتمثل خصائص الأسهم فيما يلي:[3]

أولا: القابلية للتداول

تعطي الأسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، إذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فان هذه الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.

---

[1] محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص،58.

[2] Bertrand Jacquilat, et autres, **Marchés financiers (Gestion de portefeuille et des risques)**, 6éme édition, Dunold :éditeur De Savoir, Paris, France, 2014, p :15.

[3] وليد صافي وآخرون، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص، ص، 122،123.

ولكن بعض القوانين تفرض في الغالب للسيطرة والحد من هذه العمليات (التداول للأسهم). والحد من عمليات المضاربة غير المشروعة.

ثانيا: الأسهم متساوية القيمة

إن جميع الأسهم العادية تصدر بقيم متساوية وقيمة إسمية مقدارها دينار واحد بعكس التعامل بالسندات (بقيم مختلفة) والإصدارات للأسهم الممتازة.

ثالثا: تقادم حق المساهم

لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الإستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة. ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ وينتقل فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال.

رابعا: المسؤولية المحدودة للسهم

المسؤولية للمساهم (مشتري حامل السهم) تكون محدودة في الشركة بقدر المساهمة والمشاركة فقط لهذا المساهم. كحصة من رأس المال أو الملكية للشركة.

الفرع الثالث: أنواع الأسهم

توجد الأنواع التالية من الأسهم:

أولا: الأسهم العادية:

الأسهم العادية نوع من الأسهم الأكثر إصدارا وتداولا في السوق المالي.

أ. تعريف الأسهم العادية:

يمكن تعريف الأسهم العادية كمايلي:

التعريف الأول:

يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، وتضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرحها على الجمهور عن طريق الإكتتاب العام في الأسواق الأولية

(Primary Market) ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغييرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة).[1]

التعريف الثاني:

الأسهم العادية هي أوراق مالية لا تستحق، تحمل قيمة سمية، ولا تعد بتوزيع نسبة أرباح ثابتة، تصدرها الشركة للحصول على أموال ملكية. وتمنح الأسهم العادية حامليها حقا في الملكية النهائية للشركة وما يتبع ذلك من تحمل مخاطر أعمال الشركة وتبعات المسؤولية التي تحددها نسبة المساهمة في الشركة. وفي حالة تصفية الشركة، لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في القيمة التصفوية للشركة إلا بعد تسوية مطالبات المقترضين وحملة الأسهم التفضيلية كافة.[2]

ب. قيمة السهم العادي:

تتمثل قيم السهم العادي فيما يلي:

- **القيمة الإسمية:**

وهي قيمة نظرية تحدد عن الإصدار لتسجيل حساب الرأسمال المدفوع في القيود المحاسبية، وليس لها أي قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين ولا يمكن للشركة أن تصدر أسهما جديدة بقيمة أقل منها.

- **القيمة الدفترية:**

وتساوي حقوق المساهمين مقسمة على عدد الأسهم العادية القائمة وتعكس قيمة ما قدمه المساهمون لتمويل استثمارات الشركة مقابل كل سهم من أسهم الشركة.[3]

- **القيمة السوقية:**

تمثل القيمة السوقية للسهم، القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أية لحظة زمنية معينة، والتي تتحدد بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية. في الغالب الأعم، ومن الأفضل لدى المستثمر أن تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الدفترية، إذ أن السهم الذي يباع بأدنى من قيمته الدفترية، يوحي للمستثمر بأن

[1] محمد عوض عبد الجواد وآخرون، **الاستثمار في البورصة: أسهم–سندات–أوراق مالية**، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2006، ص،88.

[2] محمد أيمن عزت الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**، الطبعة السابعة، مكتبة العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2015، ص، 551.

[3] ناجي جمال، **مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل**، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2012، ص،52.

الجهة المصدرة للسهم تعاني من صعوبات ومشاكل مالية. تتقلب قيمة (سعر) السهم في السوق وفقا لسلوك المستثمر، وتبعا للوضع المالي والظروف الإقتصادية التي تواجه الجهة المصدرة لسهم، بجانب العرض والطلب على السهم.[1]

- **القيمة التصفوية:**

وهي نصيب السهم من قيمة تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة كافة.[2]

ثانيا: الأسهم الممتازة:

للأسهم الممتازة أهمية كبيرة لكافة الأطراف المتعاملة بالأوراق المالية سواءا المستثمرين والجهات المصدرة أو السوق حيث أنها تمثل مصدرا لتمويل الشركات وتنويع استثماراتها، وتساعد على توفير السيولة اللازمة وبالتالي تحفيز البيئة الإستثمارية، وتوفير عوائد للمستثمرين وأفضلية لهم مقارنة مع حملة الأسهم العادية.

أ-تعريف الأسهم الممتازة:

تعرف الأسهم الممتازة بأنها:

هي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوقا أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولم يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها.[3]

كما يمكن تعريفها أيضا بأنها:

هي عبارة عن شهادات تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم، كما أن للسهم الممتاز قيمة إسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق.[4]

وللأسهم الممتازة عدة أنواع، نوردها فيما يلي:[5]

---

[1] أرشد فؤاد التميمي وآخرون، **الاستثمار بالأوراق المالية-تحليل وإدارة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص38.

[2] ناجي جمال، مرجع سابق، ص:52.

[3] فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص83.

[4] مونية سلطان، مرجع سابق، ص55.

[5] زياد رمضان وآخرون، مرجع سابق، ص-ص:102-104.

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:** وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها بسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية. ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة. كم يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح.

وفقا لما سبق إذا حققت الشركة أرباحا في سنة من السنوات، ولكنها لم تعلن عن توزيع أرباح المساهمين لسبب من الأسباب، يحتفظ حامل السهم الممتاز مجمع الأرباح بحقه في الحصول على نصيبه من هذه الأرباح وذلك في العام التالي إذا ما أعلنت الشركة عن توزيع أرباح على المساهمين. كما يجب أن يعطى له حق الأولوية في تحصيل أرباحه قبل المساهمين العاديين.

- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي. فمثلا إذا أصدرت الأسهم الممتازة بمعدل 10% فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك ستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح إذا ما تجاوزت نسبة توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية 10%. هذا ويمكّن الحق المشاركة في الأرباح أن يكون مطلقا غير محدد، كما يمكن أن يكون لهذا الحق حد أقصى فتكون في هذه الحالة جزئية.

- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تعتبر قابلية السهم الممتاز بالتحول إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطى لهذا النوع من الأسهم. إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للإستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للإستدعاء. وقابلية الأسهم الممتازة للإستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة

من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بان لديها فائضا من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين وبالتالي الرفع المالي "Financial Leverage " للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمّل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي. وغالبا ما يصدر شرط القابلية للإستدعاء مقترنا بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية. وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة.

المطلب الثاني: السندات

السندات هي أحد الأدوات المالية الأساسية التي تستخدم في الأسواق المالية والتي تصدرها الشركات والحكومات لجمع الأموال من المستثمرين. السندات هي أداة دين وتعتبر أكثر أمانا من الأسهم.

الفرع الأول: مفهوم السندات:

يمكن تقديم التعريفات التالية للسندات:

التعريف الأول:

السند هو شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الإستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة.[1]

التعريف الثاني:

السند هو التزام مالي تعاقدي مكتوب يتعهد بموجبه المقترض (المصدر للسند) تقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) والتي هي الفائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات وحتى تسديد القرض في وقت مستقبلي بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الإسمية.[2]

[1] حسني علي خربوش وآخرون، **الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013، ص79.

[2] مونية سلطان، مرجع سابق، ص5.

التعريف الثالث:

للعثور على رأس المال اللازم لتطوير أنشطتها، يمكن للمؤسسات إصدار شهادت دين تسمى "السندات"، وتعطي هذه الأوراق المالية لحاملها وضع الدائن للمؤسسة المصدرة، والتي تتعهد بسدادها في أجل استحقاق ثابت، ودفع فائدة سنوية ثابتة، ومن هنا جاءت تسميتهم بقيم "الدخل الثابت".[1]

وبناءا على التعاريف السابقة يتلخص مفهوم السندات فيما يلي:

السند، والذي يطلق عليه أيضا الورقة المالية ذات الدخل الثابت، هو ورقة مالية صادرة عن شركة أو حكومة تتعهد بدفع مبالغ مالية محددة مسبقا للمشتري في أوقات معينة في المستقبل. وتقوم الشركات بإصدار سندات لتمويل المشاريع الإستثمارية مثل المصانع الجديدة. وتصدر الحكومات سندات عندما تحتاج إلى أموال لتغطية العجز في الميزانية. عندما تقوم شركة او حكومة بإصدار سندات، فهي تقترض المال من أولئك الذين يشترون السندات. يتلقى المصدر الأموال على الفور ويدفع للمشترين في المستقبل. نظرا لأن مصدري السندات يدينون بالمال لمشتري السندات، فإن السندات تسمى أيضا سندات الدين.[2]

الفرع الثاني: خصائص السندات

كما هو الشأن بالنسبة لبقية الأوراق المالية، فإن للسندات خصائص مميزة، نذكر أهمها فيما يلي:[3]

- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت في الغالب، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا أو نصف سنوي، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر.
- السندات هي وثائق تمثل اتفاق بين الشركة المصدرة (أو الحكومة) وبين المستثمرين (المدخرين من جمهور ومؤسسات مالية) تلتزم بمقتضاه الشركة (أو الحكومة) بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الإسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على شهادة سند، أي تاريخ الإستحقاق. فعلى الهيئة المصدرة ادخار (حجز) جزء من أرباحها سنويا يسمح لها في نهاية تلك الفترة بتسديد ما عليها من ديون في شكل سندات مصدرة، كأن تضع لدى البنك المشرف على الإصدار مبلغا سنويا حيث يمكنها من تسديد قيمة السندات عند تاريخ استحقاقها.

[1] Bertrand Jacquilat et autres, Opcit, p :16.
[2] Laurence M.Ball, Money, **Banking, and Financial Markets**, Worth edition, New York, Etats unis, Deuxième édition, 2011, p,p: 2,3.
[3] جبار محفوظ، **الأسواق المالية (الأسواق والأدوات المالية)**، الجزء الثاني، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص، ص: 282،283.

- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار: إسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة Bondholders مقابل اكتتابهم في السندات المعنية لطمأنتهم على مدخراتهم. كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الإسمية له.
- قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الإسمية لها، تشجيعا للمكتتبين، وعندئذ يعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الإسمية بعلاوة الإصدار. كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الإسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد.

الفرع الثالث: أنواع السندات

تنقسم السندات إلى الأنواع التالية:

أولا: من حيث جهة الإصدار:

تنقسم السندات حسب معيار الجهة المصدرة للسند إلى النوعين التاليين: [1]

أ. **حكومية:** تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الإستثمارية.

ب. **غير حكومية:** تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

ثانيا: من حيث مدة الأجل: يمكن تقسيم السندات حسب مدة أجل السند إلى ما يلي:

أ. **قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتعدى اجلها عاما واحدا، ويعد هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، فيتداول في سوق النقد ومن الأمثلة عليه سندات الخزينة.

ب. **متوسطة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن سنة واحدة ولا تتجاوز سبعة أعوام، وتعد أداة تمويل متوسطة الأجل، وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك على السندات قصيرة الأجل.[2]

---

[1] مصطفى يوسف كافي، **بورصة الأوراق المالية**، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق سوريا، 2009، ص:150.

[2] قيصر عبد الكريم الهيتي، **أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)**، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006، ص،224.

ج. **طويلة الأجل:** يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتتداول في سوق رأس المال ومعدلات فائدتها أعلى من سابقتيها، مثل السندات العقارية.[1]

ثالثا: من حيث الشكل: يمكن تقسيم السندات حسب شكل الإصدار إلى مايلي: [2]

أ–سندات لحاملها:

عندما يصدر السند خاليا من اسم المستثمر تنتقل ملكية السند بمجرد الإستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها وعند تاريخ الإستحقاق يحق لحامله استلام قيمته الإسمية من البنك مباشرة.

ب–سندات إسمية "مسجلة":

ويكون عليه اسم مالكه، ويمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويسجل به الدين الأصل والفائدة. ولا يصرف أي منها إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند. ويمكن أن تكون مسجلة جزئيا ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط.

رابعا: من حيث الجنسية: تنقسم السندات من حيث معيار جنسيتها إلى ما يلي:

أ–محلية: يتم إصدار السندات المحلية من قبل مقترضين مقيمين في بلد الإصدار، مقومة بعملتهم المحلية وتنظمها السلطات المحلية.[3]

ب–أجنبية: هي عبارة عن سندات دولية يصدرها المفترضون الذين ينتمون لدولة خارج حدود دولتهم، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات بها، فإذا قامت مؤسسة جزائرية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها والإكتتاب فيها في أسواق رأس المال في نيويورك فإن هذه السندات يطلق عليها سندات أجنبية (Foreign bond).[4]

ج–دولية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.[5]

---

[1] أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي للطاعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص، 65.

[2] وليد صافي وآخرون، مرجع سابق، ص 110.

[3] David leader**: Clearing, Settlement And Custody**, Butterworth Heinemann, oxford, united kingdom, 2002, p:26 .

[4] مصطفى يوسف كافي، **إدارة الأعمال الدولية**، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2017، عمان، الأردن، ص، 182.

[5] مصطفى يوسف كافي، **بورصة الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص:150.

خامسا: من حيث الضمان: تنقسم السندات وفقا لهذا المعيار إلى ما يلي:[1]

أ. **السندات مضمونة:** وهي سندات تصدر بالقيمة الإسمية، ولصاحبها الحق في الحصول على فوائد ثابتة، إلا أن ما يميزها هي كونها مضمونة إما بضمان شخصي مثل كفالة الحكومة أو البنوك، وإما بضمان عيني عن طريق رهن بعض الأصول الثابتة (عقارات أو ماكينات) أو عن طريق رهن أوراق مالية لشركة أخرى.

ب. **السندات غير المضمونة:** وهي سندات لا تحتوي على ضمان سوى الحق في الحصول على المستحقات (الأصل+الفائدة) في مواعيدها، وغالبا ما يكون عائدها أعلى من السندات المضمونة.

سادسا: من حيث العائد: ويكون المقياس أو المعيار هنا العائد أو الدخل ونجد:

أ. **السندات بفائدة ثابتة:** وهي السندات العادية تكون عوائدها مقدرة بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند.

ب. **سندات ذات فائدة متغيرة أو معومة:** وهذا النوع تم استحداثه في نهاية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض في القيمة السوقية للسند وهي سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق.

ج. **سندات لا تحمل سعر الفائدة (ذات الكوبون الصفري):** وهي السندات التي تباع بخصم على القيمة الإسمية (أي تباع بأقل من قيمتها الإسمية) وفي يوم الإستحقاق يسترد المستثمر القيمة الإسمية لهذا السند ويمثل الفرق مقدار الفائدة.

د. **سندات الدخل:** يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد إلتزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا.

هـ. **سندات المشاركة:** وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع إئتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة. [2]

و. **سندات ذات النصيب (القرعة):** وهي السندات العادية التي تصدر بالقيمة الإسمية المبينة فيها، وتعطي الحق في فائدة سنوية ثابتة، تضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها بطريقة القرعة.[3]

---

[1] علاء ابراهيم عبد المعطي، **أذون وسندات الخزانة العامة**، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2016، ص، ص:37-38.

[2] أمحمد عبد الحفيظي، سلماني عادل، **كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال، مجلة البديل الاقتصادي**، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد 1، العدد:02، 2014، ص،ص: 209، 210.

[3] شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص:83.

ز. **سندات بفائدة متزايدة:** تصدر هذه السندات بسعر فائدة منخفض عن المستوى المتاح في الأسواق المالية إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجيا.[1]

سابعا: من حيث قابلية التحويل:

تنقسم السندات حسب معيار القابلية للتحويل إلى الأنواع التالية:[2]

أ. **سندات قابلة للتحويل:** هي سندات تعطى لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم أو سندات أو كليهما. وقد تصدرها الحكومات أيضا.

ب. **سندات غير قابلة للتحويل:** سندات لا تعطي المكتتب حق التحويل، وتصدر عادة بمعدل فائدة أعلى من السندات القابلة للتحويل.

الفرع الرابع: طرق تسديد السندات

بعد أن يتم الإكتتاب بالسندات المصدرة، تقوم المشروعات أي الجهة المصدرة بإدارة الدين حتى يتحقق تسديده بالكامل، وهذا التسديد يفترض تأمين خدمة الدين، أي دفع الفوائد وتسديد أصل الدين (السند)، كما أن التسديد المذكور يمكن أن يحصل عند الاستحقاق، أو عبر الاستهلاك، أو أخيرا قبل حلول أجل الاستحقاق إذا ما كان العقد يسمح بذلك.

أولا: التسديد عند الإستحقاق

القرض المسدد أو المستهلك عند الإستحقاق يعني أن المشروعات اختارت تسديد قيمة السند إلى حامله عند حلول أجل الإستحقاق، هذا النموذج من التسديد يتيح الإستفادة من كامل القرض طيلة أجله، ولا تقوم الجهة المصدرة طيلة هذه الفترة سوى بتسديد الفوائد السنوية، وعادة لا تلجأ إلى هذا الأسلوب إلا المشروعات التي تتوقع تحسنا في تدفقاتها النقدية عند الإستحقاق. إذن كما تم الإيضاح، يسدد رأس المال فقط في نهاية مدة القرض، أما الفوائد فتقسط على طيلة فترة التسديد.

ثانيا: التسديد عبر الإستهلاك (Remboursement par amortissement)

التسديد عبر الإستهلاك يعني تقسيط على التسديد على امتداد أجل القرض، على أن يجري السحب بالقرعة لتحديد السندات التي تسدد سنويا.

[1] أمحمد عبد الحفيظي وآخرون، مرجع سابق، ص:210.

[2] محمد غياث شيخة، **التمويل (المبادئ–السياسات–التوجيهات الحديثة)**، عمان، الأردن، 2022، ص89.

ثالثا: التسديد المسبق

يمكن أن يحدث تسديد السندات بتاريخ يسبق ميعاد استحقاقها، إما بمبادرة من الشركة المصدرة حصرا، وإما بمبادرة من حامل السند أي المصدر له.

رابعا: التسديد بمبادرة من الشركة المصدرة:

في حالة عدم إدراج النصوص الخاصة بالتسديد المسبق على متن عقد الإصدار، لا تستطيع الجهة المصدرة فرض هذا التسديد على حاملي السندات، في هذا الإطار تقوم الشركة بالتسديد المسبق في الحالات التالية:

- إعادة الشراء في البورصة.
- تحويل القرض (Conversion).

خامسا: التسديد بمبادرة من الحامل أو المصدر له

التسديد بمبادرة من الحامل يتعلق هنا بالسندات المختارة، والفائدة التي يحققها المستثمر يقابلها نوع من التغريم على آخر قسيمة مقبوضة، وبذلك فإن معدل المردود بالقيمة الحالية (Taux de rendement actuariel) يتدنى. على العكس من ذلك، إذا كان التسديد بمبادرة من المصدر، فيتوجب على هذا الأخير أن يقوم بدفع علاوة تسديد تجعل معدل المردودية بالقيمة الحالية أكثر ارتفاعا. وطلب التسديد سواء أكان صادرا عن حامل السند أم عن الجهة المصدرة فهو مرتبط بشروط السوق، فالمستثمرون والمقترضون يقارنون بين معدل التعويض الذي تضمنه عقد الإصدار، وبين الشروط الجديدة لقرض آخر في وقت معين.[1]

الفرع الخامس: مزايا ومخاطر الإستثمار بالسندات:

نوجز إجمالي مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات فيما يلي:

أولا: مزايا الإستثمار بالسندات

تتمثل مزايا الإستثمار في السندات فيما يلي:

- ثبات واستمرارية نسبة العوائد إذ يحصل حامل السند على العائد المحدد في شروط الإصدار بغض النظر عن رقم الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

[1] حريزي رابح، مرجع سابق، ص- ص، 125-127.

-انخفاض درجة المخاطر عند حلول موعد إطفاء السند خاصة بالنسبة للسندات المضمونة بأصول الشركة إذ يستطيع حامله أن يستوفي قيمة السند من هذا الضمان، كما أن السند يتمتع بحق الأولوية في الحصول على قيمته عند التصفية إذا أشهر إفلاس الشركة المصدرة.

- تتمتع السندات بالميزة الضريبية من خلال احتساب فوائدها كلفة لأغراض الإحتساب الضريبي أو إعفاءه السندات الحكومية من ضريبة الدخل مثلا، ولذلك نرى أن أكثر المستثمرين المحافظين يميلون إلى الإستثمار في السندات وذلك لإنخفاض درجة المخاطرة. [1]

ثانيا: مخاطر الإستثمار بالسندات

تتمثل مخاطر الإستثمار في السندات فيما يلي:

أولا: مخاطر التضخم:

تتمثل مخاطر التضخم في المخاطر الناشئة عن انخفاض القدرة الشرائية لقيمة الإستثمار في الأوراق المالية أو العائد الذي يتوقع منه نتيجة لوجود حالة التضخم في الإقتصاد. إن الإستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الثابت مثل السندات تكون أكثر عرضة لمخاطر التضخم أو ما يعرف بمخاطرة القوة الشرائية. ويعود السبب في ذلك إلى أن القيمة السوقية للسندات في سوق الأوراق المالية لا تستجيب بطبيعتها إلى التغيرات الحاصلة بسبب الظروف التضخمية.[2]

ثانيا: مخاطر تقلب أسعار الفائدة: Interest Rate Risk

وهي المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات والمتعلقة بهبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم، في حالة التضخم تنخفض القوى الشرائية ويصحب ذلك ارتفاعا في معدلات الفائدة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في سعر السند، والأكثر تعرضا لمخاطر تقلبات الفائدة هم حملة السندات الطويلة الأجل.[3]

ثالثا: مخاطر الإستحقاق Maturity risk

ترتبط هذه المخاطر بأثر أسعار الفائدة السوقية على سعر السند. فالتغير بأسعار الفائدة وأثره على سعر السند غير متماثل، لإختلاف أجل الاستحقاق. لذا فإن العلاقة بين أسعار السندات والناتج علاقة عكسية في

---

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص، ص: 270،271.

[2] براق محمد، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للأبحاث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر العاصمة، الجزائر، المجلد:6، العدد:2، 2006، ص،35.

[3] حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص 82.

ظل إستحقاقات مختلفة للسند، فالسند ذو الإستحقاق القصير الأجل يكون سعره أقل من السند ذو الإستحقاق الطويل الأجل عند إنخفاض أسعار الفائدة بأقل من أسعار فائدة السند.[1]

رابعا: مخاطر الإستدعاء: Callable Risk

عندما يكون السند قابل للإستدعاء فإن المستثمر في سوق السندات قد يتعرض إلى خسائر ناتجة من فقدان فرصة الإنتفاع من انخفاض معدلات الفائدة السوقية، لاسيما بعد انتهاء فترة الحماية. إذ تقوم الشركة المصدرة للسند باستدعاء السند بسعر الإستدعاء من حملة السندات.[2]

خامسا: مخاطر التوقف عن السداد: Default Risk

تظهر هذه المخاطر عند فشل المنشأة المصدرة للسند في مقابلة التزاماتها نحو حملة السندات (دفع الفوائد الدورية أو سداد قيمة السند عند الإستحقاق) وهذه المخاطر يمكن التنبؤ بها من خلال الترتيب الذي تنشره المؤسسات المالية المتخصصة في تحديد وقياس الجدارة الائتمانية للمنشأة المصدرة للسندات.[3]

سادسا: مخاطر السيولة: liquidity risk

تتعلق مخاطر السيولة بقدرة حامل السند على التخلص منه وذلك بالبيع في أي وقت وبسعر مناسب، وعليه كلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ الإستحقاق بالسعر السوقي كلما دل ذلك على ارتفاع مخاطر سيولة السند.[4]

سابعا: إعادة الإستثمار

تتكون عوائد السندات من عنصرين: إيصالات الفائدة، والقيمة السوقية للسند المستلم عند بيعه أو القيمة الإسمية للسند عند الإحتفاظ به حتى تاريخ الإستحقاق. يتم إعادة استثمار إيصالات الفائدة من السندات أو إنفاقها. يتم تعريف مخاطر معدل إعادة الإستثمار على أنها مخاطر إعادة استثمار إيصالات الفائدة بمعدل فائدة أقل من سعر القسيمة الكوبون الأصلي لإصدار السندات. تخضع جميع سندات القسيمة لمخاطر معدل إعادة الإستثمار. السندات ذات القسيمة الصفرية التي لا تقدم أي دفعات فائدة دورية لا تنطوي على مخاطر إعادة الإستثمار.

---

[1] أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص266.

[2] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص182.

[3] شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص87.

[4] نفس المرجع، ص 87.

تتقلب أسعار الفائدة في السوق بمرور الوقت، لذلك فمن المحتمل أنه على مدار عمر السند، سيتم إعادة استثمار مدفوعات الفائدة المستلمة بمعدلات مختلفة عن سعر قسيمة السند، وستكون العوائد من إعادة استثمار إيصالات الفائدة أعلى من سعر الكوبون الأصلي. تسود مخاطر معدل إعادة الإستثمار عندما يتم إعادة سداد مدفوعات الفائدة المستلمة بمعدلات أقل من سعر الكوبون الأصلي لإصدار السندات. وبالتالي، فإن مخاطر معدل إعادة الإستثمار ستكون أكبر بالنسبة للسندات ذات الإستحقاق الأطول مقارنة بالسندات ذات الإستحقاق الأقصر.[1]

المطلب الثالث: المشتقات المالية:

ظهرت المشتقات المالية منذ القرن الثامن عشر، وقد شهدت تطورا ونموا كبيرا في القرن العشرين، تستمد المشتقات المالية أهميتها كونها تستخدم للتحوط من المخاطر وتعظيم الأرباح.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

توجد عدة تعاريف للمشتقات المالية، نورد بعضها فيما يلي:

التعريف الأول: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.[2]

التعريف الثاني: هي عبارة عن عقود مالية تتعلق ببنود خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.[3]

وبناءا على التعاريف السابقة يتلخص مفهوم المشتقات المالية فيما يلي:[4]

هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، إذ تعتمد قيمتها (الأرباح أو الخسائر) على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد (تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات).

ويتضمن العقد:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.

---

[1] ESMÉ FAERBER, **ALL ABOUT BONDS, BOND MUTUAL FUNDS, AND BOND ETFs**, Third Edition, McGraw-Hill companies, Etats unis, 2009, P: 35.

[2] صلاح الدين شريط، **مبادئ الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص127.

[3] ابراهيم سالم ياسمينة وآخرون، **أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية**، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة احمد دراية، أدرار، المجلد:2، العدد:3، 2014، ص169.

[4] بن شريف مريم، **المشتقات المالية كآلية لتغطية المخاطر أو لصناعة الأزمات في ظل الاقتصاد الافتراضي؟**، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، المجلد: 4، العدد:9، ديسمبر 2013، ص، ص، 96،97.

- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشر أسعار، تقييم أو مؤشر ائتماني، تغييرات مماثلة.

الفرع الثاني: المتعاملون بالمشتقات المالية:

يمكن تلخيص مجموعة الأطراف التي تتعامل بالمشتقات المالية حسب الهدف من هذا التعامل وذلك ضمن ثلاث مجموعات:[1]

أولا: المتحوطون

أي تلك الأطراف التي تسعى إلى تخفيض المخاطر التي يتعرضون لها جراء تقلب الأسعار، والمشتقات تتيح لهم العمل في ظروف التأكد التام عن طريق تثبيت الأسعار، ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

ثانيا: المضاربون

وهم المراهنون على تحركات الأسعار في المستقبل ويستخدمون المشتقات المالية لمحاولة تحقيق مكاسب.

ثالثا: المراجحون

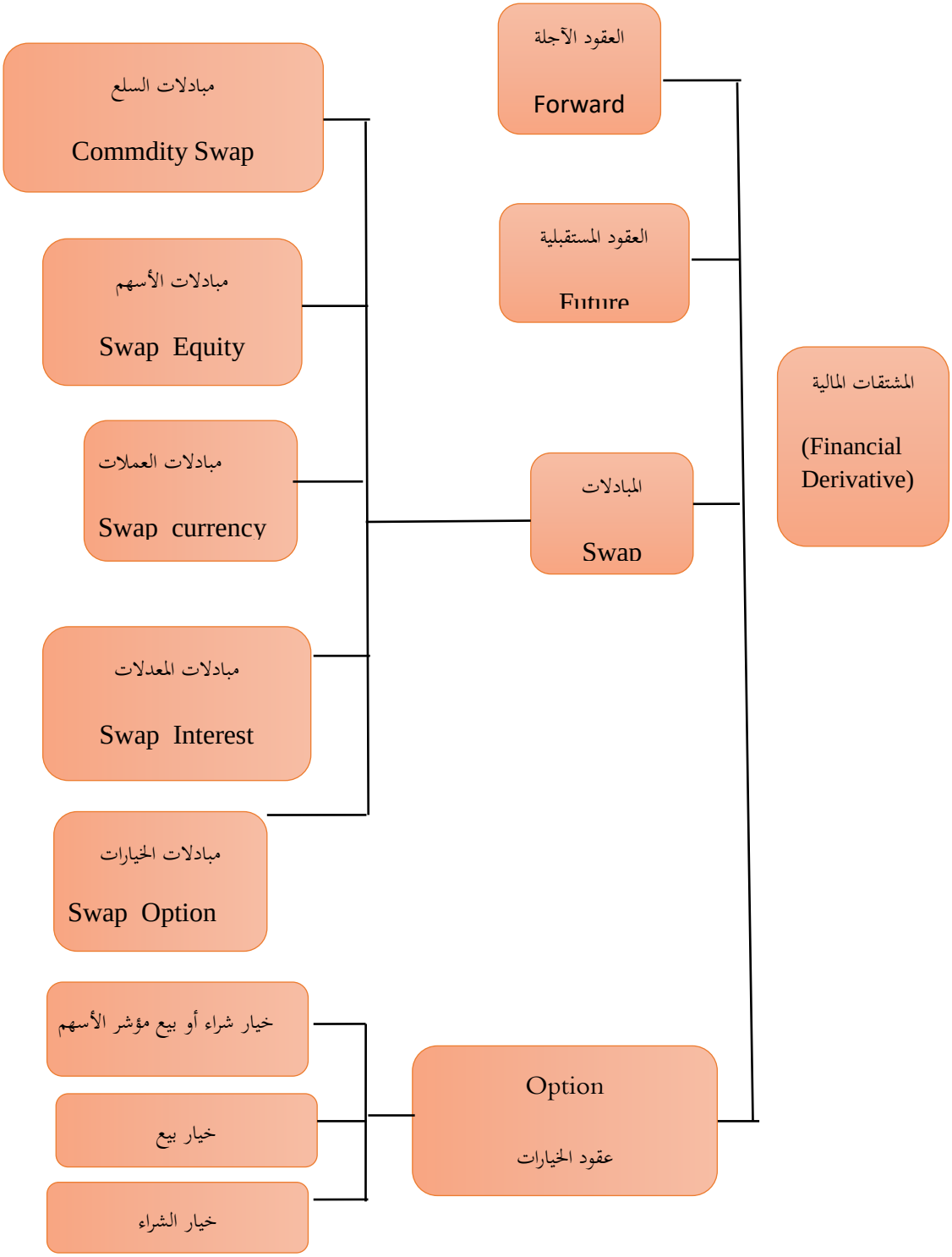
تلجأ هذه الأطراف للمشتقات عندما يكون هناك فرق في السعر لأصل ما بين سوقين أو أكثر من خلال الشراء من السوق المرتفع السعر والبيع في السوق المنخفض السعر في نفس الوقت وبالتالي تحقيق أرباح مقبولة وعديمة المخاطرة. وطبعا يتم الشراء بعقود مستقبلية أي دون رفع القيمة مباشرة.

الفرع الثالث: أنواع المشتقات المالية

يمكن تلخيص أنواع المشتقات المالية في الشكل التالي:

[1] سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص:106.

الشكل رقم (2):أنواع المشتقات المالية



المصدر: دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 402.

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

أولا: عقود الإختيار

عقود الخيار هي إحدى أدوات المشتقات المالية وإحدى ابتكارات الهندسة المالية، في البداية كانت تستخدم لغرض الإحتياط قبل أن تتحول إلى أداة للإستثمار والمضاربة، حيث لقيت رواجا كبيرا لدى المتعاملين في الأسواق المالية.

1. تعريف عقود الإختيار:

توجد عدة تعاريف لعقود الخيار، نورد بعضها فيما يلي:

التعريف الأول: تعتبر عقود الإختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الإختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغيير الأسعار.[1]

التعريف الثاني: يعرف عقد الخيار بأنه عقد بين طرفين أحدهم مشتري الخيار والآخر بائع أو محرر ويكون للطرف الأول الحق في أن يشتري من الطرف الثاني (إذا رغب) أو أن يبيع له (إذا رغب) أصلا معينا بسعر معين وفي تاريخ معين حسب الإتفاق مقابل أن يدفع للطرف الأول (المشتري) علاوة للطرف الثاني (محرر العقد)، وتعد هذه العلاوة بمثابة سعر لحق الخيار. ويطلق عادة على محرر الخيار اسم صاحب المركز القصير Position Short، بينما مشتري العقد يسمى بصاحب المركز الطويل long Position، وتسري عقود الخيار على الأوراق المالية كالأسهم والسندات وعلى مؤشرات الأسواق المالية وعلى العملات الأجنبية.[2]

التعريف الثالث: اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، ويعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما.[3]

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص66.
[2] سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سابق، ص118.
[3] صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص128.

التعريف الرابع: الخيارات هي عقود مالية تمنح الحق، ولكن ليس الإلتزام، لممارسة شروط العقد المحدد مسبقا بين المشتري والبائع. بمعنى شراء أو بيع أصل أساسي (أسهم، مؤشرات، مواد خام الخ...) بكمية معينة بسعر معين خلال فترة محددة.[1]

2-أنواع عقود الخيار:

من أهم أنواع عقود الخيار:

أ. أنواع عقود الخيار على أساس نوع الصفقة:

نجد النوعين التاليين: [2]

- **عقود خيار الشراء:** وهو عقد بين طرفين، يمنح فيه محرر العقد للطرف الآخر الحق في الإختيار بين شراء أصل معين أو عدم التنفيذ، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد ومقابل ذلك يحصل المشتري على العلاوة أو سعر الخيار. ويتم تنفيذ العقد ويشتري الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.
- **عقود خيار البيع:** ويعطي هذا الخيار الحق للبائع في بيع الأصل بسعر معين دون الإلتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الإلتزام بالبيع.

ب. أنواع عقود الخيار على أساس تاريخ الإتفاق أو التنفيذ:

نجد النوعين التاليين:[3]

- **عقد الخيار الأمريكي:** يعطي هذا النوع من الخيارات لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محدودة وبسعر محدد مسبقا، ويمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار، إذ لا يمكن تحديد وحصر هذا النوع من الخيار بتاريخ محدد وإنما يكون لمشتري الخيار الحق في ممارسة تنفيذ الحق في أي وقت يشاء خلال مدة الإستحقاق.

---

[1] Lasary, Op-Cit, p :320.

[2] عيبساوي سهام، مرغاد لخضر، **استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد:15، جوان 2014، ص:151.

[3] إنعام عبد الزهرة دوش، **توظيف الخيارات المتقدمة لأغراض التحوط في مجال الإنتاج الصناعي –دراسة تطبيقية في عينة من شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد:14، العدد:3، 2017، ص، 698.

- **عقد الخيار الأوروبي:** هو يشبه عقد الخيار الأمريكي باستثناء موعد التنفيذ، إذ يكون حامل حق الخيار محصورا في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار. علما أن هذه التسمية غير مرتبطة بالبلد الذي يتم التعامل فيه بهذه العقود أي أن هناك خيارات أوروبية يمكن التعامل بها في شيكاغو وهناك خيارات أمريكية يمكن التعامل بها في باريس.

ثانيا: العقود المستقبلية

تتمتع التجارة المستقبلية بتاريخ واسع ومثير للإهتمام، ويبدأ التاريخ الحديث في شيكاغو في أربعينيات القرن التاسع عشر. وكانت شيكاغو مركزا طبيعيا لنقل وتوزيع وتجارة المنتجات الزراعية لأن المدينة قريبة من الغرب الأوسط للولايات المتحدة، حيث تقع الكثير من الأراضي الزراعية، وأدى نقص المنتجات الزراعية إلى تقلبات عنيفة في الأسعار مما شكل خطر التغير السلبي في الأسعار بالنسبة للتجار. وكان تطور السوق الذي مكن تجار الحبوب والشركات الزراعية من التجارة في العقود الآجلة وسيلة لهذه الكيانات للتحوط من المخاطر. في عام 1848، تم تشكيل مجلس التجارة في شيكاغو (Cbot) كأول بورصة للعقود المستقبلية في العالم.[1]

تعريف العقود المستقبلية:

يمكن تقديم التعاريف التالية للعقود المستقبلية:

التعريف الأول:

" تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الإستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه".[2]

التعريف الثاني:

العقد المستقبلي هو إتفاق لشراء أو بيع كمية محددة من أصل محدد في وقت معين في المستقبل بسعر يتم الإتفاق عليه في وقت الدخول في العقد. ويعرف الأصل المحدد بالأصل الأساسي، يعرف الوقت الذي يتم فيه شراء

[1] Jamie Saettelle, **Sentiment in the forex market (indicators and strategies to Profit from crowd Behavior and Market Extremes)** , John Wiley and sons, New Jersey, United States, 2008, p: 71.

[2] صلاح الدين شريط، **مبادى الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص:130.

الأصل أو بيعه في المستقبل باسم تاريخ انتهاء الصلاحية أو استحقاق العقود المستقبلية، ويعرف السعر الذي ستتم به المعاملة في تاريخ انتهاء الصلاحية المحدد في الوقت الحالي باسم سعر العقود المستقبلية.[1]

التعريف الثالث:

العقد المستقبلي أو "FRA" هو عقد لأجل يضمن البائع بموجبه للمشتري في نهاية فترة معينة (تسمى فترة الإنتظار) سعرا مضمونا، لقرض بمبلغ ومدة محددين.[2]

أ. **أنواع العقود المستقبلية** :من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

1. **عقود مستقبلية على أسعار الفائدة** :هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الإستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الإتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.[3]

2. **العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:**

هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.[4]

3. **عقود مستقبلية على سلع**

هي بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد. [5]

ثالثا: العقود الآجلة:(Forward)

العقود الآجلة لها أهمية كبيرة في التحوط والحماية ضد تقلبات الأسعار المستقبلية وإدارة المخاطر، كما أنها تستخدم للمضاربة على أسعار الأصول وجني الأرباح.

---

[1] Sundaram Janakiramanan, **Derivatives and Risk Management, Dorling Kindersley**, New Delhi, India, 2011, P: 78.

[2] Eric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol de clos, L'essentiel des marché financiers-FRONT OFFICE, Post-Marché Et gestion Des Risques, EYROLLES édition d'Organisation, 2010, p :170.

[3] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص69.

[4] صلاح الدين شريط، **مبادى الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص132.

[5] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص69.

أ. تعريف العقود الآجلة

يمكن تقديم بعض التعاريف للعقود الآجلة كما يلي:

التعريف الأول:

هي إتفاق تعاقدي بين مشتري وبائع لتبادل أصل معين مقابل نقد في وقت لاحق مستقبلا وبسعر يحدد الآن ويتفق في هذا العقد على مواصفات الأصل من حيث الجودة والتصنيف والنوعية وطريقة ومكان التسليم والسعر ووسيلة السداد ويتم التفاوض على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري، وإن ارتفاع أو انخفاض أسعار العقود الآجلة لا يصاحبها أي تدفق نقدي للمستثمر إذ أن قيمتها دائما تصبح إما موجبة أو سالبة كانعكاس لتغيرات أسعار العقود الآجلة بعد عملية الشراء كما أن عملية التسوية النهائية للعقد الآجل من حيث الربح أو الخسارة لا تتم إلا في تاريخ الإستحقاق.[1]

التعريف الثاني:

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد، وفي ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل ويلتزم البائع بهذا السعر في التاريخ المحدد للتنفيذ.[2]

التعريف الثالث:

يعرفها kolb بأنها عقد ينظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق وحسب شروط متفق عليها في العقد ويكون على شكل موجود معين بموجود آخر وبسعر محدد عند التعاقد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل.[3]

التعريف الرابع:

العقد الآجل هو عقد مخصص بسيط لشراء أو بيع أصل في وقت معين في المستقبل بسعر معين، على عكس العقود المستقبلية، فإن العقود الآجلة لا يتم تداولها داخل البورصة بل خارجها، عادة بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها. هذه عقود ثنائية ويتم التفاوض عليها مباشرة بين المشترين والبائعين، ويتم تحديد جميع شروط العقد بأنفسهم.[4]

---

[1] دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص:416.

[2] طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية (مفهومها–أنواعها–استخداماتها في إدارة المخاطر المحاسبة عنها)**، الدار الجامعية، الإسكندرية–مصر، 2010، ص:109.

[3] حاكم الربيعي وآخرون، **المشتقات المالية (عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص:18.

[4] S.L.Gupta, **Financial Derivatives (Theory, Concepts and Problems)**, Published by Asoke K. PHI Learning Private Limited, Delhi, India, Second Edition, 2017, P :13.

ب. أنواع العقود الآجلة: يوجد نوعين من العقود الآجلة وهما كالآتي:[1]

1. عقود أسعار الفائدة: Forward Interest Contract

وتستخدم هذه العقود في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة، حيث يتم الإتفاق على دفع أو استلام المبالغ المترتبة على الفرق بين معدل فائدة ينتظر سريانه في تاريخ تسوية العقد ومعدل الفائدة المتفق عليه بين طرفي العقد.

2. عقود أسعار الصرف: Forward Currency Contract

وهي إتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة مقابل عملة أخرى وذلك في تاريخ آجل، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية. وتستخدم البنوك العقود الآجلة من أجل توفير سيولة نقدية من عملة غير متوفرة لدى البنك.

رابعا: المبادلات:

يرجع منشأ عقود المبادلة إلى سنة 1970 عندما طور تجار العملة مبادلات العملة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية، وكان أول ظهور لتبديل سعر الفائدة في عام 1981 في إتفاقية بين شركتي IBM و World bank ومنذ ذلك نمت هذه السوق بشكل كبير جدا.[2]

أ. تعريف المبادلات

يمكن تقديم التعريفات التالية لعقود المبادلات:

التعريف الأول:

هو إتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت سبق تحديدها. فالتبادل بالأساس هو استبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن سلعته مقابل حصوله على سلعة الآخر.[3]

التعريف الثاني:

المصطلح الانجليزي swap يعني التبادل أو المقايضة. في أوسع تعريف للمبادلة فإنها تبادل بين طرفين لفترة زمنية معينة. منطقيا، يجب أن يجد الطرفين فائدة من هذا التبادل، والتي يمكن أن تكون تتعلق إما بالأصول المالية أو بالتدفقات المالية.

---

[1] همت محمد عصام الدين السويفي، **مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها (الدراسة الميدانية)**، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد:22، العدد الثالث، جويلية 2021، جامعة بورسعيد، كلية التجارة، ص، ص:372-373.

[2] وليد العايب وآخرون، **اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية**، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2013، ص 260.

[3] حاكم الربيعي وآخرون، مرجع سابق، ص18.

تحدد كلمة مبادلة في اللغة اليومية تبادل التدفقات المالية (المحسوبة على أن يتم نقلها بواسطة مبلغ مرجعي نظري) بين طرفين حلال فترة زمنية معينة.[1]

التعريف الثالث:

المقايضة هي إتفاقية تعاقدية بين طرفين لتبادل التدفقات النقدية المحسوبة على أساس الشروط الأساسية المحددة مسبقا في نقاط محددة مسبقا في ذلك الوقت.[2]

يمكن تقديم التعريف الشامل التالي للمبادلات:

مفهوم المبادلة هو أن يقوم طرفان بتبادل (مبادلة) سلسلة من التدفقات النقدية. مجموعة واحدة من التدفقات النقدية متغيرة أو عائمة وسيتم تحديدها من خلال حركة الأصول الأساسية أو المعدل. المجموعة الأخرى من التدفقات النقدية يمكن أن تكون متغيرة ويتم تحديها بواسطة أصل أساسي أو معدل أساسي مختلفة كما يمكن أن تكون هذه المجموعة ثابتة.

ب. أنواع المبادلات

هناك أنواع كثيرة من المقايضة التي تستخدم لخطر التحوط، نوجزها فيما يلي:[3]

1. **مبادلات أسعار الفائدة:** في مقايضة الفائدة، يوافق أحد الأطراف على تبادل مدفوعات الفائدة على أساس سعر ثابت مع طرف آخر لسداد مدفوعات الفائدة على أساس معدل عائم.
2. **مقايضات العملات:** في مقايضات العملات، يوافق طرف على تبادل مدفوعات الفائدة على أساس عملة مع طرف آخر للمدفوعات على أساس عملة أخرى.
3. **مبادلات السلع الأساسية:** يتم في مبادلات السلع الأساسية تبادل سعر السوق العائمة بسعر ثابت على مدى فترة معينة.
4. **مقايضات الأسهم:** يمكن أن يكون الأصل الأساسي في مقايضة الأسهم سهما واحدا، أو سلة من الأسهم، أو مؤشر سهم. قد تتضمن إحدى مراحل المقايضة تدفقات نقدية بناءا على أداء حقوق الملكية الأساسية، بينما يمكن أن تستند المرحلة الأخرى إلى سعر فائدة متغير.

[1] Moulay El Mehdi Falloul, Yassine Louah, **Les produits dérivés (instruments de la gestion des risques)**, édition universitaire européennes, saarbrucken, Allemagne, 2012, p :45.
[2] SUNIL PARAMESWARAN, **Fundamentals Of Financial Instruments: An Introduction to stocks, Bonds, Foreign Exchange, and derivatives**, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd, Solaris South Tower, Singapore, 2011, p:20.
[3] Sundaram Janakiramanan, Op-Cit, p: 210.

الفرع الرابع: مخاطر التعامل في المشتقات المالية

تتمثل المخاطر المرتبطة بالتعامل بالمشتقات المالية فيما يلي:

أولا: مخاطر السوق:Market Risks

تنتج مخاطر السوق عن التقلبات السعرية المرتبطة بالأداة المالية المشتقة التي ترجع في معظم الأحيان إلى التقلبات غير المتوقعة في أسعار الأصول محل التعاقد (مثل: معدلات الفائدة وأسعار الصرف الأجنبي وأسعار الأوراق المالية وأسعار السلع)، مما قد يؤثر في قيمة عقد المشتقات ذاتها. ويزيد من مخاطر السوق التداول غير المحسوب خاصة في السوق غير المنظمة، حيث إن حجم التداول فيها أكبر من السوق المنظمة، الأمر الذي تكثر معه عمليات المضاربة غير المحسوبة ومن ثم يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية المصرفية.[1]

ثانيا: المخاطر الإئتمانية للمشتقات

تعبر عن المخاطرة المتمثلة في الخسارة الناجمة عن تعثر الطرف المقابل في الوفاء بالتزاماته التي تضمنها عقد المشتقات، وتتمثل هذه الخسارة في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق. وهناك عديد من السياسات والإجراءات التي تمكن المتعاملون في أسواق المشتقات من إدارة هذه المخاطر الإئتمانية نذكر منها:

- أدوات الرقابة الداخلية التي تضمن تقدير المخاطر الإئتمانية قبل الدخول في تعاملات مع الطرف المقابل، مع رقابة هذه المخاطر خلال مدة كل تعامل معها.
- التوثيق الدقيق للتعاملات مما يخفف من حدة المخاطر الإئتمانية، وبالتالي يوفر الإلتزام القانوني لتنفيذ العقود.
- تقدير الجدارة الإئتمانية للأطراف المقابلة، والإلتزام بحدود معينة لهذه المخاطر.
- توفير الضمانات اللازمة التي تدعم الإئتمان وتقلل أو تحد من التعرض لمخاطر تعثر أطراف عملية معينة.[2]

[1] همت محمد عصام الدين السويفي، مرجع سابق، ص:380.

[2] صلاح الدين شريط، **مبادى الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص، ص: 135،136.

ثالثا: المخاطر القانونية

وتنشأ عن عدم القدرة على تنفيذ عقود المشتقات نتيجة سوء توثيقها أو نتيجة عدم تمتع الطرف المقابل بالصلاحيات الضرورية للتعاقد والوضع القانوني غير الأكيد لبعض المعاملات، وعدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، وكذلك تؤدي التغيرات في البيئة القانونية إلى بعض المخاطر.[1]

رابعا: المخاطر التشغيلية

تتمثل هذه المخاطر في الخسائر التي تنتج عن عدم كفاية النظم الإدارية والرقابية وإخفاق الإدارة في مجال التعامل بالمشتقات، حيث أن تعقد المشتقات بمقتضى توافر عناصر بشرية مدربة ونظم رقابية تكون قادرة على التيقن من سلامة التعاملات ومراكز المتعاملين.[2]

خامسا: المخاطر الرقابية

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الناتجة عن فشل (أو غياب) ضوابط الرقابة الداخلية في منع أو اكتشاف المشكلات (مثل الخطأ البشري، الغش والتزوير، أو قصور النظم) وهو ما يؤدي إلى إعاقة مستخدم المشتقات عن تحقيق أهدافه التشغيلية أو تلك المتصلة بإعداد التقارير المالية أو الإلتزام والإذعان.

ومثل هذا الإخفاق يمكن أن ينتج عنه–مثلا–فشل مستخدم نهائي ما في فهم الخصائص الإقتصادية لعقد ما، كذلك فإن انعدام الرقابة الكافية يمكن أن يؤثر على ما إذا كانت المعلومات المالية المنشورة عن المشتقات قد أعدت بشكل موثوق يعتمد عليه، وأخيرا فإن المستخدم النهائي يمكن أن يتأثر سلبا إذا فشلت الضوابط في منع أو رصد حالات عدم الإلتزام بالعقود أو القوانين أو اللوائح ذات الصلة، وعدم فهم المشتقات المستخدمة قد يؤدي إلى عدم كفاية تصميم ضبط الرقابة على استخدامها.[3]

---

[1] بزاز حليمة، **المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)**، مجلة الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، المجلد:1، العدد:1، 2012، ص151.

[2] صلاح الدين شريط، **مبادى الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص137.

[1] طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص330.

خلاصة الفصل الأول:

السوق المالي هو وسيلة لعرض أموال المدخرين بالطلب عليها من المستثمرين، إن الوظيفة الإقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع على أفضل استخداماتها (الإستثمارات)، ويكون السوق المالي كفؤا إذا كانت الأسعار تعكس المعلومات فيه، أما سوق الأوراق المالية فهي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو (بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع). والأدوات المتداولة في سوق الأوراق الملية هي الأسهم، السندات والمشتقات المالية.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأزمات المالية

مقدمة الفصل

تتعرض الحياة الإقتصادية لتغيرات مستمرة، إذ يمر التطور الإقتصادي بمراحل من الإزدهار والإنكماش. وهي ظاهرة ملازمة للنشاط الإقتصادي كملازمة النظام الرأسمالي. وهذا ما يبرر إختناق الرأسمالية بالأزمات التي تعاقبت الواحدة تلو الأخرى. بدءا من أزمة خفض الإنتاج في انجلترا عام 1825 التي تلتها أزمات أخرى كأزمة 1842، 1882، 1929، 1990 إلى آخر ذلك من الأزمات التي هزت أركان النظام الرأسمالي. ونستعرض في هذا الفصل الإطار النظري للأزمات المالية، من خلال المبحث الأول نقدم تعريف الأزمات المالية وخصائصها ومراحلها وأسبابها وأنواعها، ومن خلال المبحث الثاني نتعرف على كل من عدوى الأزمات المالية ونظام التنبؤ بحدوث الأزمات المالية، أما المبحث الثالث فنستعرض فيه أهم الأزمات المالية التي حدث خلال القرنين العشرين الواحد والعشرين.

المبحث الأول: الأزمات المالية

للتعرف على الأزمات المالية قسمنا هذا المبحث الى مطلبين، حيث نقوم في المطلب الأول بدراسة مفهوم الأزمة وفي المطلب الثاني نقوم بدراسة ماهية الأزمات المالية.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة

نحاول من خلال هذا المطلب دراسة مفهوم الأزمة من خلال التطرق لتعريف الأزمة، خصائصها ومراحلها.

الفرع الأول: تعريف الأزمة

نستعرض في تعريفنا للأزمة إلى التعريف اللغوي والإصلاحي للأزمة وعلاقة الأزمة بالمصطلحات المرتبطة بها.

أولا: المفهوم اللغوي للأزمة

تعني الأزمة في معاجم اللغة العربية القحط والشدة، وهي تشير إلى حالة طارئة وموقف استثنائي مغاير ومخالف لمجريات الأمور الاعتيادية، ولم تكن كلمة أزمة شائعة الاستعمال في الأدبيات العربية القديمة، وقد إلتفت الباحثون العرب إلى هذه الكلمة بصورة بارزة لتكون ترجمة مباشرة للكلمة الانجليزية (Crisis).[1]

ثانيا: المفهوم الاصطلاحي للأزمة

بالرغم من تعدد تعريفات الأزمة من قبل العديد من الكتاب والباحثين وذلك بتعدد خلفياتهم والزاوية التي ينظرون منها إلى كلمة الأزمة، إلا أن هناك تشابها كبيرا بين هذه التعريفات حول مدلول الأزمة وما يعنيه هذا المصطلح. ونورد بعضا من هذه التعاريف فيما يلي:[2]

- الأزمة هي خلل مفاجئ نتيجة لأوضاع غير مستقرة يترتب عليها تطورات غير متوقعة نتيجة لعدم القدرة على احتوائها من قبل الأطراف المعنية وغالبا ما تكون بفعل الإنسان.
- الأزمة بمعناها العام المجرد هي " تلك النقطة الحرجة واللحظة الحاسمة التي يتحدد عندها مصير تطورها، إما إلى الأفضل وإما إلى الأسوأ، الحياة أو الموت، الحرب أو السلم، لإيجاد حل لمشكلة ما أو انفجارها، فهي كل حالة أو أمر مهما كان موضوعه أو مجاله لا يستطيع صاحبه أو أطرافه وضع حد لاشتداده وتطوره إلى الأسوأ.

[1] يوسف أبو فارة، **إدارة الأزمات في المنظمات العامة والخاصة (مداخل وحلول علمية)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2020، ص24.

[2] ماجد عبد المهدي المساعدة، **إدارة الأزمات (المداخل–المفاهيم–العمليات)**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص22.

- الأزمة هي عبارة عن "خلل يؤثر تأثيرا ماديا على النظام كله، كما أنه يهدد الإفتراضات الرئيسية التي يقوم عليها هذا النظام.
- الأزمة هي "حدث مفاجئ يهدد المصلحة القومية، وتتم مواجهته في ظروف ضيق الوقت وقلة الإمكانات، ويترتب على تفاقمه نتائج خطيرة".
- كما تعرف على أنها "حالة توتر ونقطة تحول تتطلب قرارا ينتج عنه مواقف جديدة سلبية كانت أو إيجابية تؤثر على مختلف الكيانات ذات العلاقة".

ثالثا: علاقة الأزمة ببعض المصطلحات المرتبطة بها

يخلط الناس بين معنى " الأزمة" وغيرها من المصطلحات المرتبطة بها، ومن أهم هذه المصطلحات:[1]

أ. الواقعة: INCIDENT

هو خلل في أحد مكونات نظام ما، حدث وانتهى أثره. مثل تشققات في جوانب جسر، أو تلف صمامات في إحدى الماكينات، أو تسرب غاز من الأنابيب، كل هذه الأمثلة هي وقائع لأنها حدثت وأمكن السيطرة عليها دون خسائر، أما إذا أدت إلى خسائر فيمكن اعتبارها حادثة.

ب. الحادثة (أو المشكلة): ACCIDENT/PROBLEM

هي عبارة عن خلل يؤدي إلى خسائر مادية أو إنسانية، حيث تؤثر على جزء من النظام، ولكنها لا تهدد بقاء النظام ككل. فإذا أدى تسرب الغاز من الأنابيب إلى خسائر بشرية وإغماءات يمكن اعتبار ذلك حادثة أو مشكلة. ويحتاج الأمر إلى إيقاف العمل بالأنابيب حتى يتم إصلاح العطل، وبالتالي يتم السيطرة على الحادثة أو المشكلة. وعليه فالحادثة تشير إلى أوضاع غير مرغوبة، أو صعوبات أو خلل ولها تأثير سلبي على النظام، ويمكنها أن تؤدي إلى كارثة إن لم يتم علاجها.

ج. الكارثة (الخسائر): DISASTER/LOSS

حينما تظهر آثار سلبية كبيرة بسبب عدم علاج الحادثة أو المشكلة أو بسبب كوارث طبيعية لا دخل للإنسان فيها تظهر سلسلة من الخسائر الفادحة كالإصابات والوفيات والحرائق، والدمار، الأمر الذي قد يؤدي إلى تهديد النظام في بقائه ووجوده، والخسائر إما أن تكون مادية ومثال ذلك خسائر في الأرواح

[1] أحمد ماهر، **إدارة الأزمات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص، ص13،14.

والأموال والموجودات، أو خسائر معنوية كالصراع بين الإدارة العليا ونقابة العمال، أو بين القادة والأتباع، فالكوارث إذن هي عبارة عن خسائر بفعل بشري (لوجود وقائع وحوادث) أو خسائر طبيعية لا دخل للإنسان فيها. فالأزمة إذن هي تراكم الخسائر في مقومات النظام، الأمر الذي قد يؤدي إلى تقويض أركان النظام.

الفرع الثاني: خصائص الأزمات

يمكن إيجاز أهم خصائص الأزمات فيما ما يلي:[1]

- نقطة تحول تتزايد فيها الحاجة إلى الفعل المتزايد ورد الفعل المتزايد لمواجهة الظروف الطارئة؛
- تتميز بدرجة عالية من الشك في القرارات المطروحة؛
- يصعب فيها التحكم في الأحداث؛
- تسود فيه ظروف عدم التأكد ونقص المعلومات حيث يعمل مديرو الأزمة في جو من الريبة والشك والغموض وعدم وضوح الرؤية؛
- ضغط الوقت والحاجة إلى اتخاذ قرارات صائبة وسريعة مع عدم وجود احتمال للخطأ لعدم وجود الوقت لإصلاح الخطأ؛
- التهديد الشديد للمصالح والأهداف، مثل انهيار الكيان الإداري أو سمعة متخذ القرار؛
- المفاجأة والسرعة التي تحدث بها، ومع ذلك قد تحدث رغم عدم وجود عنصر المفاجأة؛
- التداخل والتعدد في الأسباب والعوامل والعناصر والقوى المؤيدة والمعارضة، والمهتمة وغير المهتمة، واتساع جبهة المواجهة؛
- سيادة حالة من الخوف والهلع قد تصل إلى حد الرعب وتقييد التفكير.

الفرع الثالث: مراحل الأزمة

تمر الأزمات المالية بثلاث مراحل هامة نوجزها فيما يلي:[2]

[1] رضا خلاصي، **مروج إدارة الأزمات**، مطبعة دار هومة، الجزائر، 2016، ص، ص: 40،41.

[2] فادي حسن عقيلان، **إدارة الأزمات والكوارث الطبيعية وغير الطبيعية**، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص، ص،17،18.

أولا: مرحلة الميلاد

وفيها تبدأ الأزمة بالظهور لأول مرة على شكل إحساس مبهم بوجود شيء ما يلوح في الأفق وينذر بقرب وقوع خطر مجهول المعلم والإتجاه والحجم، إن الأزمة لا تنشأ غالبا من فراغ وإنما هي نتيجة لمشكلة ما لم تتم معالجتها بالشكل الملائم، ومن هنا يأتي دور متخذي القرار في تنفيس الأزمة وافقادها مرتكزات النمو ثم تجميدها أو القضاء عليها، وهي وليدة دون أدنى خسائر مادية أو بشرية وقبل وصولها إلى مرحلة الصدام.

ثانيا: مرحلة النمو والاتساع

كنتيجة للمرحلة الأولى وعدم معالجتها في الوقت المناسب فإن الأزمة تنمو وتدخل في الإتساع، حيث يغذيها محفزات ذاتية مستمدة من ذات الأزمة، وكذا محفزات خارجية استقطبتها الأزمة، وتفاعلت معها وبها.

ثالثا: مرحلة النضج

تعتبر من أخطر وأصعب مراحل الأزمة، ويندر أن تصل الأزمة إلى هذه المرحلة، إلا إذا قوبلت باللامبالاة من قبل متخذ القرار في مراحلها الأولى، ومتى وصلت الأزمة إلى هذه المرحلة فإن الصدام لا مفر منه.

رابعا: مرحلة الإنحسار

تبدأ الأزمة بالإنحسار والتقلص بعد الصدام العنيف الذي يفقدها جزءا هاما من القوة، وهناك بعض الأزمات تتجدد لها قوة دفع جديدة عندما يفشل الصراع في تحقيق أهدافه.

خامسا: مرحلة الإختفاء

فيها تصل الأزمة إلى هذه المرحلة عندما تفقد بشكل كامل قوة الدفع المولدة لها أو لعناصرها حيث تتلاشى مظاهرها، وينتهي الإهتمام بها، ويغيب الحديث عنها، إلا عندما يذكر التاريخ ولا يغيب عن البال ضرورة الإستفادة من دروس الأزمة، وتلافي ما حدث من السلبيات المصاحبة لها مستقبلا. ولهذه المرحلة مؤشرات تظهر في التقلبات الحادة في أسعار الأصول المالية وأسعار الأسهم والعقارات، وتزايد حالات الإفلاس، والإندفاع في سحب الودائع وإغلاق العديد من المشروعات، وتأميم بعض المؤسسات، وتقديم المساعدات للمؤسسات المالية من قبل الحكومات، كل هذه الأحداث تعد مؤشر لإنفجار الأزمة.

المطلب الثاني: ماهية الأزمة المالية

نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على ماهية الأزمة المالية من خلال تقديم تعريف للأزمات المالية، سرد خصائصها، مراحلها وأسبابها.

الفرع الأول: تعريف الأزمة المالية

هناك عدة تعاريف للأزمة المالية نوجز بعضها فما يلي:

التعريف الأول: تعرف الأزمة المالية بأنها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة من الدول وتتسم بفشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والإنعكاس السلبي على قيمة العملة وأسعار الأسهم وتدهورها، إضافة إلى الآثار السلبية على الإنتاج والعمالة وسوء في توزيع الثروات بين الأسواق المالية.[1]

التعريف الثاني: لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد للأزمات المالية، غير أن معظمها ترتكز على كونها اختلالا واضطرابا حادا ومفاجئا في بعض التوازنات المالية ومؤشرات أدائها وتعبر عن انهيار مفاجئ في مجموع المتغيرات المالية، مثل حجم الإصدارات، أسعار الأسهم والسندات، قيمة القروض والودائع المصرفية وأسعار الصرف، ويمتد آثار ذلك كله إلى القطاعات الإقتصادية. وبذلك تؤشر الأزمات المالية على هشاشة وسوء أداء في النظام المالي للبلد.[2]

التعريف الثالث: الأزمة المالية هي اضطراب كبير في النظام المالي يعوق قدرة الإقتصاد على التوسط بين أولئك الذين يريدون الإدخار وأولئك الذين يريدون الإقتراض والإستثمار. ليس من المستغرب، بالنظر إلى الدور المركزي للنظام المالي أن الأزمة المالية لها تأثير اقتصادي كلي واسع. فعلى مر التاريخ، تبع الركود العميق مشاكل في النظام المالي. تشمل هذه الإنكماشات الكساد الكبير في الثلاثينيات والركود الكبير في 2008-2009.[3]

---

[1] علي عبد الله الزعبي وآخرون، **كفاية الإفصاح المحاسبي الإلزامي في ظل الأزمة المالية العالمية–دراسة ميدانية من الأردن**، المؤتمر الثاني العلمي حول مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، يومي: 28 و 29 أفريل 2010، ص182.

[2] عماد غزازي، **الآثار الاقتصادية الكلية للازمات المالية العالمية على البلدان النامية في ظل العولمة المالية–حالة الجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة العلوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، السنة الجامعية:2013–2014، ص، 15.

[3] N.Gregory Mankiw, **Macroeconomics**, Eighth edition, Worth Publishers, New York, United states Of America, First printing, 2012, p:576.

التعريف الرابع:

" الأزمات المالية " تعرف عموما بأنها" نطاق أوسع من الاضطرابات، مثل الانخفاض الحاد في أسعار الأصول، وإخفاقات الوسطاء الماليين الكبار أو اضطراب أسواق الصرف الأجنبي".[1]

الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية

يمكن تحديد خصائص الأزمة المالية في النقاط التالية:[2]

-الانخفاض الحاد في أسعار الأصول المالية من الأسهم والسندات، ولكي يعتبر الإنخفاض في الأسعار يؤدي إلى أزمة يجب أن يتجاوز 10%.

-تضارب السياستين المالية والنقدية مع بعضهما، فقد تسعى السياسة المالية لتخفيض حجم التضخم عن طريق زيادة حجم الضرائب وتخفيض حجم الإنفاق، وبدلا من أن تؤيد السياسة النقدية السياسة المالية إلا أنها تخفض سعر الفائدة وبالتالي تشجع على الإقتراض ومن ثم زيادة حجم المعروض النقدي الأمر الذي يبطل مفعول السياسة المالية.

-التعارض بين السياستين المالية والنقدية من جهة، وسياسة الإستثمار من جهة ثانية، فإذا ما رغبت الدولة بزيادة حجم الإستثمار ينبغي على السياسة المالية زيادة حجم الإنفاق لتشجيع زيادة الطلب، كما ينبغي على السياسة النقدية زيادة حجم القروض والتسليفات وتخفيض سعر الفائدة ليشجع ذلك على الإستثمار، أما إذا لم تكمل السياسات المالية والنقدية التوجهات في دعم الاستثمار، فإن ذلك سينقلب إلى أزمة نزوح الأموال بدلا من عودتها وإقامة المؤسسات الإنتاجية للإقتصاد الوطني.

-إفلاس المؤسسات المالية (المصارف، شركات التأمين، شركات الوساطة، مؤسسات ترويج الإكتتاب...)، وصناع السوق، وعدم قدرة أي مؤسسة دعم المؤسسة الأخرى.

-انخفاض وتراجع معدلات النمو الاقتصادي، بحيث تؤدي الأزمة المالية إلى تراجع معدلات النمو، وزيادة البطالة، وزيادة مستوى الفقر والإضطرابات الإجتماعية.

[1] Roy E. Allen and Donald Snyder, **New thinking on the financial crisis**, Journal of: critical perspectives on the international business, London, United Kingdom, Vol: 5, N°:1/2; 2009, p: 37.

[2] شيخي بلال، **تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية– الواقع والآفاق**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية: 2010-2011، ص95.

الفرع الثالث: أسباب الأزمة المالية

تتمثل أسباب الأزمات المالية فيما يلي:

أولا: عدم الإستقرار الكلي

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات التي تحدث في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والإستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون. وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة. وشكل انخفاض شروط التجارة سببا رئيسيا للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الإعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الإقتصاد وقلة تنوعه.

وتعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالميا لا تؤثر فقط على تكلفة الإقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الغستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويقدر أن ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات، كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالميا.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الإقتصاد الكلي، والتي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية. وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا، وذكرت الدراسة أن وقوع الأزمات المالية يؤدي إلى حدوث ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد أثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية. أما في الجانب المحلي، فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصا منح الإئتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الإقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي. كما أن هناك آثارا سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.[1]

[1] ناجي النوني ، **الأزمات المالية**، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد:29، السنة الثالثة، 2004، ص4.

ثانيا: تحرير مالي غير وقائي

إن التحرير المتسارع، غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية. فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعار الفائدة. وعموما، فإن تجارب الدول النامية دلت على اضطرابات في أسعار الفائدة المحلية بعد انتهاج أسلوب التحرر المالي خصوصا خلال المرحلة الانتقالية. ويترافق ذلك أيضا مع التوسع في منح الائتمان والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصا في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية. ومن ناحية أخرى، فإن التحرير المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في المصارف تقييمها والتعامل معها بحذر ووقاية. كما إن التحرير المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لاسيما في أنشطة ائتمانية غير مهيأة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف. وبدون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرر المالي فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة. ومن الأزمات المالية التي ساهم التحرير المالي غير الوقائي وغير الحذر في حدوثها، نذكر الأزمات المالية في البرازيل وتشيلي وإندونيسيا والمكسيك وفنزويلا وبعض الدول الإسكندنافية وكذلك الولايات المتحدة. فقد أظهرت الدراسات أنه من بين عينة من 25 أزمة مالية كانت 18 منها قد حدثت في غضون السنوات الخمسة الأولى من عملية التحرر المالي والتي اتخذت مظاهر مثل ارتفاع أسعار الفائدة المحلية الحقيقية وارتفاع في قيمة المضاعف المالي وهي جميعها علامات دالة على حدوث الأزمات المالية.[1]

ثالثا: اضطرابات القطاع المالي

شغل التوسع في منح الإئتمان وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانهيار الأسواق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية والذي يتواكب مع الإنفتاح الإقتصادي والتجاري والتحرر غير الوقائي وغير الحذر. ومن بوادر هذا الاضطراب عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف، حيث يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف خصوصا من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتا مما يغري

[1] ناجي النوني نفس المرجع، ص6.

المصارف المحلية بالإقتراض من الخارج. وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضا بالنسبة لفترات الإستحقاق.[1]

رابعا: تشوه نظام الحوافز

إن ملاك المصارف والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم للخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، كما حدث مثلا في كوريا وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونج كونج. ومن ناحية أخرى، فقد دلت التجارب العالمية أيضا على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأن عملية تعديل هيكل المصرف، وتدوير المناصب الإدارية لم ينجحا في تفادي حدوث الأزمات، أو في الحد من آثارها، لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات، بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة، وفي طريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الإئتمان، ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفيا الديون المعدومة للمصرف لسنوات، وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية، وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والإستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثاره.[2]

خامسا: سياسة سعر الصرف

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل هذا النظام صعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للإقتراض بالعملات الأجنبية حيث أن ذلك يؤدي إلى فقدان السلطات النقدية لاحتياطاتها من النقد الأجنبي وحدوث أزمة العملة مثل حال المكسيك والأرجنتين، وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي. وفي المقابل، وعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فورا إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة

[1] حسن عمر محمد، سعد الساكني، **معايير المحاسبة الدولية والأزمة المالية العالمية**، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2015، ص، ص:64،63.

[2] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص177.

في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقا مع متطلبات الأمان المصرفي. [1]

سادسا: ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي

تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات؛ خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الإئتمانية. كما تعاني أيضا من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية، وعدم الإلتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأسمال الصرف. وتظهر الدراسات المتعلقة بالدول التي تعرض لأزمات مالية أنه في أكثر من 28 دولة تعرضت منها، كان نقص الرقابة المصرفية الفعالة سببا مباشرا في حدوث الأزمة. حيث يؤدي نقص الرقابة إلى التقييم غير الدقيق وغير الكافي للمخاطر الإئتمانية وتركيز المخاطر في مجال واحد كالتوسع في منح القروض العقارية والإستهلاكية، كما حدث في الأزمة الكورية.

يظهر التتبع التاريخي للأزمات المالية أن التنظيم والرقابة يأتيان دائما بعد حدوث الأزمة، كما يظهر أن السلطات النقدية في الدول النامية التي تعرضت للأزمات المالية، لم تنجح في التنبؤ بحدوث الأزمات أو الوقاية من حدوثها. حيث قامت بعد حدوث الأزمات بوضع وتعديل التشريعات المنظمة والمانعة من تكرار حدوثها، ومثال ذلك الأرجنتين وتشيلي والبرازيل ودول جنوب شرق آسيا. والملاحظ أيضا التراجع عن تلك الإجراءات التنظيمية بمجرد زوال حدة الأزمة مما أدى إلى تكرار الأزمات وبالتالي عدم وجود وقاية حقيقية. وفي معظم الأحوال فقد تمت معالجة الجوانب الفنية المسببة للأزمة وتجاهل الجانب الهيكلي والتنظيمي، وبالتالي تصبح المحافظة على مقدار التحسن في العمليات المصرفية صعبة الإستمرار والدوام.[2]

الفرع الرابع: أنواع الأزمات المالية

توجد الأنواع التالية من الأزمات المالية:

[1] زايدي عبد السلام، مقران يزيد، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية–دراسة حالة: الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية–النظام المصرفي الإسلامي نموذجا**، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص ص :11-12.

[2] ناجي النوني، مرجع سابق، ص7.

أولا: أزمات أسواق المال (حالة الفقاعات)

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة (الفقاعة bubble). حيث تتكون (الفقاعة) عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز 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 اتجاها قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.[1]

ثانيا: أزمة المديونية

بدأت أزمة المديونية على المستوى العالمي في الخمسينيات، واتضحت معالمها بشكل بارز في عقد التسعينيات عندما تفاقم حجم القروض نظرا لسوء توظيفها، لتنفجر عام 1982 حينما توقفت المكسيك والشيلي والأرجنتين عن دفع أعباء ديونها الخارجية، ثم تبع ذلك عمليات إعسار مالي كبير من الدول النامية. وتعرف المديونية على أنها "المقدار القائم من الخصوم الجارية الفعلية وليس الإجمالية على المقيمين في اقتصاد ما في أي وقت معين لغير المقيمين والتي تقتضي أداء مدفوعات من المدين لتسديد المبلغ الأصلي و/أو الفائدة عند نقطة أو نقاط زمنية في المستقبل. هناك اختلاف حول طبيعة وأسباب أزمة الديون الخارجية، حول ما إذا كانت تعود إلى سياسات اقتصادية خاطئة، ترتبط بالدولة المدينة أو إلى عوامل ترتبط بالعالم الخارجي، ومن أهم هذه الأسباب، العجز المستمر في الميزانية العامة، وهو أحد العوامل الرئيسية الداخلية التي تؤدي إلى تعاظم أزمة الديون الخارجية، العجز في ميزان المدفوعات، الكساد وشروط التبادل التجاري.[2]

ثالثا: الأزمة المصرفية

تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع لديه، فيحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى فتسمى في هذه

[1] عبد الحميد عبد المطلب، **الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية) أزمة الرهن العقاري الأمريكية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص، ص: 190،191.

[2] شيخي بلال، مرجع سابق، ص: 101.

الحالة أزمة مصرفية، ويحدث العكس أي عندما تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوف من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة في الإقراض، وهو ما يسمى بأزمة الإئتمان.[1]

رابعا: أزمة الصرف (العملة)

نقول أن هناك أزمة صرف لما تتعرض العملة إلى انخفاض حاد في قيمتها مقارنة بعملة أو عملات مرجعية (une monnaie de référence) خلال سنة، ويكون هذا التدهور أكثر من الحدود المعقولة التي يتم اعتبارها في الغالب ما فوق 25%.[2]

[1] خالد أحمد علي محمود، **إقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019، ص، 15.

[2] كمال بن موسى وآخرون، **الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل**، جامعة غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري ص4.

المبحث الثاني: عدوى الأزمات المالية ونظام التنبؤ بالأزمات المالية

لتفادي وقوع الأزمات المالية أو التخفيف من آثارها ينبغي التطرق لكل من موضوع عدوى الأزمات المالية الذي يعد أمر هام للغاية لفهم كيف يمكن للأزمات المالية الإنتشار بسرعة إلى مختلف البلدان والقطاعات، هذا الفهم ضروري لإتخاذ التدابير الوقائية والتخفيفية الفعالة سواء على مستوى الدول أو المؤسسات أو غيرها. وينبغي التطرق أيضا لموضوع لنظام التنبؤ فهو يهدف إلى التنبؤ بوقوع الأزمة المالية وبالتالي تحقيق إمكانية تفاديها والتخفيف من حدتها.

المطلب الأول: عدوى الأزمات المالية

نحاول من خلال هذا المطلب فهم ظاهرة عدوى الأزمات المالية خصوصا مع استفحال ظاهرة انتشار الأزمات المالية من الدولة التي عرفت وقوع الأزمة إلى الدول أخرى.

الفرع الأول: مفهوم العدوى المالية

هناك عدة تعاريف لعدوى الأزمة المالية، نورد بعضها فما يلي:

التعريف الأول:

تحدث العدوى عندما تنتقل تقلبات أسعار الأصول من بلد الأزمة إلى بلدان أخرى.[1]

التعريف الثاني:

تعرف العدوى المالية في أغلب الأحيان على أنها "صدمة" لواحد أو مجموعة من الجهات الإقتصادية الفاعلة (الأفراد أو المؤسسات أو البلدان أو الأسواق) والتي تنتشر إلى الجهات الإقتصادية الفاعلة الأخرى.[2]

التعريف الثالث:

عرف Pierre coilleteau & Edouard Vidon مفهوم العدوى المالية كذلك، على أساس أن أزمة أو هجمة مضاربية في سوق ما تزيد يشكل مهم من احتمال الضغوط في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أيضا أن تؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة.[3]

---

[1] Marcello Pericoli, Massimo Sbracia, **A Primer On Financial Contagion**, Journal Of Economic Surveys, Vol :17, issue N :4, Wiley Blackwell, Oxford, united Kingdom, P.574, july 2003.

[2] Kristian Bondo Hansen, **Financial contagion: problems of proximity and connectivity in financial markets**, Journal Of Cultural Economy, VOL: 14, N: 4, 2021, P: 392.

[3] قلي محمد، **عدوى انتقال الأزمات المالية: أزمة الرهون العقارية الأمريكية وأزمة الديون السيادية الأوروبية نموذجا**، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للأبحاث والإستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، المجلد: 17 العدد: 1، 2017، ص31.

التعريف الرابع:

يعرف Eichengreen, Rose, and Wyplosz (1996) العدوى بأنها الحالة التي تؤدي فيها معرفة أن هناك أزمة في مكان آخر إلى زيادة احتمال حدوث أزمة في الداخل، حتى عندما يتم أخذ الأساسيات في الإعتبار بشكل صحيح.[1]

ورغم كثرة الأبحاث النظرية والتطبيقية حول ظاهرة العدوى المالية، فإنها لم تصل إلى تعريف موحد لهذه الظاهرة، وفي هذا الإطار، قدم البنك الدولي عدة تعاريف تختلف باختلاف طبيعة وحجم انتشار الأزمات المالية التي حدثت في بلدان مختلفة. وذلك من خلال ثلاث تعاريف:[2]

المفهوم الواسع: نعرف العدوى على أنها انتقال صدمة ما بين الدول في فترة الأزمة أو في فترة الهدوء. ويمكن للعدوى أن تنتقل ليس فقط عن طريق الصدمات السلبية وإنما تنتقل ايضا من خلال الصدمات الإيجابية.

المفهوم الضيق: يقصد بالعدوى في هذه الحالة انتشار صدمة بين دولتين أو عدة دول والتي تولد انحرافا مقارنة بالأساسيات ما يؤدي إلى حدوث أزمات مشتركة يتم إثارتها بواسطة التحركات المشتركة.

المفهوم الضيق جدا: اعتمد هذا التعريف في أعمال Forbes & Rogobon سنة (2000)، إذ عرف العدوى على أنها ذلك التغير في آلية الإنتشار خلال فترة الأزمة، ويعكس تزايد الإرتباطات ما بين الأسواق التفسير العملي لهذا التعريف.

الفرع الثاني: نماذج العدوى المالية

هناك أربعة نماذج للعدوى المالية يمكن تلخيص مضامينها فيما يلي:

أولا: نماذج الروابط الاقتصادية

طبقا لهذا النموذج، فإن الأزمة المالية التي تحدث في دولة ما تعجل بوقوعها في اقتصاديات منكمشة تجاريا أو غير متقدمة وذلك بتغيير أساسيات الإقتصاد بها، كأن يؤثر انخفاض قيمة العملة في بلد ما كنتيجة لوقوع أزمة مالية بها تأثيرا سلبيا على القدرة التنافسية لبلد آخر.[1]

[1]Morris Goldstein, and othersn Assessing Financial Vulnerabikity: **An Earky Warning System for Emerging Markets**, Institute for International Economics, Wachington DC, united states, 2000, P :74.

[2] نور الدين دلال، **العولمة المالية كسبب لانتقال عدوى الأزمات المالية إلى البورصات**، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، المجلد: 9، العدد: 1، جويلية 2019، ص 250.

ثانيا: نموذج زيادة الوعي

يفترض هذا النموذج بأنه في ظل وجود معلومات غير كاملة لدى المستثمرين سيتوقع هؤلاء بأن المشاكل التي وقعت في دولة ما قد تظهر في دول أخرى تتشابه معها في المؤشرات الإقتصادية الأساسية، وقد يؤدي هذا التشابه إلى فرار المستثمرين من الدول المشكوك فيها والإتجاه في مقابل ذلك إلى دول أخرى تتماشى أصولها مع سنداتهم وأوراقهم المالية، كما يمكن التغلب على هذا النوع من العدوى بخفض تكلفة المعلومات ونشر تقارير دقيقة.[2]

ثالثا: نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية:

في نموذج تعديل المحفظة، يحتاج مديرو المحافظ التي تعاني من قيود السيولة إلى النقد لتلبية الزيادة المتوقعة في استرداد أصول الدولة التي تعاني من الأزمة الأصلية. حيث يلجأون إلى بيع أصول البلدان الأخرى المدرجة في المحفظة. وهذا يؤدي إلى مجموعة ثانية من الأزمات في هذه البلدان. وبقدر ما يقوم مديرو المحافظ بشكل مستمر بتجميع البلدان في محافظ وفقا لموقعها الجغرافي، فإن إمكانية التنبؤ بهذا النوع من العدوى تعتبر جيدة. علاوة على ذلك، ينبغي أن تكون البلدان التي تتحمل ديوناً خارجية ضخمة مجمعة في محافظ ديون إقليمية من بين البلدان الأكثر عُرضة لهذا النوع من العدوى، لأن مثل هذه المحافظ كثيراً ما يتم الإستدانة بها إلى حد كبير من خلال أدوات مشتقة خارجية. ومع ذلك، بما أن تكوين المحفظة يتم تحديده مؤسسيًا، فقد لا يعد الموقع الجغرافي مع مرور الوقت مؤشرًا مفيدًا للتنبؤ بضعف الدول التي تنتقل لها العدوى.[3]

رابعا: نموذج سلوك القطيع

يقوم المستثمرون وفق هذا النموذج بخلق عدوى مالية بسبب إهمالهم أو تغاضيهم لأنواع معينة من الإستثمارات الخاصة بالأوراق المالية استجابة لما يفعله المستثمرون الآخرون، ويؤدي تأثير العوامل النفسية ونقص المعلومات والشفافية إلى إتباع الدائنين نفس سلوك الدائنين في بلد الأزمة، حيث يقومون بإعادة تقييم الأوضاع الإقتصادية في البلدان خارج الأزمة حتى وإن لم يكن هناك أي تغيرات في هذه البلدان وهذا اعتقادا منهم بأنهم

---

[1] مزيود ابراهيم، **قنوات تأثير الأزمات المالية على القطاع المالي والمصرفي العربي، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية**، جامعة يحي فارس، المدية، العدد: 1، أفريل 2014، ص،183.

[2] طالب محمد الأمين وليد وآخرون، **دراسة تحليلية لظاهرة عدوى الأزمات المالية" حالة الأزمة المالية العالمية 2007–2008"**، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، جامعة تمنراست، المجلد:08، العدد:01، 2019، ص:386.

[3] Julia Lowell, and others, **Financial crisis and contagion in Emerging Market Countries**, RAND, washingtonn united states, 1998, P:32.

سيقومون بتقليل مخاطر استثماراتهم. تنتقل الأزمة وفق هذا النموذج عبر ما يسمى بـ "نداء الإستيقاظ " أي أن اندلاع الأزمة في بلد ما يؤدي إلى استيقاظ الدائنين وتنبيههم إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الإئتمانية للمقترضين في البلدان الأخرى، فيباشر هؤلاء الدائنون إجراءات حماية أموالهم ما يؤدي إلى انتشار الأزمة.[1]

الفرع الثالث: قياس انتشار عدوى الأزمات المالية

قدم (Yang,2002) أربعة أساليب لقياس انتقال عدوى الأزمات المالية تتمثل فيما يلي:[2]

أولا: قياس درجة الارتباط Correlation:

بين أسعار أسهم أسواق مجموعة دول (أكثر من دولتين) وتعكس درجة الإرتباط العالية فيما بينها وجود عدوى مالية، وتفسر تلك الدرجة العالية ظاهرة انتقال الأزمات بين الأسواق المالية.

ثانيا: الإحتمالية المشروطة لأزمات العملة (Conditional Probability of Currency crisis):

يشير هذا الأسلوب إلى قياس انتقال عدوى أزمات العملة عندما تكون هناك روابط مشتركة بين أسعار عملات الدول التي تحدث فيها عدوى مالية (مثل ارتباط العملات المالية لجميع دول جنوب شرق أسيا بالدولار الأمريكي).

3-الانتقال السريع في المؤشرات المالية (The Transmission Votality changes):

وتعني قياس التغير في مؤشر مالي معين في سوق مالية ومقارنة ذلك مع التغير في نفس المؤشر لدولة أخرى.

4-التغيرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال ومعدلات العوائد

. (Co-movement of Capital Flow and Rates of Return)

الفرع الرابع: أنواع العدوى المالية Types of contagion

تم تقسيم العدوى على أنواع كل حسب آلية انتقالها والأثر الذي تتركه والأسباب التي تودي إلى حدوثها، ويمكن حصر تلك الأنواع فيما يلي:[1]

---

[1] طاب محمد الأمين وليد وآخرون، مرجع سابق، ص:387.

[2] محمد علي ابراهيم العامري وآخرون، **الأزمة المالية: الأشكال-النماذج-والعدوى المالية "دراسة نظرية تحليلية للازمة الآسيوية"**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العراق، المجلد:15، العدد:56، 2009، ص:31.

أولا: العدوى الموسمية (Monsoonal Contagion)

وهي العدوى التي تصيب دول عديدة بشكل متزامن، وأطلق عليها Masson اسم العدوى الموسمية وعرفها بأنها عبارة عن تحولات اقتصادية رئيسية في الدول الصناعية المتقدمة تسبب أزمات في الأسواق الناشئة، ومثال ذلك ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية في الثمانينيات أدى إلى عجز المكسيك عن سداد ديونها وبالتالي عدم الوفاء بإلتزاماتها في عام 1982، كذلك بعد الأزمة المالية الأسيوية أو انفلونزا الأسيوية حدثت صدمة حقيقية أدت إلى انخفاض أسعار الطاقة مما شكل صدمة مشتركة للعديد من الدول النامية أو الإقتصادات الناشئة التي تنتج النفط أو الغاز.

ثانيا: عدوى التجاوز أو غير المباشرة (Spillover Contagion)

هي ناتجة عن الإعتماد المتبادل بين الدول، لذلك فإن أزمة في دولة واحدة قد يكون لها تأثير كبير على متغيرات الإقتصاد الكلي للدول المجاورة، مثل انخفاض قيمة العملة في دولة ما يؤدي إلى تخفيض تنافسية الأسعار للشركاء التجاريين أو الدول التي تتنافس معها من خلال الصادرات الذي يؤدي إلى عجز في الميزان التجاري لهذه الدول ومن ثم حدوث أزمة جديدة.

ثالثا: العدوى النقية أو الصافية Pure Contagion:

هذا النوع من العدوى ينطوي على تغيرات في التوقعات لدى المستثمرين لا تتعلق بالتغيرات في أساسيات الإقتصاد الكلي للدولة، إذ أطلق Masson تسمية العدوى الصافية أو النقية على هذا النوع من العدوى لأنها تعتمد على التغيرات في قناعات وسلوكيات المستثمرين، مثل سحب المستثمرين أموالهم من البنوك، بعد حدوث أزمة في دولة أخرى بسبب الذعر المالي.

رابعا: العدوى المميزة (Discriminate Contagion)

أشار إليها Ahluwalia وهي تقوم على شعور المستثمرين بالتشابه والتماثل بين اقتصاد دولة الأزمة واقتصادات الدول الأخرى التي يستثمرون فيها مما يدفعهم هذا الشعور إلى سحب أموالهم من الدول والأسواق التي

[1] محمد يوسف محمد وآخرون، **قياس عدوى الأزمات المالية في الأسواق المالية –دراسة تحليلية على الأسواق المالية العربية مع إشارة خاصة إلى العراق**، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد:15، العدد:48، 2019، ص520.

يشعرون بتشابهها، لذلك فإن حدوث الأزمة في دولة ما تعتبر إنذار يدفع المستثمرين إلى إعادة تقييمهم والنظر في إمكانية إدراكهم للخطر في الدول الأخرى.

خامسا: عدوى الدعوة للاستيقاظ: (Wake-up call Contagion)

أطلق هذا الاسم على هذا النوع من العدوى Goldstein في عام 1998، وفحوى هذا النوع من العدوى أنها تعمل من خلال التغيرات في التوقعات لدى المستثمرين لبلد ما، وعلى سبيل المثال:

حدثت مشاكل في القطاع المصرفي في دول شرق آسيا بعد انخفاض قيمة البات التايلندي، أي أن هناك اختلال في التوازن، وهي مشكلة موجودة في حين كان ينظر إلى اقتصادات هذه الدول (دول شرق آسيا) نظرة متفائلة، لكن سرعان ما تغيرت قناعات المستثمرين وسلوكهم بعد حدوث الأزمة في الإقتصاد التايلندي لينتقل إلى بقية الدول في آسيا لتسمى تلك الأزمة بالإنفلونزا الآسيوية.

سادسا: العدوى السياسية (Contagion Political)

أول من أشار إليها هو Drazen، إذ تعتمد في انتقالها على معدل الفائدة في ظل نظام سعر صرف ثابت، بمعنى أي صدمة تقع على عملة دولة المركز يمكن أن تؤدي إلى رفع معدل الفائدة، وبالتالي تتبع الدولة المحيطة نفس السياسة مما يؤدي إلى وقوع اختلالات اقتصادية كبيرة تكون سببا في تخلي تلك الدول عن نظام سعر الصرف الثابت، وهذا الأمر يفتح الأبواب مشرعة لهجمات المضاربة بالعملة الأمر الذي يؤدي إلى حدوث سلسلة من الأزمات التي تكون عواقبها وخيمة على أسعار الصرف لعملات الدول.

المطلب الثاني: نظام الإنذار المبكر بالأزمات المالية

تعتبر أنظمة الإنذار المبكر ضرورية للتنبؤ والوقاية من الأزمات المالية. تم تصميم أنظمة الإنذار المبكر لتوفير علامات إنذار مبكر للمشاكل المالية، مما يسمح لصانعي السياسات والمشاركين في السوق للتدخل قبل أن تتوسع الأزمة.

الفرع الأول: تعريف نظام الإنذار المبكر بالأزمات المالية

يقصد بنظام الإنذار المبكر للأزمات المالية تلك الإجراءات والتدابير والأدوات والآليات القادرة على التنبؤ بالأزمات المالية، من خلال دراسة بعض المؤشرات الإقتصادية والإجتماعية والبيئية وحتى السياسية لبلد ما، إذ من

خلال هذا النظام يتم تحديد المخاطر الإجمالية بصورة علمية، وبطريقة متناسقة ومتسلسلة، وهذا من خلال توفير المعلومات الملائمة لصانعي السياسات الإقتصادية، ومتخذي القرارات على مستوى بلد معين.

يحتاج تصميم نظام الإنذار المبكر إلى تحديد مختلف المجالات التي سوف يقوم بتغطيتها ومعالجتها. وفي غالب الأحيان يأخذ نظام الإنذار المبكر المجالات عالية المخاطر بعين الاعتبار، لأنها قد تكون العامل الأساسي لظهور الأزمات، وبالتالي تحديد الإطار العام للإنذار المبكر سواء يشمل الجوانب المصرفية، أو جوانب أسعار الصرف أو المديونية، أو جوانب المالية العامة، أو التجارة الخارجية أو النمو الاقتصادي أو هيكل الاقتصاد، أو كل ما تم ذكره. وينبغي توفير جميع البيانات المتعلقة بهذه المؤشرات الإقتصادية الكلية، حتى يتسنى لنا تقيم المخاطر واختبار قدرة هذا النظام على التنبؤ بالأزمات بشكل مقبول، لأن المؤشرات التي يعتمد عليها النظام تختلف قيما بينها، حيث نجد المؤشرات الهيكلية، والمؤشرات التي تساهم بشكل كبير في تطوير وانفجار الخطر، إضافة إلى المؤشرات التي ترتبط وتثير مكونات الإطار العام، دون انتمائها إلى المجال الذي يغطيه النظام. ويكن جمع هذه البيانات المتعلقة بمؤشرات الإطار العام من طرف أصحاب الخبرة والكفاءة للقيام بعملية التقييم الإحصائي، والتنبؤ والخروج بتقديرات رقمية تقيد متخذي القرار ووضعي السياسة الإقتصادية الكلية على اتخاذ القرارات الصائبة والملائمة.[1]

الفرع الثاني: آليات عمل نظام الإنذار المبكر:

يحتاج تصميم نظام الإنذار المبكر إلى تحديد المجالات التي سيغطيها النظام والتي تأخذ أولوية مرتفعة في تركيبة ملف المخاطر بمعنى أن النظام يجب أن يتعامل مع المجالات مرتفعة المخاطر والتي قد تكون مصدرا محتملا للأزمات، وهناك ثلاث خطوات رئيسية:[2]

أولا: الخطوة الأولى

في هذه المرحلة يجب تحديد أي الأحداث ينبغي الإنذار منها، فتصميم النظام يحتاج إلى تحديد المجالات التي سيغطيها، والتي تأخذ أولوية كما أشرنا سابقا، وعليه فإن تحديد الإطار العام للنظام هو الخطوة الأولى، ونعني بالإطار العام إختيار المؤشرات القائدة والتي تعكس حالة المخاطرة وتمثلها بشكل مناسب، بحيث تعتمد عملية اختيار المؤشرات على النظرية الإقتصادية والتجارب السابقة.

---

[1] كورتل فريد، **إشكالية التوفيق بين الوحدة النقدية والكفاءة الاقتصادية في ظل الأزمات المالية–حالة الوحدة النقدية الأوروبية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، السنة الجامعية: 2013-2014، ص:291.

[2] صوفان العيد، بوحية الطيب، **فعالية نظم الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمات المالية–الأزمة المالية العالمية 2007 نموذجا**، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد: 11، العدد:2، أوت 2017، ص، ص، 241،242.

ويمكن تصنيف المؤشرات التي يجب تحديدها إلى ثلاث أصناف: المؤشرات الهيكلية، المؤشرات المسرعة (تعمل على تسريع تطور الخطر) وهي متغيرات كامنة بمجرد وجود حدث جديد فتطوره إلى أزمة، والمؤشرات المثيرة (مثيرات خارج النظام تشعل أزمة داخل مجالات النظام).

تعتبر خطوة اختيار المؤشرات من أهم خطوات بناء نظام الإنذار، ولها دور كبير في فعاليته وقدرته على إظهار الإشارات وتوقع الخطر.

ثانيا: الخطوة الثانية

بعد تحديد الأزمة ونوع المؤشرات الملائمة، تكون الخطوة الموالية استحداث مجموعة من الأدوات التحليلية المناسبة، وينبغي أن تجمع هذه الأدوات بين التحليل الكمي والأساليب الأكثر اعتمادا على التجريب، مثل المشاورات الموسعة والأحكام الإنسيابية.

ويتمثل دور الأدوات الكمية في:

- توفر وسيلة للبحث بصورة نظامية عن أوجه التعرض للخطر؛
- تتقصى الإرتباطات التي يمكن أن تسمح للأزمة بأن تتحول وتنتشر عبر القطاعات، الأسواق والبلدان؛
- تحدد كلا من احتمال وانعكاسات تجسد الأزمة؛
- تضبط وتوجه استخدام الأحكام.

ثالثا: الخطوة الثالثة

وهي تتضمن عملية التقييم الإحصائي والتنبؤ للخروج بتقديرات للخروج بتقديرات رقمية تتم مناقشتها من قبل أصحاب الخبرة وذوي الكفاءة لتحديد مدى واقعية تلك النتائج وترابطها.

الفرع الثالث: مؤشرات الإنذار المبكر

تعتمد برامج الإنذار المبكر للتحليل والتنبؤ بوقوع الأزمات بمجموعة من المتغيرات والبيانات التاريخية (مدة 12-24 شهر) التي تؤدي إلى إحداث الأزمة، وأهمها: نسبة الدين قصيرة الأجل، احتياطات النقد الأجنبي، والإرتفاع في سعر الصرف الحقيقي بالنسبة للإتجاه السائد، والعجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية، بحيث كلما ارتفعت قيمة متغير من هذه المتغيرات ازداد إحتمال وقوع الأزمة، هنا يتم التدخل لتبني سياسات تصحيحية. ويستند استشعار الأزمة والتنبؤ بوقوعها إلى مجموعة من المؤشرات أهمها:

أولا: وسائل مراقبة السيولة: يعد نقص الإحتياطي من السيولة من المؤشرات الرئيسية للتنبؤ باحتمال حدوث أزمة العملة، خاصة في ظل عدم قدرة البلد على الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية وهروب رؤوس الأموال بسبب الشكوك القائمة حول عدم صلاحية السياسات المحلية، في هذه الحالة يجب وضع التقديرات التالية:

- احتياجات البلد من التمويل الخارجي، بما في ذلك عجز الحساب الجاري والتزامات الديون التي يحل موعد استحقاقها في آجال لاحقة وحجم الأموال المحولة من طرف المقيمين إلى الخارج.
- مختلف مصادر التمويل المضمونة من طرف الإستثمار الأجنبي المباشر والاقتراض من الأسواق المالية في شكل سندات وقروض مضمونة والتمويل الرسمي.
- الفجوة التمويلية المتبقية: هذه الحالة تجميع البيانات بصورة منتظمة وترتيبها في جداول تحدد الاحتياجات التمويلية التي يعتمد عليها في فحص وتدقيق احتياجات التمويل العالمية.

ثانيا: نبض السوق: يعتمد من هذا النوع من التقييم على المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية في البلدان الناشئة بتحديد مخاطر التسديد وتحليل سلوك السوق، لمساعدة الدول على إمكانية استخدام سياسات مالية توسعية تساعد على تعويض بعض الآثار السلبية للأزمة.

ثالثا: التطلع إلى المستقبل: لتسهيل عملية التنبؤ بحدوث الأزمات يحاول واضعي السياسات الإقتصادية إتخاذ مجموعة من الإجراءات لتفادي وقوعها بمجرد ظهور بوادرها، والتدخل لمتابعة مدى سلامة القطاع المالي وإلتزام البنوك والمؤسسات المالية بالمعايير والمقاييس الدولية لزيادة القدرة على التنبؤ بحدوث الأزمات ومواجهتها.[1]

الفرع الرابع: كفاءة نظم الإنذار المبكر

يختبر الإقتصاديون النماذج بأسلوبين:

- على أساس البيانات والفترة الزمنية التي صممت من أجلها (الأداء داخل العينة).
- على أساس البيانات والفترة الزمنية التي لم تصمم لأجلها (الأداء خارج العينة).

ومن الواضح أن النموذج الأفضل هو الذي يقدم إشارات غنية بالمعلومات خارج العينة، أي خارج الفترة الزمنية التي تم تقدير النموذج نفسه لها، غير أنه من الممكن أن تكون الإنذارات الكاذبة أمرا شائعا، ففي أكثر من نصف المرات التي تنبأت فيها جميع هذه النماذج بقرب وقوع أزمة لم تقع أي أزمة. وتظهر كفاءة نظم الإنذار المبكر عندما تتناول الفترة التاريخية التي صممت لأجلها وتم تقييمها على أساس داخل العينة لعدم إحتمالية ظهور عوامل

[1] لطرش ذهبية، كتاف شافية، **دور برامج الإنذار المبكر واختبارات الضغط في التنبؤ بالأزمات المالية**، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد الأول، ماي 2018، ص، ص:7،8.

جديدة لم تؤخذ في الإعتبار ضمن النموذج، وقد طبقت اختبارات على أربع نماذج تجريبية أنجزت قبل الأزمة الآسيوية وبينت أن أفضلها قادر على توقع نصف عدد الأزمات " داخل العينة" وثلثها "خارج العينة" وكانت الإنذارات الكاذبة كثيرا، ففي أكثر من نصف الحالات أين توقعت هذه النماذج حدوث أزمة لم تتحقق أي أزمة. ورغم صعوبة التنبؤ بالأزمات إلا أن تحديد البلدان الأكثر عرضة لأزمة فترة الاضطرابات الدولية أكثر مما تفيد بالتنبؤ بتوقيت الأزمات النقدية، حيث من شأن هذه النماذج تسليط الضوء على البلدان التي تحتاج إلى تعديلات في سياساتها قبل انفجار الأزمة وتطورها وتوضيح أهم المحددات التي تستشرف الأزمات.

كما توصل بيكام وآخرون (Bechamm & All.2006) إلى أن نظم الإنذار المبكر لها سلطة تنبؤية وقوية والتغيرات في دعائم إشارة على مشاكل في المستقبل، فهي تساعد واضعي السياسات على منع وقوع الأزمات.

ومنه يمكن القول أن نماذج الإنذار المبكر تعتبر أدوات ناقصة فهي غالبا تصدر إشارات زائفة تتنبأ بأزمات لا تحدث وتفوتها أخرى تحدث بالفعل، غير أنها توفر معلومات مفيدة تصف بصورة منظمة وموضوعية العلاقة التاريخية بين المتغيرات المرتبطة بالظروف المؤدية إلى الأزمات وبين الأزمات ذاتها، لكن أهم ما يعيبها أنها تحاول أن تجمع كل البلدان والأزمات في سلة واحدة، مع إغفال كم هائل من المعلومات التي لا يمكن قياسها بسهولة وعليه فإن الأدبيات الحديثة تركز على الوضع المالي التفصيلي لمختلف القطاعات (الحكومة، البنك المركزي، البنوك التجارية، قطاع الأعمال غير المصرفي) بدلا من التركيز على الوضع المالي للإقتصاد ككل.[1]

.

[1] طبي عائشة، كروش نور الدين، **دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمات المالية وإدارتها**، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، المجلد:3، العدد: 2، ديسمبر 2019، ص،ص، 83،84.

المبحث الثالث: تاريخ الأزمات المالية

شهد القرن العشرون والقرن الواحد والعشرون حدوث سلسلة من الأزمات المالية، من خلال هذا المبحث سنتطرق إلى أهمها.

المطلب الأول: الأزمة المالية عام 1929 (الكساد الكبير أو الكساد العظيم)

عرف الإقتصاد الدولي أزمة حادة خلال فترة الكساد العظيم، وارتبطت أسباب هذه الأزمة بالظروف العالمية التي سادت حقبة ما بعد الحرب العالمية الأولى وبالفكر الإقتصادي الكلاسيكي، والذي كان سائدا آنذاك إلى جانب ما تعرضت له بورصة نيويورك للأوراق المالية من تدهور في أسعار الأسهم.

الفرع الأول: أسباب أزمة عام 1929

يعود حدوث أزمة 1929 إلى جملة من الانحرافات الحاصلة في أسواق رؤوس الأموال نذكر منها:

- نسبة هامش الأمان في البيع النقدي الجزئي، والتي كانت تتصف بالضآلة 10%، ولأن عددا من المتعاملين لم تتوفر لديهم السيولة المطلوبة للرفع من مساهماتهم، إضافة إلى أن العدد الأخر كان فاقد الثقة في أن السوق ستستعيد توازنها، وبالتالي فإن الكثير قد اتجه إلى تصفية معاملاتهم المرتبطة بالشراء النقدي الجزئي، وذلك ببيع الأوراق محل المعاملة، وهو ما أدى إلى الرفع من عرض الأوراق، ونجم عن ذلك المزيد من التدهور في الأسعار.
- البيع على المكشوف حيث سارع المضاربون وغيرهم ممن يرغبون في التغطية إلى الزيادة في بيع الأسهم على المكشوف، وذلك ببيع الأسهم التي في ملكيتهم بأسعار محددة سلفا، على أمل شراءها عند انخفاض السعر وتسليمها للمشتري بعد جني الأرباح، ولعل الإنتشار الواسع لهذا النوع من البيوع وبصورة فوضوية آنذاك قد ساعد كثيرا في تعميق الأزمة.
- الممارسات غير الأخلاقية، ومن أهم صور الممارسات التي كثر التعامل بها الصفقات التي كانت تجري على الأوراق المالية طيلة فترة الكساد العظيم.
- البيع الصوري.
- الشراء بعرض الإحتكار.

- استغلال ثقة العملاء.
- اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية.[1]

الفرع الثاني: الإجراءات المتخذة لمواجهة أزمة 1929

لم تقتصر أزمة 1929 على الولايات المتحدة الأمريكية بل امتدت لتشمل العديد من البلدان، وخاصة الأوروبية منها كإنجلترا وفرنسا وألمانيا. وقد قادت الأزمة في هذه الدول الليبرالية بها الدول الصناعية الكبرى آنذاك، للخروج من الأزمة وهي الو.م.أ، انجلترا، فرنسا، وألمانيا، حيث قادت الأزمة هذه الدول الليبرالية إلى التدخل باعتماد الأفكار الكنزية الناشئة. ولعل أهم الاجراءات التي قامت بها الدول الصناعية الكبرى أنداك هي مايلي:

أولا: في الولايات المتحدة الأمريكية

خطة التحرك الجديد: وهي تهدف للخروج السريع من الكساد من خلال:

1. الأولوية الأولى لمحاربة البطالة:

عبر إنشاء مجموعة من الوكالات الفدرالية لتشغيل البطالين في نشاطات المنفعة العامة، وإطلاق عدد من المشاريع العمومية الضخمة، تدعيم الإعانات المقدمة للبطالين باحتساب أفراد عائلاتهم.

2. الأولوية الثانية لمحاربة فائض الإنتاج وانخفاض الأسعار:

وقد استهدفت الحكومة الرفع السريع للأسعار، كشرط لتجديد قدرة المؤسسات على تحقيق الأرباح.

ثانيا: في انجلترا

عند بداية الأزمة وانحسار التجارة الخارجية. حاولت انجلترا أولا دعم عملتها بالاقتراض من الو.م.أ وفرنسا. ولكن في سبتمبر 1931 قامت بتعويم الجنيه الإسترليني ولم يستقر انخفاضه إلا نهاية السنة بعد أن تدنى بنسبة 31%. وقد رافق هذا انخفاض كبير لأسعار الفائدة (وصلت إلى 2%). وقادت هذه السياسة إلى نتائج فورية تمثلت في ارتفاع الإنتاج الصناعي إبتداءا من سنة 1932 بنسبة 10%، وانخفض معدل البطالة بنسبة 7%.

ثالثا: في ألمانيا

في الاقتصاد الألماني تم اعتماد سياسة إنعاش طوعية مؤسسة على الطلب الداخلي بدل الإستيراد. فتبنت خطة أولية للإنعاش سنة 1933 بضخ النقود في الإقتصاد في شكل مساعدات مالية لبناء السكنات والأشغال العمومية الكبرى خاصة الطرق. وقد تزايدت هاته الإعانات من 2.5 مليار مارك سنة 1933 إلى 10.3 مليار

[1] بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص:180.

مارك سنة 1938، وقد سمحت هذه السياسة بتخفيض معدلات البطالة إلى 3 ملايين سنة 1935، وإبتداءا من 1935 ثبتت خطة رباعية (لمدة أربع سنوات) استهدفت تشكيل مخزون من المواد الأولية الإستراتيجية، رفع إنتاج الصناعات الثقيلة والصناعات الحربية، وتكثيف سياسة الإحلال. وأدى هذا البرنامج إلى نتائج معتبرة، فارتفع إنتاج الصلب المحلي الوطني ب 4.4% سنويا، وفي 1939 زالت البطالة تماما.

رابعا: في فرنسا

تبنت الحكومة الفرنسية برنامجا لإنعاش الاقتصاد، يعتمد إنعاش الإنتاج، عبر رفع المداخيل والقيام بالمشاريع الضخمة. وإجراء تخفيض هام في ساعات العمل (دون تخفيض الأجور). إلى جانب رفض خفض قيمة العملة.

وكانت نتائج البرنامج مقبولة، حيث ارتفع الإنتاج الصناعي بـ 16% في سنة واحدة، وانخفضت البطالة بمقدار 18% بين سنتي 1935-1938.[1]

المطلب الثاني: أزمات الثمانينات من القرن العشرين

تتمثل الأزمات المالية التي حدثت خلال ثمانينات القرن العشرين في الأزمات التالية:

الفرع الأول: أزمة الديون العالمية 1982

طوال الفترة من 1970 إلى 1982، كان بنك المكسيك خاضعًا لسيطرة الحكومة. وكانت هناك أحداث في عامي 1972 و 1981 قام فيها بنك المكسيك بتوسيع قاعدته النقدية لتمويل العجز المتزايد.

والتنبؤ بالنموذج هو أنه عندما تكون هناك هيمنة مالية، فإن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي تزيد عندما لا يكون رسم سك العملات كافيا لتمويل العجز الأولي. وفي الفترة بين عامي 1965 و1973، كانت نسب الدين المحلي والأجنبي ثابتة تقريباً. وهذا يتوافق مع حقيقة أن رسوم سك العملات كانت مساوية تقريبًا للعجز الأولي. وفي عام 1975، حدث ارتفاع كبير في العجز الأولي، حيث قفز إلى 6 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي؛ وفي الوقت نفسه، أصبحت أكبر من رسوم سك العملات. واضطرت الحكومة إلى إصدار المزيد من الديون، مما أدى أولا إلى زيادة نسبة الدين الخارجي إلى 12.9 في المائة، وفي السنوات اللاحقة في نسبة الدين المحلي. قبل عام

[1] شعبان رشيدة، **الأزمات المالية العالمية وآثارها على الأسواق المالية في الدول النامية**، مجلة القسطاس للعلوم الإدارية والاقتصادية والمالية، جامعة الجزائر 3، المجلد:1، العدد: 1، ديسمبر 2019، ص، ص:17،18.

1980، كانت القيم القصوى للنسب الأجنبية والمحلية 23.1 في المائة و13.6 في المائة في عام 1977، على التوالي. وفي الفترة ما بين عامي 1977 و1979، كانت هناك جهود للحد من نمو نسب الدين. وكانت نسبة العجز الأولي أقل من 2.2% في عام 1977. بالإضافة إلى ذلك، أصبح رسم سك العملة أكبر من العجز الأولي، حيث وصل إلى 3.9% في عام 1979. وتوقفت نسب الدين عن النمو. وفي عام 1979، انخفض معدل الدين الخارجي فعليًا إلى 17.9 في المائة، واستقرت نسبة الدين المحلي عند حوالي 13.7 في المائة.

تدهور الوضع المالي قبل عام 1982، إذ ارتفع العجز الأولي إلى 7.6% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1981. في ذلك العام. وأصبح الفائض الأولي أكبر من رسوم سك العملة، واضطرت الحكومة إلى زيادة اقتراضها. وكانت هناك زيادات في كل من الديون المحلية والخارجية بين عامي 1980 و1981. وأخيراً، حدثت أزمة الديون في عام 1982.[1]

وهكذا انفجرت أزمة المديونية سنة 1982، عندما اكتشفت المكسيك عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، مما وضع البنوك التجارية العالمية أمام أزمة طاحنة، وامتحن بشأنها صندوق النقد الدولي، وأصبح أحد الأدوار السياسية لصندوق النقد الدولي، واحتل ما سمي بنادي باريس مكانا مهما في جدولة الديون العامة.

ففي خلال الفترة من 1983-1988 قدم صندوق النقد الدولي قروضا بلغت (12.7) مليار دولار، لست دول مدينة، فضلا عن 2.3 مليار دولار قدمها البنك الدولي خلال الفترة نفسها.

وبذلك زادت الدول المدينة دينا، وأصبحت المكسيك، فنزويلا، الإكوادور، إندونيسيا، نيجيريا والجزائر، مثقلة بالديون المتراكمة. بعد صدمة النفط الأولى 1973-1974 بدأت الأمور تتغير حيث ارتفعت أسعار النفط بنسب كبيرة، الأمر الذي أوقع موازين مدفوعات كثيرة من الدول المستوردة لهذه المادة في حالة عجز رهيب، وبخاصة إيطاليا التي أشرفت على الإفلاس؛ لذا فكرت في استعمال أرصدتها الذهبية لتغطية هذا العجز، وبناءا عليه فقد تم في 23 أفريل 1974 عقد اجتماع في هولندا بين وزراء مالية الدول التسع في السوق الأوروبية المشتركة، وتوصل المؤتمرون إلى اتفاق ضمني، وهو: السماح للمصارف ببيع أرصدتها الذهبية بسعر قريب من السعر السائد في السوق الحرة. فتكون هذه البلدان قد اتفقت وبصورة صريحة على رفع سعر الذهب الرسمي إلى مستوى السعر الجاري، وبالتالي إعادة الدور النقدي للذهب على الصعيد الدولي، هذا الدور الذي فقده منذ سنوات.

[1] Felipe Meza, **The monetary and fiscal history of mexico, 1960-2017**, working paper, Macro Finance Rsearch Program, Chicago, United states, January 2019, p:13.

سارعت أمريكا إلى قطع الطريق على البلدان التسعة في السوق الأوروبية، بعقدها اجتماعا في 11 جوان سنة 1974 في واشنطن لوزراء مالية الدول العشر الغنية، وهدف الإجتماع هو بكل وضوح مساعدة البلدان الأوروبية، التي تعرف عجزا خطيرا في ميزان مدفوعاتها، على تغطيته بواسطة أرصدتها الذهبية، مع العمل في الوقت نفسه على منع الذهب من العودة إلى الصعيد النقدي الدولي، كما حدث فعليا لو طبق اتفاق هولندا المذكور آنفا.

ينص إتفاق واشنطن على ما يلي: تستطيع المصارف المركزية من الآن فصاعدا أن تقدم، كضمان للقروض من القطع الأجنبي التي تعقدها مع مصارف مركزية أخرى لتغطية عجز ميزان مدفوعاتها، أرصدتها الذهبية الرسمية والموافقة التي أبدتها أمريكا هي السعر المشتق من السعر الحر أي حوالي (155) دولار للأنصبة.

كان هذا التنازل من أميركا حتى لا يعود الذهب إلى الساحة الدولية بصفته النقدية، لتقطع الطريق على دول السوق الأوروبية المشتركة من اتفاقها على استعمال الذهب بصفته النقدية.

ومع ذلك فقد استمر الإضطراب النقدي، وتجاوز سعر وأنصبة الذهب إلى أضعاف هذا الرقم، ولم يعد هناك إتفاق لسعر ذهبي للدولار، بل أصبح غير موضع ثقة للمتعاملين. [1]

الفرع الثاني: أزمة أكتوبر 1987

مثلها مثل أزمة 1929، شهدت فترة قبل حدوث هذه الأزمة إزدهارا كبيرا وارتفاعا ملحوظا لأسعار الأسهم، فاتسمت هذه الفترة بفترة البحبوحة (1982-1987)، وفيها إرتفعت أسعار الأسهم كثيرا، فالمؤشر الفرنسي لأسعار الأسهم ارتفع ب 275% وارتفع المؤشر الياباني ب 271% ، ويمكن إرجاع هذا التطور إلى ثلاث أسباب:[2]

- تزايد أرباح الشركات: 30% في الولايات المتحدة سنة 1986، وبلغت نسبة الربح حدا مقبولا (70% في المتوسط).
- زيادة حصة الإدخار الموظفة في الأوراق: بشكل مباشر أو غير مباشر، ويرجع ذلك إلى المحفزات الضريبية، إذ أن 20% من الأسر الفرنسية كانت تملك أوراقا مالية أو حصصا في شركات التوظيف الجماعي.

[1] بوعون يحياوي نصيرة، **الأزمات المالية العالمية وضرورة إصلاح صندوق النقد الدولي**، pages blues édition، البويرة، الجزائر، فيفري 2011، ص ص :32-33.

[2] عبد الغاني بن علي، **أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2009-2010، ص21.

- تصاعد عمليات الإبتكار المالي: وأصبحت الأوراق بفعل هذا الإبتكار والتقدم التقني متجانسة وقابلة للتحكيم على الصعيد العالمي، نتيجة التقنيات العالية والمتطورة المستخدمة في إدارة عمليات الابتكار المالي واستخدام أحدث الأساليب في الإتصال، مما زاد من سرعة أداء العمليات.

ويمكن حصر أسباب سرعة انتشار أزمة أكتوبر 1987 فيمايلي:[1]

- الروابط الوثيقة بين الأسواق المالية.
- التعامل عن طريق أحدث الوسائل والأساليب الإلكترونية مما سهل إنتقال الأزمة وبسرعة من سوق إلى أسواق أخرى.
- التطور الهائل في نشاط هذه الأسواق.

ومن نتائج أزمة أكتوبر 1987 مايلي:[2]

-تراجع حجم الإنتاج العالمي نظرا لانخفاض الطلب الكلي في العالم على إثر هذه الأزمة الأمر الذي أدى إلى زيادة معدلات البطالة؛

- تراجع مستوى الأرباح في شركات المساهمة الكبرى، إذ وصل فيه إلى 5% بعد الأزمة؛
- إفلاس العديد من المصارف نظرا لعدم قدرتها على مواجهة طلبات السيولة؛
- تعرض شركات التأمين للإفلاس حيث أصبحت تقدم ضمانات لحركة الأسهم والسندات وخاصة في سوق العقود المستقبلية؛
- تعرض المؤسسات المالية مثل شركات الوساطة وصناديق الإستثمار إلى الإفلاس؛
- تراجع حجم الإستثمار بشقيه الحكومي والخاص مما أدى لزيادة حجم البطالة.

الفرع الثالث: أزمة البورصات العالمية سنة 1989

منذ انهيار أسواق الأوراق المالية في أكتوبر 1987، تراجع المستثمرون عن التعامل مع البورصة الأمريكية وخلال سنة 1998، تأرجحت سوق الأسهم الأمريكية في حدود ضيقة، دون أن يكون لها اتجاه محدد. فبدأت الهيئات المستثمرة تفضل آمان التوظيفات قصيرة المدى على غلة الأسهم غير المؤكدة، فعلى مدى سنة 1988، باعت

[1] محمد عبد الوهاب العزاوي وآخرون، **الأزمات المالية: قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة**، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع-الأردن، 2010، ص42.
[2] شيخي بلال، مرجع سابق، ص:111.

الهيئات المستثمرة العامة أسهما أمريكية بحوالي 7 مليار دولار، كما قام الأفراد بتصفية ما يعادل 105 مليار دولار، وخلال أشهر قليلة بعد الأزمة، قامت الشركات وبشكل لم يسبق له مثيل بعمليات الإندماج أو الإفتراق والبيع وتقليل العمليات وإعادة التنظيم الهيكلي.

وفي هذا الإطار، اشترت الشركات سنة 1998، أسهما بحوالي 113 مليار دولار وتراجع تمويل البورصة الأمريكية من خلال هذه المبالغ بنسبة 25%، كما بلغ حجم عمليات الإندماج 200 مليار دولار أغلبها أموال مقترضة، الأمر الذي أدى إلى وصول حجم ديون الشركات الأمريكية إلى 2000 مليار دولار. وفي 13 أكتوبر 1989، بدأت الإضطرابات إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن إحصائيات تشير إلى تصاعد حدة التضخم، وارتفعت أسعار الجملة والتجزئة خلال شهر سبتمبر بنسبة 9%، و 5% على التوالي، كما جاء في التقرير احتمال قيام الإحتياطي الفدرالي بتخفيض أسعار الفائدة. وفي صبيحة هذا اليوم، فقد مؤشر داو جونز حوالي 190 نقطة وهو ما يعادل 7 % عن اليوم السابق، كما فقد مؤشر نيكي بطوكيو حوالي 647 نقطة أي 18%، وفي لندن أضاع مؤشر فايننشال تايمز حوالي 142 نقطة أي 6.4%، أما في باريس فقد تراجع مؤشر كاك أكثر من 07%.[1]

المطلب الثالث: أزمات التسعينات من القرن العشرين

شهدت فترة التسعينات من القرن العشرين العديد من الأزمات المالية، نستعرض أهمها من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: الأزمة المكسيكية

واجهت المكسيك في الفترة 1994-1995 أزمة مالية حادة بدأت بتدفق رؤوس الأموال من المكسيك نحو الخارج، وذلك بعد سنوات سابقة من الإصلاحات الإقتصادية من العام 1988-1993 والتي ساهمت في تخفيض معدل التضخم واستقرار سعر الصرف، حيث تدفقت الأموال بشكل متصاعد بلغت مجموعها 104 مليار دولار أمريكي خلال فترة الإصلاحات.[2]

[1] بوزيدي جمال، **دور سعر الفائدة في إحداث الأزمات المالية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، السنة الجامعية: 2011-2012، ص ص: 285-286.

[2] عبد الوهاب علي حسن الغشم وآخرون، **الأزمات التي تمر بها سوق الأوراق المالية**، مجلة دراسات إقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والإستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، المجلد: 11، العدد: 18، جانفي 2011، ص59.

أولا: أسباب الأزمة المالية المكسيكية

هناك العديد من الأسباب، التي كانت وراء حدوث الأزمة المالية المكسيكية، يمكن تلخيص أهمها فما يلي:[1]

- تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك في أعقاب تنفيذها لبرنامج الإصلاح الإقتصادي عام 1989، أدى إلى إخفاء حقيقة العجز في حساب العمليات التجارية، والتدهور في المدخرات الخاصة، وتقييم العملة الوطنية بأكثر من حقيقتها.

- المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو، مما أدى إلى ارتفاع شديد في الإستهلاك، ومن ثم زيادة الواردات زيادة كبيرة؛ لقيام المستوردين باستيراد السلع التي يخشون أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد، ومن ناحية أخرى، أدى تفاقم المشكلات التي تخلفها المغالاة في تقييم العملة، إلى زيادة الإعتقاد في أنها لن تختفي دون إحداث تخفيض في قيمة العملة، وأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى.

- إن سلسلة الإضطرابات المالية والتقلبات في سعر الصرف التي مر بها الإقتصاد المكسيكي، كانت نتيجة مباشرة لعوامل اقتصادية خارجية، وعوامل سياسية داخلية، حيث أدت العوامل الخارجية لانخفاضات متتالية في الإستثمارات غير المباشرة، وأسهمت العوامل الداخلية في إشاعة جو من الغموض الشديد على المستوى الإقتصادي، ويضاف إلى العوامل الداخلية التساهل في السياسة النقدية خلال عام 1994، والتي أدت إلى توسع سريع في الإئتمان الممنوح من البنوك التجارية، وبنوك التنمية للقطاع الخاص، ناهيك عن تعويم البيزو.

- ارتكاز نظام الصرف المكسيكي على مبدأ تثبيت سعر الصرف، جعل من الصعب جدا درء هجمات المضاربة، وبخاصة عندما يكون النظام المالي ضعيفا. كذلك الزيادة المطلوبة في سعر الفائدة من أجل دعم سعر الصرف، لها تأثير سلبي على النظام المالي.

ثانيا: آثار الأزمة المالية المكسيكية

أدت الأزمة المالية إلى تدهور الاقتصاد المكسيكي وتراجع المستوى المعيشي للأفراد، وخاصة الفقراء، ففي مارس 1995 أعلن الرئيس زيديبو عن خطة تقشف تضمنت فرض نسبة أعلى من الضرائب وخفض في إنفاق

[1] يحي بن عمر، **كتاب أحكام السوق–مع دراسة لحلول الأزمات المالية العالمية**، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2017، ص211.

القطاع العام، وخاصة قطاع الخدمات الإجتماعية، إضافة إلى ذلك تم رفع أسعار الفائدة لإستقطاب المستثمرين الأجانب ولتدعيم اليزو، وكنتيجة لذلك تصاعدت نسبة الفائدة إلى ما يزيد عن 80% مما أدى إلى انخفاض إضافي في الإستثمارات المحلية من قبل الشركات المكسيكية. وتضاءلت الثقة بالعملة المكسيكية لدرجة أن عددا من شركات التجارة المحلية رفضت التعامل بالبيسو، ومصرا على التعامل بالدولار. كانت آثار مخطط التقشف أكثر عمقا بالنسبة لفقراء المكسيك، الذين تعرضت معيشتهم لخطر من جراء فقدان الوظائف وتدني معدلات الأجور الحقيقية وانكماش الإعتمادات الإئتمانية وارتفاع الأسعار ومعدلات الفائدة وتخفيضات إضافية في قطاع الخدمات الإجتماعية، ففي جانفي من عام 1995 خسر أكثر من 750 ألف عامل مكسيكي وظائفهم، وهبطت الأجور الحقيقة للعمال بالنسبة 30 % عام 1995.[1]

ثالثا: الإجراءات المتخذة لمعالجة الأزمة المكسيكية 1994

تطلبت الأزمة المالية التي حدثت في المكسيك في 1994-1995 اتخاذ مجموعة من الإجراءات والتدابير لمعالجتها ووقف انهيار النظام المالي والإنتاجي، ومن بين التدابير التصحيحية الفورية المتخذة التخفيض من عجز الحساب الخارجي وذلك بدعم مالي استثنائي سمح بتخفيض هذا العجز من 6.7% بين 1992-1994 إلى 1% من الناتج المحلي لسنة 1995-1997، وعلى المستوى النظام المالي اتخذ إجراء تعويم سعر الصرف وتحرير السوق.

رابعا: الدروس المستفادة من الأزمة المكسيكية

يمكن تلخيص الدروس المستفادة من الأزمة المكسيكية فيما يلي: [2]

الدرس الأول: يتلخص في أن الإعتماد على التدفقات الرأسمالية المتقلبة تسبب مشاكل الإقتصادية للدولة، إذ تؤدي إلى فقدان الرقابة النقدية المحلية والمغالاة في سعر الصرف الحقيقي وعدم الإستقرار وأكثر المشاكل خطورة تلك التي تنشأ عن التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل فهي تؤدي إلى المغالاة في سعر الصرف الحقيقي ويتعارض ذلك مع الأهداف طويلة الأجل للإصلاح الاقتصادي؛

[1] بورزامة جيلالي، **عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية–دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغاربية: الجزائر–المغرب–تونس**، أطروحة دكتوراة علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011–2012، ص ص:118،119.

[2] نوري منير، حمدي معمر، **الأزمة المالية المكسيكية 1995م والحلول المقترحة من طرف خوزيه انجل جوريا**، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الوادي، المجلد:3، العدد:1، ديسمبر 2012، ص، ص، 165،166.

الدرس الثاني: يتلخص في أن المكسيك استطاعت مواجهة أزمة سعر الصرف التي تعرضت لها بفضل تدخل صندوق النقد الدولي بقوة الولايات المتحدة الأمريكية والتي ساندت المكسيك لأنها عضوا في التكتل الإقتصادي نافتا.

الدرس الثالث: هو أن المكسيك تسرعت في إطلاق حرية تحويل العملات وفتح أسواق المال على مصرعيها للإستثمار الأجنبي، وكانت نصائح صندوق النقد الدولي بإلغاء قيود تحويل العملة وتطبيق التقويم الكامل لها وراء حدوث الأزمة.

الدرس الرابع: يعني قرار تخفيض سعر العملة الوطنية المخاطرة بالإحتياطات من العملة الأجنبية لدى البنك المركزي وهذا ما حدث في المكسيك حيث تدخلت الحكومة ببيع جزء من احتياطات العملات الأجنبية لديها للمحافظة على استقرار عملتها الوطنية مما أدى إلى انخفاض احتياطي العملات الأجنبية لديها من 25.4 مليار دولا في عام 1993م إلى 6.3 مليار دولار في عام 1994م.

الدرس الخامس: يشير إلى أنه في جو التحرر المالي وغياب الرقابة والإشراف السليم من البنك المركزي على البنوك والسياسة النقدية يؤدي إلى إصرار البنوك في منح الإئتمان للقطاع الخاص دون ضمانات أو دراسة سليمة، وعلى الأخص في فترات الرواج الإقتصادي المصحوبة بتدفقات كبيرة للإستثمارات الأجنبية وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال.

الفرع الثاني: الأزمة المالية عام 1997:(الأزمة الأسيوية)

شهدت الدول الأسيوية أزمة مالية شديدة بدأت بانهيار عملة تايلاند عقب قرار تعويم العملة الذي اتخذته الحكومة التايلاندية، والتي فشلت بعد ذلك محاولاتها في دعم عملتها في مواجهة موجة المضاربات القوية التي تعرضت لها.

أولا: أسباب الأزمة الأسيوية

تتمثل أسباب الأزمة الأسيوية فيمايلي:[1]

- زيادة عجز الميزان التجاري: فقد حدث انخفاض في معدل نمو صادرات تلك الدول، وذلك بالقياس إلى معدل نمو الواردات المرتفع، مما أدى إلى زيادة عجز الميزان التجاري والحساب الجاري لهذه الدول –

[1] رمضان علي الشراح، **الأزمة المالية العالمية: أسبابها–آثارها–انعكاساتها على الإستثمار بدولة الكويت**، إتحادا لشركات الإستثمارية، الكويت، ماي 2009، ص، ص، 21،20.

وذلك باستثناء سنغافورة وتايوان–ففي ماليزيا وتايلاند واندونيسيا وكوريا الجنوبية بلغت نسبة عجز ميزان العمليات الجارية للناتج المحلي الإجمالي نحو 9.7%، 7.7 %، 3.7% ،2.7 % على التوالي في عام 1996.

- تفاقم مشكلة المديونية الخارجية لبعض الدول الآسيوية، فقد قامت بعض هذه الدول بتمويل العجز المتزايد في الحسابات الجارية من خلال الإقتراض من الخارج، في صورة تدفقات رأسمالية قصيرة الأجل، ومعظم تلك التدفقات تمثل بالدرجة الأولى "أموالا ساخنة" تجيد الكر والفر، حيث تأتي إلى الدولة لحظة الرواج وتخرج منها وبسرعة عندما تلوح بادرة أول أزمة مالية، وهذا ما حدث في معظم الدول الآسيوية التي تعرضت للأزمة المالية. وبسبب التوسع في الإقتراض من الخارج تراكمت المديونية على بعض هذه الدول ووضعتها في موقف حرج وصل إلى حد العجز عن الوفاء بالإلتزامات الخارجية وبالتالي دفعها إلى طلب المساعدات الخارجية عن طريق الالتجاء إلى صندوق النقد الدولي.
- التدفق الكبير لرؤوس الأموال الخارجية، ففي السنوات الأخيرة، انخفضت نسبة التمويل المحلى لمشروعات التنمية الاقتصادية وتدفقت الاستثمارات الأجنبية مباشرة أو غير مباشرة على هذه الدول في ذات الوقت الذي كانت فيها الأجهزة المصرفية في هذه البلدان غير مؤهلة من حيث درجة سلامتها المالية سواء كنتيجة لتزايد حجم الديون المتعثرة أو لعدم توافر الرقابة الكافية على أعمال البنوك.
- ضعف هيكل البنوك في بعض الدول الآسيوية، فقد توسعت بعض البنوك في الإقتراض من الخارج والإقراض لشركات ضعيفة لا يتوافر لديها الضمانات الكافية، مما أدى إلى كبر حجم الديون المعدومة. والتي قدرت في بداية عام 1998 بنحو 73 مليار دولار، مما خلق أزمة مالية كبيرة أدت إلى إفلاس عدد كبير من الشركات.
- الالتزام بسعر فائدة ثابت ومنخفض في ظل ظروف اقتصادية عالمية متغيرة، وهوا لأمر الذي يحد من قدرة البنوك المركزية على استخدام الفائدة لمواجهة الضغوط على قيمة العملات الوطنية.
- توسع البنوك في الإقراض العقاري لتوظيف السيولة الناجمة عن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.
- زيادة حجم الإقراض المحلي وخاصة الإقراض بالعملات الحرة مما شجع المقترضين على المضاربة في أسواق العملات والأسهم والسندات خاصة العقارية.

ثانيا: النتائج المترتبة

أثر ذلك فورا على دول مثل الفلبين، اندونيسيا، كوريا الجنوبية وغيرها.

تفاقمت الأزمة حيث تزايد حجم الدين الخارجي لأربعة من أكبر الدول الأسيوية إلى أن بلغ 180 من حجم إجمالي الناتج المحلي لها.

تدخلت المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولي فتم طرح حزمة سياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلي لها كما حدث في أندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت هذه الحزمة.[1]

الفرع الثالث: الأزمة المالية الروسية 1998-1999

شهدت روسيا أزمة إقتصادية ومالية متأثرة بالأزمة الآسيوية عندما أثرت على أسعار النفط وسببت "أزمة الروبل " الروسي في نهاية 1998، حيث انهار الروبل الروسي وخسر 60 بالمائة من قيمته خلال 11 يوما، إثر إعلان الحكومة الروسية عجزها عن سداد الديون الخارجية المتراكمة جراء إصدار سندات حكومية قصيرة الأجل.[2]

أولا: أسباب الأزمة المالية الروسية

يمكن حصر أهم أسباب الأزمة الروسية في النقاط التالية:[3]

- تعتبر الديون والفائدة المرتفعة المستحقة عليها السبب الرئيسي الذي عجل بوقوع الأزمة في أوت 1998، وكان لأثر العدوى من جراء الأزمة الآسيوية أن انسحب المستثمرون برؤوس أموالهم إلى الخارج. وعندما فقد المقترضون الغربيون الثقة في الاقتصاد الروسي، امتنعوا عن تجديد حيازتهم للسندات وعن إقراضهم للبنوك الروسية حين واجهت الحكومة الروسية الإلتزامات التي لم تستطيع تلبيتها، فأصدرت قرار رسميا بتأجيل دفع الديون المستحقة بشأن عمليات العملة الأجنبية، وخفض قيمة النقد في شهر أوت 1998. وفي الثلاثي الأول من سنة 1998، عرفت روسيا عجزا تجاريا كبيرا جراء انخفاض أسعار النفط الذي يمثل الصادرات الرئيسية، كما عرفت الواردات ارتفاع بمقدار الثلث $(\frac{1}{3})$ عما كانت عليه.
- قيام البنوك التجارية الروسية بالإقتراض من الخارج على نطاق واسع لجني الأرباح المرتفعة بالروبل من السندات الحكومية إلى أن ارتفع دينها الخارجي قصير الأجل إلى أربعة أمثال احتياطات البنك المركزي من الصرف الأجنبي.

[1] مصطفى العمواسي وآخرون، الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعيتها على الشرق الأوسط، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2009، ص، ص، 8،9.

[2] عبد الوهاب علي حسن الغشم وآخرون، مرجع سابق، ص:61.

[3] رديف مصطفى، الهندسة المالية الإسلامية في ظل المالية الربوية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة في العلوم الإقتصادية، تخصص: اقتصاد مالي، جامعة الجيلالي ليابس، سيدي بلعباس، 2014-2015، ص ص:101-102.

2-نتائج الأزمة الروسية:

يمكن تلخيص أهم نتائج الأزمة المالية الروسية فيما يلي:[1]

- انهيار أكبر صناديق التحوط العالمية في شهر ديسمبر 1998 مثل صندوق خاص لإدارة رؤوس الأموال الطويلة الأجل.
- خسارة روسيا لاحتياطاتها الكبيرة بسبب دفاع البنك الروسي المركزي وسعر الصرف في وقت ليس بالإمكان الدفاع عنه نتيجة قيام البنوك التجارية الروسية بتحويل ما لديها من العملة إلى صرف أجنبي بغرض الاحتفاظ به في الخارج، في هذا الجانب تبنت الحكومة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج كما سمحت لهم بشراء الصرف الأجنبي لحسابهم الخاص.
- اتخاذ قرار بعدم الإبقاء على سعر صرف ثابت.
- في نهاية الربع الأول من سنة 1999 فقد الروبل ثلاث أرباع قيمته الإسمية مقابل الدولار مقارنة عما كان عليه في بداية الأزمة.
- زيادة الدين الأجنبي المقوم بالدولار بما يقدر 164 مليار أي بحوالي 8% من الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة ما بعد الأزمة.

الفرع الرابع: الأزمة المالية في الأرجنتين عام 1998:

عرفت الأرجنتين أزمة مالية من سنة 1998 إلى غاية سنة 2002، والتي أطلق عليها أزمة الكساد الأرجنتيني العظيم.

أولا: أسباب الأزمة المالية في الأرجنتين عام 1998

هناك مجموعة من الأسباب التي أدت إلى ضعف الاقتصاد الأرجنتيني ووقوع أزمة مالية، ومن هذه الأسباب نذكر ما يلي:[2]

- تدفق رؤوس الأموال المضاربة إلى الإقتصاد الأرجنتيني مع ضعف واضح في الإستثمارات في مجال الإقتصاد الحقيقي (العيني).

[1] عشوب ليلى، آليات واستراتيجيات التصدي للأزمات المالية العالمية –دراسة حالة أزمة الديون السيادية الأوروبية 2010، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2019-2020، ص:81.

[2] يوسف أبو فارة، مرجع سابق، ص:101.

- الإنتاجية المتدنية لمنظمات الأعمال الأرجنتينية في ظل الحمائية العالمية المعتمدة في الأرجنتين منذ ستينات القرن العشرين، كما أن هذه المنظمات لم تقم بتنفيذ التغييرات الهيكلية الضرورية في ظل عدم ثقتها ببرامج الإصلاح الإقتصادي في الأرجنتين.

- الإرتفاع في القيمة الحقيقية للعملة الأرجنتينية (البيزو الأرجنتيني)، وهذا يعود إلى سياسة سعر الصرف الثابت المستخدمة في الأرجنتين لمواجهة التضخم.

ثانيا: الدروس المستفادة من الأزمة المالية الأرجنتينية

تتلخص الدروس المستفادة من الأزمة المالية الأرجنتينية فيما يلي:[1]

- نظام سعر الصرف الثابت حتى لو كان يعتمد على مجلس العملة أو اصلاح "صعب " آخر، هو فكرة سيئة من المحتمل أن تؤدي إلى سعر صرف مبالغ فيه، أو أزمة عملة، وتخلف عن السداد على نطاق واسع. إن سعر الصرف العائم الذي يحدده السوق هو السبيل الوحيد لتجنب هذه المشاكل.
- الإقتراض الأجنبي الكبير بالدولار هو إستراتيجية محفوفة بالمخاطر. هذا صحيح بشكل خاص بالنسبة للديون قصيرة الأجل ولكنه أيضا مشكلة في الإقتراض طويل الأجل. إنها مشكلة بغض النظر عما إذا كان المقترض هو الحكومة أو القطاع الخاص. الأشكال الأخرى لتدفق رأس المال، لاسيما إستثمارات أسهم الحافظة والإستثمارات المباشرة في المصانع والمعدات، لا تثير المشاكل المرتبطة بالديون.
- إن انفتاح الإقتصاد على التجارة، وتشجيع الإستثمار الأجنبي المباشر، وخصخصة الشركات المملوكة للدولة هي سياسات مرغوبة. هذه السياسات لم تسبب أو تساهم في أزمة الأرجنتين، وسيكون من الخطأ الفادح عكسها الآن في الأرجنتين أو في أي سوق ناشئة أخرى.

المطلب الرابع: أزمات القرن الواحد والعشرون

شهد القرن الواحد والعشرون حدوث أزمات مالية عديد، نتطرق إلى أهمها كمايلي:

الفرع الأول: أزمة " فقاعات شركات الانترنت"

عرف العالم نموذجا جديدا من الأزمات المالية بدأت حين أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة والذي يعرف بمؤشر ناسداك "NASDAQ"حيث ارتفت أسعار أسهم تلك

[1] Martin Feldstein, Argentina's Fall : Lessons from the latest financial crisis, Foreign affairs, Volume:81, Issue:2, 2002, p:14.

الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحا حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000.[1]

وعليه يمكن تلخيص النتائج هذه الأزمة فيما يلي:[2]

- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة.
- تزامن هذا الإنخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت.
- استمرار الإنخفاض لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لنسداك بحوالي 78% في 2002.
- قيام بنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 25% إلى 1% وذلك لحفز النمو الاقتصادي نتيجة لتأثر تلك الشركات بشدة.

الفرع الثاني: الأزمة المالية العالمية عام 2008

هي أزمة مالية حدثت بفعل مجموعة متراكمة من الأسباب كان آخرها واقع قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، ففي صيف عام 2007 تزايدت حالات التخلف عن سداد دفعات الرهن العقاري Mortage Defaults بصورة كبيرة جدا، وكذلك تزايدت بصورة كبيرة جدا حالات حبس الرهن Foreclosures بسبب عدم قدرة المقترضين في الولايات المتحدة على سداد دفعات قروض الرهن العقاري لمساكنهم، وكانت هذه الأمور مؤشرات على أن سوق قروض الرهن العقاري قد دخلت في أزمة حقيقية.

وفي ضوء تزايد حالات التخلف عن السداد وتزايد حالات حبس الرهن فقد اتجهت أسعار المساكن نحو انخفاض سريع وبصورة حادة، وقد أدى هذا الإنخفاض في الأسعار إلى خسائر كبيرة جدا (تريليونات الدولارات) في الثروة الخاصة بالمساكن في الولايات المتحدة الأمريكية. وقد أدت الأزمة المالية العالمية الى توقف مفاجئ في منح القروض بما في ذلك عمليات الإقراض بين المؤسسات المصرفية Interbank Credit Market وقد كان لهذا التوقف المفاجئ في الإقراض آثارا سلبية جوهرية أدت إلى انهيار Collapse الكثير من المؤسسات، وأدت إلى تراجع معدلات النمو الاقتصادي وتزايد معدلات البطالة والدخول في ركود مرعب، حيث كان واضحا دخول الإقتصاد

[1] حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص11.
[2] نفس المرجع السابق، ص:12.

الأمريكي في حالة ركود اقتصادي (على سبيل المثال 0.3% في أواخر عام 2008)، مع الإشارة إلى أن نسبة النمو في الاقتصاد الأمريكي في بداية 2008 بلغت 2.8%.

وقد أدت الأزمة المالية العالمية إلى انخفاض حاد في قيمة العقارات، وقد وصل ذلك (بعد وقوع الأزمة) إلى حوالي 1.2 تريليون دولار حيث تم بيع العقارات (المنازل) بالمزاد بسبب تعثر المقترضين عن سداد ما عليهم من قروض (الأقساط والفوائد).[1]

أولا: أسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008

تتمثل هذه الأسباب فيما يلي:

أ. انفجار الفقاعة العقارية:

أدى انفجار فقاعة الإسكان في الولايات المتحدة التي بدأت في عام 2001 وبلغت ذروتها في عام 2005 إلى نشوء أزمة الرهن العقاري. فقاعة الإسكان هي فقاعة اقتصادية تحدث في أسواق العقارات على المستويين المحلي والعالمي.

يتم تعريف فقاعة الإسكان على أنها ارتفاع في تقييم الممتلكات العقارية بسرعة حتى يتم الوصول إلى مستويات غير مستدامة فيما يتعلق بالدخل ومؤشرات القدرة على تحمل التكاليف الأخرى. ويتبع الزيادات السريعة انخفاضات في أسعار المساكن وتكون قيمة العقار أقل من ديون الرهن العقاري. فقد تضاعف ديون الرهن العقاري في الولايات المتحدة تقريبا بين عامي 2001-2007 وارتفع قيمة ديون الرهن العقاري لكل أسرة بأكثر من 63% مع ثبات الأجور. أدى هذا الإنفجار الإئتماني وأسعار المنازل إلى طفرة في المنازل غير المباعة مما أدى في النهاية إلى زيادة أسعار المساكن ثم انخفاضها في منتصف عام 2006. تم الحصول على رهون عقارية ذات أسعار قابلة للتعديل من قبل العديد من مقترضي الرهن العقاري حيث تم تشجيعهم على الإئتمان السهل والإعتقاد بأن أسعار المساكن ستستمر في الارتفاع.[2]

[1] يوسف أبو فارة، مرجع سابق، ص ص:106-107.

[2] Nidhi Cupto, Et Autres, ABROAD OVERVIEW OF SUB PRIME CRISIS, ITS CAUSES AND THE REPERCUSSIONS, International Journal of Science Technology and Management, Vol:4, Special Issue N°:01, September 2015, p:735.

ب. أسعار الفائدة:

أدت الإرتفاعات المتتالية لأسعار الفائدة من قبل البنك الفيدرالي الأمريكي إلى زيادة أعباء القروض العقارية، وعدم قدرة معظم المقترضين على السداد، أو التأخر في السداد، مما فرض عليهم أسعار فائدة أعلى ومن ثم أعباء إضافية فوق أعبائهم، إلى أن توقف أغلبهم عن السداد بالكامل نتيجة عدم قدرتهم على دفع ما يستحق عليهم.[1]

ج. اللجوء إلى الأوراق المالية الحديثة:

لم يقتصر التأثير السلبي لأزمة الرهن العقاري على المصارف الإستثمارية وإنما طال صناديق التحوط والصناديق السيادية وشركات التأمين، فقد ابتكرت مشتقات متنوعة تسببت بحدوث خسائر فادحة لهذه المؤسسات حتى أصبحت تعرف"**بالأدوات المالية المسمومة**"، ولعل أهمها التوريق المالي.[2]

د. **توريق الديون العقارية (titrisation):**

تعد عملية توريق الديون العقارية من الأسباب الرئيسية الأخرى التي أدت إلى تفاقم الأزمة، وذلك من خلال الديون العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية وتحويلها إلى سندات وتسويقها عن طريق الأسواق المالية العالمية. مما ولد زيادة في عمليات بيع الديون الرديئة ودفع إلى انخفاض قيمة هذه السندات المغطاة بأصول عقارية داخل السوق الأمريكية إلى أكثر من 70% من قيمتها الإسمية.[3]

هـ. طبيعة المشتقات المالية:

إن التنويع في الإقراض لا يرجع فقط إلى تجاهل اعتبارات الحدود للواقعة المالية لكل مؤسسة، بل إن النظم المالية في الدول الصناعية قد اكتشفت وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض، عن طريق اختراع جديد اسمه "المشتقات المالية" "Financial Derivatives" ، فالمشتقات المالية تتمثل في قيام البنك بتقديم محفظته من الرهون العقارية للاقتراض الجديد من السوق عن طريق إصدار سندات أو أوراق مالية مضمونة بالمحفظة العقارية، فالعقار الواحد يعطي لمالكها لحق في الإقراض من البنك، ولكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للإقراض بموجبها من جديد من المؤسسات المالية.

[1] ولد محمد عيسى محمد محمود، آثار الأزمة الاقتصادية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، العدد:1، 2011، ص:51.

[2] شدري معمر سعاد، التقارير المالية للمراجع وآثارها على اتخاذ القرارات في ظل الأزمات المالية العالمية–حالة تقرير المراجع حول سونلغاز، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، السنة الجامعية: 2014-2015، ص:128.

[3] رضوان محمود المجالي، الوجيز في النظام الاقتصادي: دراسة في العلاقات الاقتصادية الدولية، دار ورد الأردنية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2021، ص، ص، 151-152.

فالمشتقات المالية ليست أصولا مالية ولا أصول عينية، وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها التي يترتب عليها حقا للطرف وإلتزاما للطرف الثاني. [1]

و. زيادة حجم المديونية:

تظهر البيانات النمو الكبير في الأصول والقروض للمصارف الأمريكية، كذلك المصارف في منطقة اليورو مقارنة في النمو المتحقق في الودائع المصرفية خلال الفترة الأخيرة، حيث زادت الأصول المصرفية للمصارف الأمريكية بمقدار 1915 مليار خلال الفترة من جانفي 2007 إلى سبتمبر 2008، مقابل زيادة بلغت فقط 785 مليار دولار في الودائع المصرفية، وفي منطقة اليورو زادت الأصول للمصارف الأوروبية خلال الفترة نفسها، بمقدار 4639 مليار يورو، مقابل زيادة فقط 2426 مليار يورو لودائع هذه المصارف خلال الفترة نفسها. وتعكس هذه الأرقام التوسع الكبير في الإقراض وتجاهل اعتبارات الحدود المعقولة للرافعة المالية لكل مؤسسة (Leverage). [2]

ز. القروض العقارية عالية المخاطر:

قامت المؤسسات المالية الأمريكية بعرض المزيد من القروض العقارية عالية المخاطر للمقترضين، حيث ترتب على ذلك ازدهار سوق العقارات، وتيسير شروط الإقراض، لوفرة ماهو متاح من الموارد المالية، حتى وصل الأمر إلى قيام هذه المؤسسات بتقديم القروض للمقترضين والمهاجرين غير القانونيين وبلغت ديون الرهن العقاري 35 مليار دولار عام 1994 ثم زادت إلى 60 مليار دولار عام 1999 ثم تصاعدت إلى 600 مليار عام 2006 ويلاحظ أن المقابل للمخاطر التي كان يحصل عليها المقرض من المقترض بالنسبة للرهون العقارية الأقل جودة انخفضت من 280 نقطة أساس عام 2001 إلى 130نقطة أساس عام 2007.[3]

ح. ارتفاع أسعار الأصول:

لم يكن للسيولة الفائضة تأثير على أسعار السلع والخدمات، بل كان لها تأثير على أسعار الأصول التي يكون توريدها أكثر محدودية. تماما مثل الحكومات، تدير الشركات إصدارها للأوراق المالية بأكبر قدر ممكن، أو حتى إجراء عمليات إعادة الشراء، بهدف زيادة ربحية أسهمها، مع العلم أيضا أن نمو البلدان الناشئة يوفر فرصا لاستثمارات مربحة. كما يتم التحكم في إصدارات السندات، تحت ضغط من وكالات التصنيف (التي تدرس عن كثب المخاطر التي تتعرض لها الشركات) وأيضا من المساهمين (الذين من الواضح أنهم لا يعارضون على زيادة

[1] شدري معمر سعاد، مرجع سابق، ص129.

[2] هيثم يوسف عويضة، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها الإقليمية "حالة دراسية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2015، ص، 171.

[3] نفس المرجع، ص، ص: 172،173.

الرافعة المالية طالما تم قياسها). من المدهش أن أسواق الأسهم العالمية آخذة في الإرتفاع، وخاصة أسواق البلدان الناشئة، وكذلك أسعار العقارات، والتي تتوافق أيضا مع عرض ثابت إلى حد ما.[1]

مهما كان الأمر، فإن ارتفاع الأصول يؤيد التوسع في قروض الرهن العقاري، حيث يتم التعهد بالقروض على قيمة الأصول العقارية (مبدأ التسريع المالي). يمكننا أيضا أن نضيف أن ارتفاع أسعار العقارات يمارس ضغوطا على السياسة النقدية حيث إن أسعار القائدة المنخفضة تجعل الإسكان متاحا ماليا.[2]

ط. التحرير المالي:

لقد أفرز العقد الأخير من القرن العشرين تربع الولايات المتحدة الأمريكية على قيادة العالم بفعل ظروف وعوامل اقتصادية وسياسية وعسكرية معينة، تبنت الولايات المتحدة الأمريكية بموجبها إيديولوجية العولمة التي يمثل جانبها الإقتصادي التحرير الواسع للأنشطة التجارية والمالية والخدمية من الناحية الوظيفية والهيكلية، واعتمدت لهذا الغرض استراتيجيات استخدمت خلالها كل من الترغيب والترهيب بغرض تعميم تطبيقها عالميا. وقدتم تطبيق التحرير الإقتصادي لمختلف الأنشطة التجارية والمالية من خلال هيئات ومؤسسات دولية عالمية فاعلة ومسؤولة عن تنظيم هذه الأنشطة، منحت هذه الإستراتيجية قوى رأس المال حرية كبيرة في ممارسة أنشطتها الربوية.[3]

ي. قيام وكالات التصنيف الإئتماني بتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا:

حيث أن التصنيف الخاطئ لوكالات التصنيف الإئتمانية تجاهل حجم المخاطر المعرضة لها، مما جعلها تتضرر عند ظهور حالات العجز عن السداد، ونقلت بذلك هذه الصدمة إلى العديد من البنوك والمؤسسات المالية حول العالم، وقد أدى هذا كله إلى نقص سيولة الأسواق المالية نتيجة فقدان المتعاملين الثقة فيه، مما أحدث عمليات بيع كبيرة وسريعة لأسهم البنوك والشركات المالية المتعثرة، الأمر الذي أفضى في نهاية المطاف إلى انتشار الأزمة عالميا.[4]

ثانيا: التسلسل الزمني للأزمة

يمكن إيجاز المراحل الكبرى للأزمة المالية التي انفجرت في بداية عام 2007 في الولايات المتحدة في النقاط التالية:[5]

---

[1] Patrick Artus et al, **La crise des subprimes**, la documentation française, Paris, France, 2008, p : 25.

[2] Patrick Artus et al , Ibid, p :25.

[3] بن عيسي عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية –دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية دسيمبر 2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير–تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة، 2012، ص:117.

[4] روابح عبد الرحمان، **الأزمة المالية والاقتصادية العالمية "أزمة الرهن العقاري"**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد:4، العدد:3، أكتوبر 2010، ص:227.

[5] بوعشة مبارك، **الأزمة المالية: الجذور، الأسباب والآفاق**، بحوث أوراق عمل الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

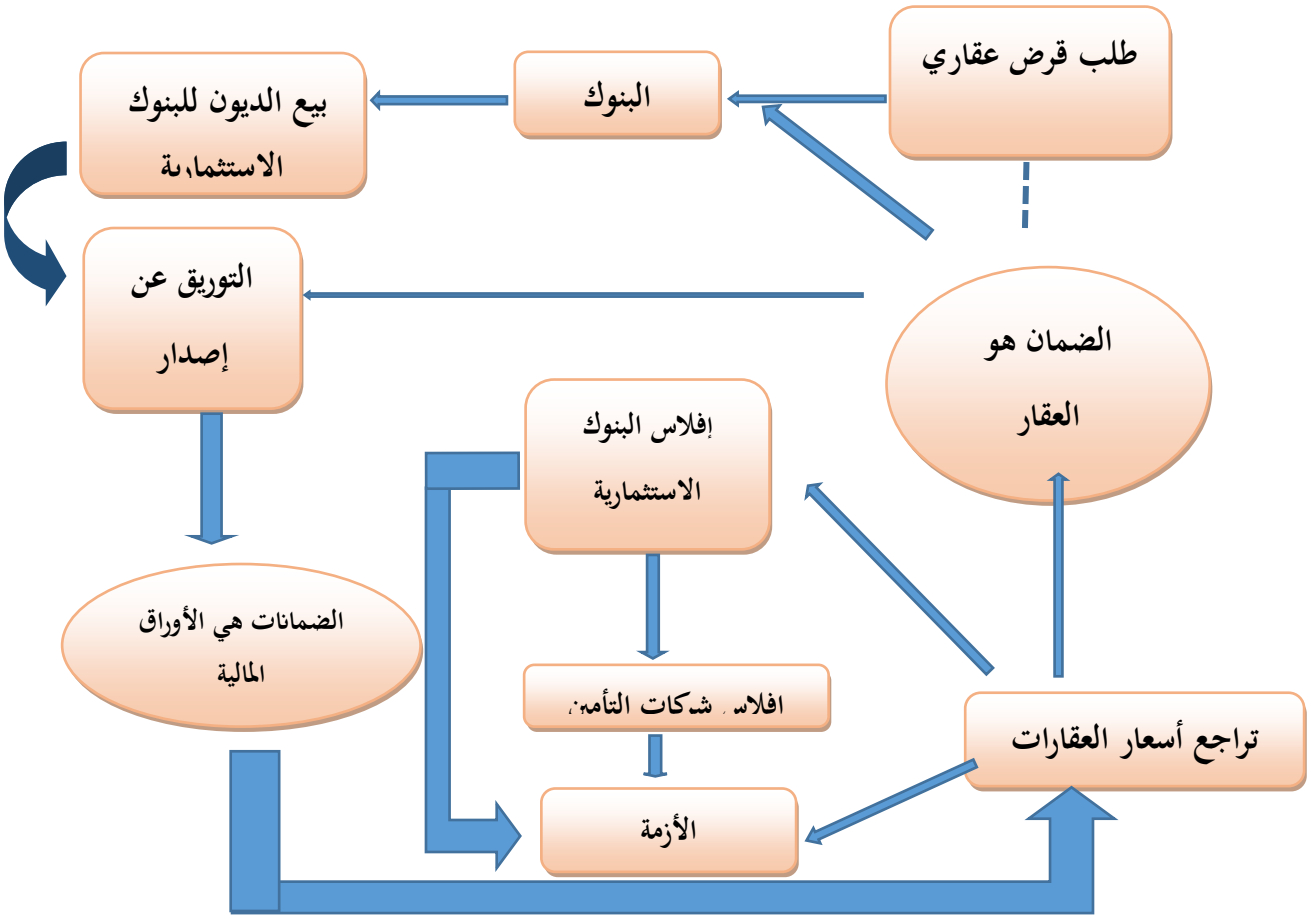
- فيفري 2007: عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد)، فأصبح يتكثف في الولايات المتحدة ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات بنكية متخصصة.
- أوت 2007: البورصات تتدهور أمام مخاطر إتساع الأزمة، والبنوك المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.
- أكتوبر 2007 إلى ديسمبر 2007: عدة بنوك كبرى تعلن انخفاضا كبيرا في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- جانفي 2008: الإحتياطي الإتحادي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاث أرباع النقطة إلى 3.5% وهو إجراء ذو حجم إستثنائي، ثم جرى التخفيض تدريجيا إلى 2% حتى شهر أفريل.
- 17 فيفري 2008: الحكومة البريطانية تؤمم بنك "نورمن روك".
- مارس 2008: تظافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق التسليفات.
- مارس 2008:"جي بي مورغان تشيز" يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي" بير ستيرنز" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للإحتياطي الإتحادي.
- 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و "فاني ماك" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجانها لإعادة هيكلة ماليتها، مع كفالة ديونها حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15 سبتمبر 2008: إعتراف بنك الأعمال "ليمان براذرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو "بنك أوف أمريكا"شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو "بنك ميريل لينش".
- عشرة بنوك دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا، في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر 2008: الإحتياطي الإتحادي والحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم/"أي أي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل إمتلاك 9.79% من رأسمالها.

- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف في النظام المالي. وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني "لويد تي أ سبي" يشتري منافسه "أتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس.
- السلطات الأمريكية نعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها القابلة للبيع.
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداءا إلى "التحرك فورا" بشأن خطة إنقاذ البنوك لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك. والأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماطلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي.
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي موغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ وفي بريطانيا جرى تأميم بنك " براد فورد و بينغلي".
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وبورصة وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين البنوك ارتفاعها مانعة البنوك من إعادة تمويل ذاتها.
- أعلن بنك "سيتي غروب " الأمريكي أنه سيشتري منافسه بنك "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.
- 12 أكتوبر 2008: الزعماء الأوروبيين يجتمعون بباريس لوضع الخطط لمساعدة البنوك في التغلب على الأزمة.
- 13 أكتوبر 2008: بريطانيا تعلن خطة مقدارها 37 مليار حنيه (64 مليار دولار) لمساعدة ثلاث بنوك رئيسية هي روايال بنك أوف سكوتلاند و أتش بي أو لأس و لويدز تي أس بي.
- 14 أكتوبر 2008: تنظم اليابان إلى الجهود العالمية بالإعلان عن ضخ الأموال في البنوك.
- هبوط بورصة أيسلندا بـ 67% بعد استئناف معاملاتها.
- الولايات المتحدة الأمريكية تعرض شراء حصص في تسعة بنوك يقيمة 250 مليار دولار.

- 1 نوفمبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

والشكل التالي يوضح سيرورة الأزمة المالية العالمية:

الشكل رقم (3): سيرورة الأزمة المالية العالمية



المصدر: زايدي عبد السلام، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية–دراسة حالة: الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر**، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية– النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5 و6 ماي 2009، ص:14.

ثالثا: نتائج الأزمة المالية العالمية (سنة 2008)

تسببت أزمة 2008 في نتائج سلبية محلية على الولايات المتحدة الامريكية ونتائج خارجية على باقي دول العالم.

أ. آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأمريكي:

تتمثل هذه الآثار فيما يلي:

1. تفاقم العجز في الميزانية:

بلغ عجز الميزانية ذروته في الربع الأول من عام 2008م، حيث أصبح يمثل حوالي 9.2% من الناتج المحلي الإجمالي. مع وجود توقعات بارتفاع عجز الموازنة في نهاية عام 2008، من حوالي 155 مليار دولار لحوالي 258 مليار دولار، بدون تكاليف خطة إنعاش الاقتصاد مقابل 163 مليار دولار عام 2007 م.[1]

2. تزايد تباطؤ النمو الاقتصادي الأمريكي:

فمنذ شهر جانفي 2008، شهدت قطاعات الإسكان والتصنيع وحركة البيع والشراء ضعفا في أنشطتها نتيجة لإرتفاع أسعار المواد والسلع الأولية والطاقة.[2]

3. تراجع أرباح البنوك الأمريكية:

وذلك بعد إعدام مبالغ كبيرة من الديون العقارية التي لم تتمكن من تحصيلها، وتوالى إعلان انهيار صناديق التحوط التابعة لعدد من البنوك، بسبب القروض العقارية الرديئة، وحدوث عمليات بيع واستحواذ في الجهاز المصرفي بأسعار متدنية جداً، بعد تراجع أسعار أسهم المصارف بشكل كبير وذلك أثناء الأزمة.[3]

4. ارتفاع حجم المديونية ليصل إلى 36 تريليون دولار:

حسب إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية –فقد ارتفع حجم الديون الحكومية لتشكل حوالي 64% من الناتج المحلي الإجمالي، هذا إلى جانب ارتفاع مديونيات الأفراد والشركات لتصل إلى 6.27 تريليون دولار، منها حوالي 2.9 تريليون دولار، ديون أفراد نتيجة التمويل العقاري، وحوالي 4.18 تريليون دولار على الشركات.[4]

5. تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 50%:

لدرجة أن تحويل رؤوس الأموال أصبح كافيا فقط لمجرد سد العجز في الميزان التجاري الأمريكي، الذي بلغ حوالي 60 مليار دولار.[5]

---

[1] يحي بن عمر، مرجع سابق، ص،ص:72،73.

[2] قميري حجيلة، **وقع التأمين من الأزمة المالية العالمية: حالة الجزائر**، أطروحة كتوراة علوم في علوم التسيير، فرع: النقود والمالية، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية:2013-2014، ص:48.

[3] نفس المرجع، ص:70.

[4] يحي بن عمر، مرجع سابق، ص 73.

[5] طبني مريم، **الأزمة المالية العالمية–رؤية إسلامية**، مجلة الأندلس للعلوم الإنسانية والإجتماعية، جامعة الأندلس للعلوم والتقنية، الجمهورية اليمنية، المجلد:11، العدد:7، 2015، ص161.

6. الهبوط السريع في سعر العملة الأمريكية مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم:

وخاصة الين واليورو، وهذا ما أدى لتزايد التحول عن التعامل بالدولار سواء من قبل الأفراد أو الدول.[1]

7. تآكل مدخرات المتقاعدين:

مع تخوف الكثير من الأمريكيين من ضياع مدخراتهم بسبب تأثر الصناديق المسؤولة عن إدارة مدخراتهم التقاعدية بالأزمة المالية الحالية، حيث يتألف القسم الأكبر من المدخرات التقاعدية في الولايات المتحدة، إما من استثمارات فردية أو برامج ادخار خاصة بالشركات. وتوزعت المدخرات التقاعدية الإجمالية في نهاية 2007، ما بين 4750 مليار دولار من الإستثمارات الفردية، و 3490 مليار دولار من برامج الإدخار الجماعية في الشركات، وحوالي ثلثي أموال صناديق التقاعد التي تم توظيفها في برامج جماعية للشركات عام 2006 استثمرت في شراء الأسهم.

8. انخفاض حاد في مبيعات السيارات:

وعلى رأسها أكبر المجموعات الأمريكية "فورد"، و "جنرال موتورز" والتي أصبحت على وشك الإفلاس وهو ما يهدد مليون عامل.

9. إفلاس متواصل لكثير من البنوك:

بلغ عدد البنوك المنتهية 11 بنك، من بينها "بنك إندي ماي" الذي يستحوذ على 32 مليار دولار من الأصول، وودائع بقيمة 19 مليار دولار، وتعثر حوالي 110 بنك، تقدر قيمة أصولها بحوالي 850 مليار دولار، زيادة على تراجع أسهمها في الأسواق المالية، حيث تراجعت أسهم "المجموعة الأمريكية العالمية بحوالي 61%، وبنك "واشنطن ميوتوال" خسر 27% من قيمة أسهمه، كما تراجعت أسهم "سيتي جروب" بنسبة 15% حيث وصل سعر السهم إلى 15.24% دولار وهو أدنى مستوى له منذ 2002، وانخفضت أسهم "بنك أوف أمريكا" بنسبة 21%، ليصل سعر السهم إلى أدنى مستوى له منذ 1982 بـ 26.55 دولار.[2]

---

[1] طبني مريم، نفس المرجع، ص:161.

[2] منصور عيساني، **أسواق الأوراق المالية العربية في ظل التقلبات الاقتصادية وعدوى الأزمات المالية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، مالية وبنوك، جامعة الجزائر3، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والعلوم التسيير، السنة الجامعية:2015-2016، ص:129.

ب. آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي:

أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي أن أزمة الاقتصاد الأمريكي لن تنجو منها أي دولة من دول العالم، وأنها ستطول اقتصاد جميع الدول ولكن بنسب متفاوتة. وقد 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، وتمثلت أهم تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي في الآتي:[1]

1. تراجع التوقعات بشأن النمو في الاقتصاد العالمي:

ألقت الأزمة المالية العالمية بظلال من الشك على آفاق النمو الإقتصادي في البلدان النامية في الأمد القصير، ومن المرجح أن ينكمش حجم التجارة العالمية للمرة الأولى منذ عام 1982. وقد أدى التباطؤ الحاد في الاقتصاد العالمي إلى تراجع أسعار السلع الأولية، منهيا بذلك فترة من الانتعاش التاريخي امتدت لخمس سنوات. ووفقاً لتقرير الآفاق الاقتصادية العالمية 2009 الصادر عن البنك الدولي، فإن الاقتصاد العالمي يمر في الوقت الراهن بمرحلة انتقالية بعد فترة طويلة من النمو القوي–الذي قادتها البلدان النامية–إلى حالة بالغة من عدم اليقين والغموض من جراء الآثار الشديدة التي ألحقتها الأزمة المالية في البلدان المتقدمة بالأسواق العالمية .ويتوقع التقرير أن ينمو إجمالي الناتج المحلي العالمي بنسبة 2.5 % في عام 2008 و 0.9% في عام 2009. ومن المرجح أن يبلغ معدل النمو في البلدان النامية 4.5% في العام القادم مقابل 7.9 % في عام 2007 ، في حين ستشهد البلدان المرتفعة الدخل تحقيق نمو سلبي.

2. خسارة وانهيار العديد من البنوك حول العالم:

تعرض العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا لخسائر من جراء هذه الأزمة، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض، وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة.

3. عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية:

أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، ناهيك عن وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الإقتصاد والإستثمار، دفعت بالكثيرين منهم إلى

[1] حسين عبد المطلب الأسرج، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على التجارة الخارجية للدول العربية**، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، المجلد:9، العدد: 13، 1 أكتوبر 2009، ص ص:77،78.

عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى، بل ودفعت البعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمها لحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين.

4. شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم:

أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم (حوالي 25 بنك) بسبب خسارتها لأكثر من 300 مليار دولار من قيمة أصولها، نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ 2007 ، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين وقد وصلت إلى حوالي 400 مليار دولار بنهاية عام 2008.[1]

- ارتفاع نسبة البطالة عالميا نتيجة حالات الفصل.

ج. آثار الأزمة المالية العالمية على الدول العربية:

انعكست آثار الأزمة المالية على اقتصاديات الدول العربية التي تمتلك أسواقا مالية أكثر انفتاحا على الأسواق الدولية، فقد تأثرت بهذه الأزمة باعتبار أن عوائد النفط فيها يشكل المصدر الأساسي بها، ونظرا لانخفاض أسعار البترول فمن المؤكد أن فوائضها المالية ستتراجع بما ينعكس على مشاريع التنمية فيها بحجم الإستثمارات العربية الكبيرة في الأسواق المالية الأمريكية. وتؤكد العديد من المؤشرات وجود مخاطر عديدة ألمت باقتصاديات الدول العربية وبخاصة الخليجية منها، وذلك على عدة أصعدة، فمنيت الإستثمارات العربية في الخارج بخسائر ضخمة تقدر بنحو 1.4 تريليون دولار، بعضها في شركات الرهن العقاري، وبعضها بالبنوك التي أعلن عن إفلاسها وتم بيعها لبنوك أخرى، وهناك أيضا مخاطر على مستقبل صناديق الثروات السيادية، والتي تستثمرها دول الخليج في الولايات المتحدة و أوروبا وشرق آسيا، والتي تقدر بحوالي 3 تريليون دولار، حيث منيت هذه الصناديق بخسائر كبيرة خلال العام 2007 بلغت 450 مليار دولار، كذلك شهد قطاع العقارات في المنطقة العربية نوعا من الركود خلال المرحلة المقبلة تأثرا بالأزمة العالمية.[2]

وتنقسم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات حسب درجة تأثرها بالأزمة المالية العالمية كما يلي:

[1] طه عبد العظيم محمد، **الإصلاح المصرفي في البنوك الإسلامية والتقليدية في ضوء مقررات بازل**، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، مصر، 2020، ص، 163.

[2] علي فلاح المناصير وآخرون، **الأزمة المالية العالمية: حقيقتها، أسبابها، تداعياتها، وسبل العلاج**، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومية، جامعة الزرقاء، 2009، ص،22.

المجموعة الأولى: الدول العربية ذات درجة الانفتاح العالية

يمكن القول أن هناك جملة من العوامل قادت إلى تأثير الأزمة في هذه الدول، بسبب الإنفتاح الكبير على الأسواق المالية وحركة رؤوس الأموال، التي تجري بدون قيود أو ضوابط أو رقابة تحد من عمليات المضاربة أو على الأصح (المقامرة) المحفوفة بالمخاطر العالية، وهي تخص بلدان مجلس التعاون الخليجي والآثار الناتجة يمكن التطرق إليها كالآتي:[1]

- لقد تأثرت بلدان مجلس التعاون الخليجي بشكل مباشر بانخفاض الطلب العالمي على النفط، وما تلاه من تدن حاد في أسعار النفط الخام في أواخر عام 2008م ومطلع عام 2009م، حيث تراجع سعر البرميل من 150 دولار إلى 40 دولار في شباط 2009م، أي بنسبة انخفاض قدرت ب 75% وهذا الإنخفاض الكبير في الموارد المالية النفطية أثر بدوره على الموازنة العامة لهذه الدول، إذ تحتل الموارد النفطية المرتبة الأولى في موارد الميزانية، حيث تصل إلى ما يقارب ب 65% من حجم إيرادات الموازنة لهذه الدول؛
- كذلك عانت بعض من بلدان مجلس التعاون الخليجي من اهتزازات ملحوظة في القطاعين المصرفي ولمالي حيث أدى خروج رأس المال المضارب من بعض أسواق المنطقة إلى أزمة سيولة نقدية فساهم في ارتفاع كلفة الإقراض في أواخر عام 2008م ومطلع عام 2009م، إلا أن معظم مؤسسات التمويل في المنطقة مازالت تتمتع بملاءة مالية جديدة وتدني نسبة الديون المشكوك في تحصيلها إلى ما دون 5%؛
- بالنسبة للإستثمارات الأجنبية المباشرة أدت الأزمة المالية العالمية إلى انخفاض تدفقاتها إلى بلدان المنطقة بحوالي 21% في عام 2008م، ويتوقع أن يستمر هذا الإنخفاض خلال عام 2009م بسبب انخفاض عائدات الإستثمار في القطاع النفطي مع تراجع أسعار النفط الخام، وتراجع القدرة الإستثمارية للشركات العابرة للبلدان مع تدني إمكانياتها التمويلية؛
- يعد تراجع صادرات البلدان ذات الإقتصاديات الأكثر تنوعا إلى البلدان المتقدمة، وخاصة بلدان الإتحاد الأوروبي، أحد أبرز تداعيات الأزمة الحالية على الإقتصاديات الأكثر تنوعا في المنطقة. فالأسواق الأوروبية تشكل الوجهة الأساسية لصادرات العديد من هذه البلدان (حوالي 50% من إجمالي صادرات

[1] رشام كهينة، **انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول ذات الإنفتاحات المختلفة**، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، المجلد:6، العدد:9، جوان 2013، ص، ص، 168،169.

هذه البلدان في عام 2007م)، ولا شك في أن دخول بلدان الإتحاد الأوروبي مرحلة الركود الإقتصادي سيقلل من قيمة صادرات بلدان منطقة الإسكوا ذات الإقتصاديات الأكثر تنوعا؛

- ونتيجة لكل ما تقدم، يتوقع أن تنخفض نسبة النمو الإقتصادي في بلدان مجلس التعاون الخليجي إلى حوالي 1% في عام 2009م، بعد أن وصلت إلى ما يقارب 6% في عام 2008م؛
- أما فيما يخص الإستثمارات الخليجية وصلت خسائر الأصول في صناديق الثروة السيادية الخليجية بنحو 450 مليار دولار بسبب التراجع في قيمة الحقائب الإستثمارية لتلك الصناديق مما أثر على أدائها خلال عام 2009م، وجدير بالذكر أن الخسائر التي نجمت عن هذه الإستثمارات من جراء الأزمة تتطلب من الدول الخليجية مراجعة سياسات واستراتيجيات استثماراتها في الخارج على مستوى نوع الأصول المستثمر فيها وكذلك القطاعات، والتوزيع الجغرافي لاستثمارات هذه الصناديق، التي يبلغ الحجم الكلي لها نحو 1500 مليار دولار تشكل 45% من إجمالي أصول الصناديق السيادية في العالم ويصنف صندوق أبوظبي للإستثمار كأكبر الصناديق العالمية على الإطلاق برصيد إجمالي يبلغ جوالي 875 مليار دولار وفقا لتقديرات المؤسسات العالمية، فيما يمتلك صندوق الهيئة العامة للإستثمار الكويتي ثاني أكبر الصناديق الخليجية والرابع عالميا حوالي 250 مليار دولار ؛
- كما كان للأزمة العالمية تداعيات على قطاع الصناعات البتر وكيماويات الخليجية بحدوث تراجع في الربحية والموارد المالية، حيث انخفضت أسعار المواد الكيماوية إلى نحو 60%، وعلى إثر هذه الأزمة انخفضت أسهم شركة قطر للصناعات البتر وكيماوية بـ 36%، ونحو 60% لأسهم شركة سابك السعودية في نهاية عام 2008م، وشهدت أرباح أكبر شركتين لإنتاج البتروكيماويات وهما الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) وشركة قطر للصناعات انخفاضا شديدا بنسبة 95% و93 % على التوالي.

المجموعة الثانية: الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة

لم يتأثر القطاع المصرفي والمالي المحلي في دول المجموعة الثانية (الجزائر، السودان، ليبيا، واليمن) بتداعيات الأزمة المالية العالمية لكونه أكثر انغلاقا وغير مرتبط بالنظام المصرفي والمالي العالمي بصورة مباشرة حيث لم يتعرض سوق الأوراق المالية لدول المجموعة (الجزائر والسودان) للتقلبات في القيمة السوقية نظرا لصغر حجم التداول وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، بالإضافة إلى انغلاقها أمام الإستثمار الأجنبي.

إلا أن إقتصادات دول المجموعة تأثرت من جراء انخفاض الطلب على النفط والناجم عن الركود في الإقتصاد العالمي من جراء الأزمة المالية العالمية. بالإضافة إلى ذلك، فقد قامت كل من الجزائر وليبيا العضوين في منظمة أوبك بخفض حصصهما الإنتاجية خلال عامي 2008 و2009 وذلك تطبيقا لقرار منظمة أوبك بتخفيض خصص الإنتاج ونتيجة لتلك العوامل، تراجع حجم الصادرات النفطية لدول المجموعة بنسبة 28 % في المتوسط في عام 2009، مقارنة بنسبة انخفاض بلغت 2% في عام 2008.[1]

وفي جانب آخر، شهدت اقتصادات دول المجموعة الثانية نموا ملحوظا في نشاط القطاع غير النفطي، خاصة في الجزائر وليبيا. فبالنسبة للجزائر، جاءت نسب النمو جيدة للقطاع غير النفطي في ضوء الزيادة الكبيرة في المحصول الزراعي للحبوب، وكذلك استمرار الإنفاق العام بمستويات عالية في تطوير البنية التحتية في إطار البرنامج الوطني لتطوير البنية التحتية، فضلا عن تراكم الفوائض النفطية قبل بروز الأزمة. وفي ليبيا شهد أيضا القطاع غير النفطي نموا سريعا في ظل زيادة الإنفاق العام على مشاريع البنية التحتية وزيادة الإستثمار الأجنبي المباشر إلى ليبيا لتنفيذ مشاريع البنية التحتية والتشييد. أما في السودان واليمن، فقد سجل القطاع غير النفطي معدلات نمو مرتفعة على غرار الجزائر وليبيا خلال الطفرة النفطية وإن كانت بوتيرة أقل، وذلك في ظل توافر الإيرادات النفطية قبل نشوء الأزمة. غير أن التراجع في الإيرادات النفطية إثر انخفاض أسعار النفط العالمية أثر سلبا على النشاط غير الإقتصادي غير النفطي. ففي السودان مثلا، تراجع النشاط الإقتصادي غير النفطي من معدل نمو بلغ 8% خلال الفترة (2006-2008) إلى نحو 3.8% في عام 2009. ويعزى ذلك إلى تراجع الاستثمارات الأجنبية إلى السودان، بالإضافة إلى العوامل الداخلية والمتعلق بعضها بقيام الدولة بتطبيق إجراءات للحد من الطلب على الإستيراد في ضوء التراجع الحاد في الإحتياطات الخارجية والناجمة عن تراجع أسعار النفط العالمية.[2]

المجموعة الثالثة:

فهي دول يعتمد القطاع المصرفي والمالي فيها على موارد الإقراض المحلي، وبالتالي لا تتأثر إقتصاداتها بصورة مباشرة بالتقلبات في أسواق المال العالمية. غير أن الصدمات الخارجية تنتقل إلى إقتصاداتها من خلال ارتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة وشركائها التجاريين الرئيسيين في الإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة. ففي جانب المعاملات السلعية، تعتمد صادرات هذه الدول على أسواق الدول المتقدمة بالدرجة الأولى، وكذلك الأمر في جانب معاملات الخدمات كإيرادات السياحة، وتحويلات العاملين بالخارج وتدفقات

[1] جمال الدين زروق، **الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية**، ورقة بحثية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011، ص،13.

[2] نفس المرجع، ص، ص، 14،15.

الإستثمارات الأجنبية المباشرة. وتؤدي تقلبات الدورة الإقتصادية ومعدلات النمو في الدول المتقدمة، في ضوء الركود الناجم عن الأزمة إلى مخاطر تباطؤ النمو في دول المجموعة الثالثة، وذلك من خلال تراجع أداء قطاعاتها التصديرية عالية الإنكشاف على أسواق الدول المتقدمة، وتراجع التدفقات المالية إليها من خلال تراجع إيرادات وحجم السياحة وتحويلات العاملين بالخارج والإستثمار الأجنبي المباشر.[1]

رابعا: جهود الدول في مواجهة الأزمة

يمكن حصر أهم الجهود المبذولة في سبيل الخروج من الأزمة هذه فيما يلي:

أ. الإجراءات المتخذة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية:

تتمثل هذه الإجراءات فيما يلي:[2]

- أوصى كل من محافظ البنك الفيدرالي ووزير الخزانة الأمريكي بضرورة تخصيص كم كبير من التمويل؛ لإعادة الإستقرار للقطاع المالي الأمريكي. وتبلغ التقديرات المبدئية للتكلفة المالية للخزانة الأمريكية في المشروع الذي قدمته إدارة "بوش" في سبتمبر 2008 بحوالي 700 مليار إلى تريليون دولار أمريكي. والمفارقة الغربية أن وصفة العلاج التي طرحتها الدول الغربية، وعلى رأسها الولايات المتحدة لمواجهة الأزمة، تتعارض مع ما تنادي به دائما من حرية القطاع المالي.
- تدخل الحكومة الأمريكية في سوق المال، وذلك بمنع البيع على المكشوف لنحو 799 سهم مدرجة في سوق الأسهم الأمريكية.
- اللجوء للتأميم بات حلا مطروحا كورقة أخيرة في أيدي تلك الحكومات؛ للدفاع عن الإقتصاد القومي. وقد شهد مسلسل تأميم بعض المؤسسات المالية حلقات عديدة منها تأميم اندي ماك "IndyMac" أحد أكبر مؤسسات القروض العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك في يوليو 2008. فضلا عن إنقاذ شركة التأمين الكبرى AIG، مقابل امتلاك الحكومة لحصة تبلغ حوالي 80% من الشركة.
- قامت البنوك المركزية العالمية في الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا بضخ نحو 326 مليار دولار في نظمها المالية، لحماية النظام المالي العالمي من الإنهيار.

[1] نفس المرجع، ص ص:6-7.

[2] يحي بن عمر، مرجع سابق، ص ص:82-83.

- وافق مجلس الشيوخ الأمريكي على مشروع قانون لحماية ملاك العقارات، يوفر ثلاثمائة مليار دولار، تستخدمها إدراة العقارات الإتحادية لإعادة تمويل قروض الرهن العقاري، الخاصة بملاك العقارات.
- قرر مجلس الإحتياطي الإتحادي –البنك المركزي الأمريكي–تخفيض أسعار الفائدة الأساسية بنسبة 0.75% دفعة واحدة، لتصل إلى 3.5%، لمواجهة الإضطرابات المتزايدة في أسواق المال العالمية، ثم جرى التخفيض تدريجيا إلى 2%.

ب. خطة الدول السبع الصناعية:

وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى (الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان وكندا) خطة تحرك لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وتعهد أعضائها بمنع إفلاس المصانع الكبرى، ووافقت القمة على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الإقتصادي الأمريكي والعالمي واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة، وأعربت المجموعة عن استعدادها للقيام بكل ماهو ضروري، من أجل تحريك سوق قروض الرهن الذي كان سبب الأزمة المالية 2008. [1]

ج. قمة العشرين:

اجتمعت مجموعة العشرين مرتين بعد انفجار الأزمة العالمية وذلك للبحث في جوانب الأزمة وفيما يلي هاتين القمتين: [2]

1. القمة الأولى لمجموعة العشرين:

عقدت هذه القمة في واشنطن في 15 نوفمبر 2008 وأهم المقترحات التي تمت دراستها ما يلي:

- دعت الصين إلى إعادة النظر في النظام الرأسمالي برمته عن طريق إدماج الدول الناشئة في وضع السياسات العالمية المتعلقة بالصرف والتمويل والاستثمار؛
- إنقاذ عدد من الشركات من الإفلاس حيث قام مجلس الشيوخ الأمريكي بدراسة مساعدة قدرت ب 25 مليار دولار لإنقاذ سوق السيارات؛

[1] شريف غياط وآخرون، **التداعيات الناجمة عن عالمية أزمة الرهن العقاري (أزمة منطقة اليورو نموذجا)**، ملتقى بعنوان: أثر الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على اقتصاديات الدول الأوروبية، ص:10.

[2] روابح عبد الرحمان، **الأزمة المالية والاقتصادية العالمية "أزمة الرهن العقاري"**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية–دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد 4، العدد:3، أكتوبر 2010، ص ص:231-232.

- خروج المشاركين في القمة بتوصيات تشمل طرق التعاون بين البنوك العالمية الكبرى وصندوق النقد الدولي وكذا البنك الدولي؛
- إمكانية العودة إلى النظام القديم لتحديد قيمة العملات أي اعتماد قيمة الذهب لا قيمة الدولار؛
- رفع سقف ضمان الودائع لتجديد الثقة في نظام الإئتمان الرأسمالي؛
- دعوة الصناديق السيادية في الدول النفطية إلى إقراض البنوك الإسلامية والإستثمار في سندات حكومية؛
- الضغط عل دول أوبيك كي تعدل من سياسة الإنتاج من النفط وخاصة السعودية التي شاركت في قمة العشرين.

2. القمة الثانية لمجموعة العشرين:

عقدت مجموعة العشرين قمتها الثانية في لندن 12 أفريل 2009 ومن أهم ما جاء فيها نذكر:

- زيادة موارد صندوق النقد الدولي ومساعدة الدول الأكثر فقرا في العالم؛
- تشديد آليات الرقابة على عمل البنوك والمؤسسات المالية وفق آليات عابرة للحدود وإخضاع المكافآت المدفوعة لمسؤولي البنوك لرقابة أكثر تشددا؛
- استحداث مجلس خاص بالاستقرار المالي، للعمل مع صندوق النقد الدولي بما يضمن التعاون عبر الحدود؛
- فرض إجراءات تنظيم دقيقة خاصة بتسيير صناديق التوفير ووكالات التصنيف الائتمانية العالمية؛
- المسارعة إلى العمل على تطهير البنوك من الديون المعدومة (الأوراق المالية التي تملكها البنوك والمؤسسات المصرفية)؛
- تخصيص 250 مليار دولار لتمويل التجارة العالية على مدى عامين بهدف زيادة حجم التجارة الدولية؛
- تخصيص 50 مليار دولار لمساعدة البلدان الأكثر فقرا في العالم.

د. بريطانيا:

قام البنك المركزي البريطاني بتوسيع كبير في نطاق الضمانات الإضافية المقبولة، ونطاق المفترضين المسموح لهم بالوصول إلى البنك المركزي، كما قام البنك الفيدرالي بتخفيض نسب الفائدة إلى مستويات دنيا، وقدمت السلطات البريطانية ضمانا كاملا للودائع كي تساعد على استرداد ثقة المودعين بعد إفلاس شركات الرهن

العقاري. هذا إلى جانب إقرار خطة من طرف الحكومة البريطانية، تتمثل في ضخ 250 جنيه إسترليني أي ما يعادل 450 مليار دولار أمريكي، لإنقاذ البنوك من تداعيات الأزمة المالية.[1]

هـ. روسيا:

أقر مجلس الدوما الروسي (البرلمان) خطة اقترحها الرئيس ديمتري ميدفيديف لإنقاذ القطاع المصرفي في البلاد بقيمة 63 مليار يورو (84 مليار دولار). وسيتم توفير مبالغ الخطة من الإحتياطي النقدي الروسي وبتمويل من بنك التنمية، حيث ستحصل البنوك المتعثرة على القروض من هذه المبالغ.

كما أكد رئيس الوزراء فلاديمير بوتين عزم حكومته البدء في شراء سندات الشركات الروسية بقيمة تصل إلى خمسة مليارات يورو (6.65 مليارات دولار). وقرر البنك المركزي الروسي تخفيض الإحتياطي الإلزامي للبنوك، في خطوة مؤقتة، إلى 0.5% بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي، وإرساء الإستقرار في السوق المالية الداخلية وتعزيز السيولة في القطاع المصرفي الروسي.[2]

و. فرنسا:

تقدر خطة الإنقاذ الفرنسية بمبلغ 491 مليار دولار. خصصت لمساعدة البنوك على التغلب على آثار الأزمة المالية العالمية، حيث تم تخصيص 40 مليار أورو لإعادة رسملة البنوك التي تعاني من مشاكل مقابل إمتلاك حصص فيها. فيما خصص مبلغ 320 مليار أورو كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك.

شدد الرئيس الفرنسي "نيكولا ساركوزي "بعد إقرار الخطة على ان الدولة لن تسمح بإفلاس أي مؤسسة مالية. وسيتم محاسبة المسؤولين على أي تجاوزات، حيث قال في هذا الصدد: " لا يمكننا أيضا الاستمرار في الأسباب عينها التي تؤدي الى النتائج نفسها".

[1] كمال رزيق، وآخرون، **مكانة الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمة المالية العالمية الراهنة**، الملتقى الدولي الثاني (يومي 5-6 ماي 2009) – الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية: النظام المصرفي الاسلامي نموذجا، المركز الجامعي خميس مليانة، مرجع بدون صفحة.

[2] يحياوي الهام وآخرون، **مظاهر الأزمة الاقتصادية العالمية وآثارها على بعض الدول العربية وسبل معالجتها، مجلة التكامل الاقتصادي**، جامعة احمد دراية، أدرار، المجلد:2، العدد:2، ص ص:115-116.

وفي شهر نوفمبر 2008، تم إقرار خطة إنقاذ جديدة بقيمة 26 مليار أورو لمساعدة قطاعات الإسكان والسيارات. وقد خصص ما مقداره مليار أورو لإعادة تمويل شركات السيارات حتى تتمكن من بيع سياراتها بالتقسيط.[1]

ز. ألمانيا:

وافقت الحكومة الألمانية على خطة لإنقاذ البنوك تتضمن تأسيس صندوق لإعادة الإستقرار إلى الأسواق حيث خصصت له 540 مليار دولار. وفي هذا الشأن قال وزير المالية الألماني **بير شتاينبرك** أن الخطة تهدف إلى تحقيق ميزانية متوازنة، ودعا إلى تقييد رواتب مسؤولي المصارف التي تستفيد من حزمة الإنقاذ الحكومية وتحديد العلاوات ومستحقات إنهاء الخدمة.[2]

ح. اليابان:

أقرت الحكومة اليابانية خطة إنقاذ بقيمة 27 تريليون ين، في أكتوبر 2008، استهدفت تقديم القروض للشركات الصغيرة، وتقديم مساعدات مالية للأسر لتحفيز الاتفاق. إلى جانب إقرارها خطة تحفيز إقتصادية قوامها 23 تريليون ين (255 مليار دولار) في بداية السنة الحالية، لإنعاش الإقتصاد الياباني، تتضمن حزمة من الإجراءات لزيادة فرص العمل وتشجيع الإقراض، وضخ الأموال في النظام المصرفي، بهدف تحقيق استقرار النظام الاقتصادي الياباني.[3]

ط. الصين:

قامت الصين بعدة إجراءات تهدف للحد من آثار الأزمة الإقتصادية العالمية عليها، ومن بين هذه الإجراءات، طرح برنامج تحفيزي قيمته 586 مليار دولار، يرتكز على مشروعات البنية الأساسية، لتعزيز الطلب المحلي وخفض اعتماد الإقتصاد على الصادرات المتهاوية، تخفيض سعر الفائدة عدة مرات، تقديم تسهيلات من طرف البنوك للشركات الصغيرة، زيادة القروض إلى البنوك بمقدار مائة مير يوان (14.6 مليار دولار).[4]

---

[1] بن رقرق فارس وآخرون، **الأزمة المالية العالمية (2008) وانهيار توافق واشنطن، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية**، جامعة فرحات عباس، سطيف، المجلد:10، العدد:1، جوان 2020، ص، 97.

[2] بوعشة مبارك، مرجع سابق، ص ص:44-45.

[3] كمال رزيق وآخرون، مرجع سابق، مرجع بدون صفحة.

[4] نفس المرجع، مرجع بدون صفحة.

ي. الخطة العربية لمواجهة الأزمة:

قررت القمة الإقتصادية، والإجتماعية التنموية بالكويت بتاريخ عشرين جانفي 2009 مجموعة قرارات لمواجهة الأزمة المالية وتداعياتها؛ من خلال مساندة المؤسسة المالية وتعزيز الرقابة والإشراف عليها، وممارسة دور فعال في العلاقات الإقتصادية الدولية، والمشاركة في الجهود الدولية؛ لضمان الإستقرار المالي، وتكليف محافظي البنوك المركزية العربية بزيادة التنسيق، والترابط بين الأجهزة الرقابية العربية، وتقديم الدعم للمؤسسات المالية العربية وتحسين مناخ الإستثمار، وإتخاذ تدابير لاستشراف أي تداعيات مستقبلية للأزمة المالية العالمية على الدول العربية، وتقديم بدائل لسبل مواجهتها، والمحافظة على أهمية استقرار أسعار النفط ومشاركة القطاع الخاص في مشروعات التنمية الاقتصادية. [1]

ك. برامج الانطلاقة في البلدان الأسيوية:

كان اليابان أول البلدان المتطورة التي أقرت خطة انتعاش مباشرة بعد أن بدأت تظهر مؤشرات الأزمة (92 مليار دولار في نهاية أوت 2008). ولما تأكد دخول الإقتصاد العالمي في دوامة الكساد تدخلت الحكومة من جديد وبقوة في نهاية أكتوبر بما قدره 260 مليار دولار. لعل إقدام السلطات اليابانية على وضع هذا البرنامج ناتج عن إرتباط حركية النشاط الإقتصادي لهذا البلد بالتصدير، وكذا خوفا من إستمرار حالة الجمود الذي واكب الإقتصاد الياباني أكثر من عشر سنوات منذ أواسط التسعينات. وكما سبق القول، تابع البنك المركزي الياباني إستراتيجية معدل الفائدة الصفر لتمكين البنوك والمقاولات من السيولة الضرورية للإستثمار. كما عرف الإقتصاد الياباني أكبر تقلص في نموه منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، إذ سجل معدل النمو نتيجة سلبية في الأشهر الأخيرة لسنة 2008 وصلت إلى ناقص (12.7%) بالوتيرة السنوية.

وفي ربيع 2009 تأكد أن اليابان ستتصدر أكثر البلدان الأخرى من تداعيات الإنحسار فصادراتها تقلصت بأكثر من النصف وميزانها التجاري أصبح عاجزا لأول مرة. وآفاق النمو أصبحت قاتمة، حيث سينقص الناتج المحلي بـ 6,6%. لذا بادرت الحكومة اليابانية إلى وضع برنامج انتعاش ثالث بإعتمادات تصل إلى 90 مليار دولار إضافية.[2]

---

[1] هيثم يوسف عويضة، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها الإقليمية "حالة دراسية"**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2015، ص ص:257-258.

[2] فتح الله ولعلو، **نحن والأزمة الاقتصادية العالمية**، الطبعة الأولى، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء-المغرب، 2009، ص:57-58

خلاصة الفصل الثاني:

الأزمات المالية هي اختلال واضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات المالية ومؤشراتها أدائها، وأنواع الأزمات المالية هي أزمات أسواق المال، أزمة المديونية، الأزمة المصرفية، أزمة الصرف (العملة)، كما تعرفنا خلال هذا الفصل الى مفهوم العدوى المالية التي تعرف في أغلب الأحيان على أنها "صدمة" لواحد أو مجموعة من الجهات الاقتصادية الفاعلة (الأفراد أو المؤسسات أو البلدان أو الأسواق) والتي تنتشر إلى الجهات الاقتصادية الفاعلة الأخرى.

كما تطرقنا لنظام الإنذار المبكر بالأزمات المالية الذي يقصد به مجموعة الإجراءات والتدابير والأدوات والآليات القادرة على التنبؤ بالأزمات المالية، من خلال دراسة بعض المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية والبيئية وحتى السياسية لبلد ما.

واستعرضنا تاريخ الأزمات المالية بدءا من أزمة سنة 1929، ثم الأزمات المالية التي حدثت خلال الثمانينيات والتسعينيات من القرن العشرين والأزمات التي حدثت خلال القرن الواحد والعشرين والتي كان أهمها أزمة 2008.

الفصل الثالث: أزمة الدين السيادي اليونانية

مقدمة الفصل

كان تصاعد حدة حدوث أزمة الديون السيادية اليونانية بسبب ارتفاع الديون الحكومية وسوء إدارة الأموال، خلفت هذه الأزمة انعكاسات سلبية على اليونان من الناحية الاقتصادية والاجتماعية وانتشر تأثيرها لباقي دول العالم الأخرى، استخدمت اليونان حلول مثل تطبيق سياسة التقشف وتلقت أموال الإنقاذ مقابل الموافقة على خفض الإنفاق العام وتطبيق تدابير تقشفية. وقد خلقت هذه التدابير الكثير من الجدل والاضطرابات الاقتصادية المطولة. ولفهم أزمة الدين السيادي والتعرف على أزمة الدين السيادي اليوناني قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي:

المبحث الأول: مفهوم أزمة الديون السيادية

المبحث الثاني: أزمة الديون السيادية اليونانية وأسبابها

المبحث الثالث: آثار أزمة الديون السيادية اليونانية وطرق حلها

المبحث الأول: مفهوم أزمة الديون السيادية

إن تاريخ الإقتراض السيادي غالبا ما ينظر اليه على أنه تاريخ من التخلف عن سداد الديون السيادية وأزمات الديون السيادية. ونتيجة لذلك، وجدت الديون السيادية نفسها في كثير من الأحيان في خضم مناقشات سياسية وعامة عالية الحساسية. وقد أعادت الأزمة المالية والإقتصادية الأخيرة الديون إلى قلب مشكلة عدم المسؤولية المالية. واليوم أصبحت المخاوف بشأن الديون السيادية واسعة النطاق، ولم تعد مشكلة البلدان النامية فقط.

المطلب الأول: ماهية الديون السيادية

قصد التعرف على ماهية الديون السيادية، نتناول من خلال هذا المطلب تعريف الديون السيادية، أنواعها، أسبابها، مخاطرها وعملية تصنيفها.

الفرع الأول: تعريف الديون السيادية

يقصد بها الديون المترتبة على الحكومات ذات السيادة وتتخذ أغلب هذه الديون شكل سندات وعندما تقوم الحكومات بإصدار سنداتها فإما أن تطرح الحكومات سندات بعملتها المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين، وفي هذه الحالة يسمى الدين دينا حكوميا، أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، وغالبا ما تكون عملة دولية مثل الدولار أو الاورو، وفي هذه الحالة يطلق على الدين دينا سياديا، وهو شكل من أشكال الاقتراض ولهذا فعلى الحكومة أن تكون قادرة على الوفاء بديونها المقومة في شكل سندات بالعملة الأجنبية حرصا على إبقاء ثقة المستثمرين الأجانب في مقدرتها على دفع إلتزاماتها المالية، ولكن إذا عجزت الحكومة عن الوفاء بالتزاماتها تجاه ديونها السيادية تنشأ أزمة مالية وهي أزمة الديون السيادية.[1]

[1] نبيلة بركان، **أزمة الديون السيادية اليونانية بين سياسات الحل وتأثيرها على الإتحاد الأوروبي**، مجلة السياسة العالمية، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، المجلد:6، العدد:1، جوان 2022، ص،354.

الفرع الثاني: أنواع الديون السيادي:

تنقسم الديون السيادية إلى الأنواع التالية:

أولا: الديون السيادية بحسب الجهة الدائنة (Sovereign debt by the Creditor)

تقسم الديون السيادية بحسب الجهة الدائنة إلى ما يلي:[1]

أ. الدائنون الخواص :

وهم أولئك الدين يمتلكون سندات (سندات موظفة في القطاع العمومي أو المتأتية من الإستثمار الخاص)، والبنوك الخاصة ومؤسسات مالية أخرى خاصة وصناعية، والمصدرين وغيرهم من الموردين الدين منحوا قروضا.

ب. الدائنون العموميون:

وهم المنظمات الدولية والبنوك المحلية للتنمية والهيئات المشتركة بين الدول والحكومات ومؤسساتها (متضمنا ذلك البنوك المركزية).

ثانيا: الديون السيادية حسب عملة الإصدار

تقسم الديون السيادية بحسب عملة الإصدار إلى ما يلي:

أ. الديون السيادية بالعملة المحلية: Sovereign debt in domestic currency

وهي الديون التي تصدرها الحكومة بالعملة المحلية وغالبا ما تكون ديونا داخلية وقد تكون خارجية، ويتميز هذا النوع من الديون بانخفاض مخاطرها الائتمانية مقارنة بالديون الخارجية إذ أن احتمالية التخلف عن السداد عادة ما تكون من خفض قدرة البلد على توفير الأموال اللازمة بالعملة المحلية من خلال إيرادات الضرائب أو من خلال إصدار العملة من أجل السداد في تاريخ الاستحقاق.

ب. الدين السيادي بالعملة الأجنبية: Sovereign debt in Foreign currency

وهي الديون السيادية التي تصدرها الحكومة بالعملة الأجنبية وغالبا ما تكون تلك الديون خارجية، وتلجأ الحكومة إلى هذا النوع لحاجتها للعملة الأجنبية. [2]

---

[1]. عبد الحميد مرغيث، **النقود والتمويل الدولي، مركز البحوث والدراسات، معهد الإدارة العامة**، الملكة العربية السعودية، 2019، ص:403.

[2] حيدر جواد كاظم المرشدي، **التصنيف الائتماني لحجم الديون السيادية والعوامل المؤثرة فيها (دراسة تحليلية لدرجة التصنيف الائتماني للعراق حسب معايير وكالة Standard &Poor)** ، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، المجلد:14، العدد:3، 2017، ص:48.

ثالثا: الديون السيادية بحسب أمد الاستحقاق

تقسم الديون السيادية بحسب أمد الاستحقاق إلى قصيرة وطويلة الأمد، كما يلي:[1]

أ–الديون السيادية قصيرة الأمد:

وهي الديون التي تسدد في مدة أقصاها سنة، وتتميز بارتفاع ولا تلجأ إليها الدول إلا في حالة عدم إمكانية حصولها على القروض الطويلة الأجل، وخاصة عندما تريد تصحيح العجز المؤقت في موازنتها.

ب–الديون السيادية طويلة الأمد :

وهي الديون الواجبة السداد خلال فترة زمنية أكبر من سنة وقد تزيد عن عشرة سنوات، ويتصف هذا النوع بانخفاض تكاليفه مقارنة بالنوع الأول وكثرة تسهيلاته.

رابعا: الديون السيادية بحسب قابلية التداول (Sovereign debts by tradability) [2]

تقسم الديون السيادية بحسب قابلة التداول إلى ما يلي:

أ. الديون القابلة للتداول:

ويقصد بها الأوراق المالية الحكومية أو صكوك المديونية متمثلة بالسندات أو ما يماثلها والتي تطرحها الحكومة بالأسواق المالية والتي تتميز بإمكانية بيعها وشرائها وبهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازناتها.

ب. الديون غير قابلة للتداول:

وتشمل الديون السيادية التي تحصل عليها الحكومة من المصادر الرسمية أو من المؤسسات المالية والمصارف من داخل البلد أو خارجها.

الفرع الثالث: مخاطر الديون السيادية

إن أهم مخاطر الديون السيادية هي كالآتي:[3]

---

[1] جهاد شريف صبري خليفة، **أثر الدين الخارجي على نصيب الفرد من النمو الاقتصادي خلال الفترة:1970 -2021**، مجلة كلية السياسة والاقتصاد، جامعة بني سويف، مصر، المجلد:20، العدد :19، جويلية 2023، ص، 284.

[2] حيدر جواد كاظم المرشدي، مرجع سابق، ص:49.

[3] أسعد حمدي محمد ماهر وآخرون، **أزمة الديون السيادية –دراسة في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة جامعة التنمية البشرية، السليمانية، العراق، المجلد:2، العدد:1، 2016، ص، ص: 148،149.

أولا: مخاطر السوق

يشير إلى المخاطر المصاحبة للتغيرات في أسعار السوق، مثل أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع، على تكلفة الدين الحكومي وفي حالتي الدين المحلي والدين بالنقد الأجنبي، تؤثر تغيرات أسعار الفائدة على تكلفة خدمة الدين على الإصدارات الجديدة عند إعادة تمويل الدين ذي السعر الثابت، وعلى الدين المعوم في تواريخ إعادة تحديد السعر. لذلك فإن الدين قصير المدة (قصير الأجل أو ذو السعر المعوم) ينطوي عادة على مخاطرة أكبر من الدين الطويل الأجل ذي السعر الثابت (قد يكون التركيز المفرط على الدين ذي الأجل الطويل للغاية والسعر الثابت خطرا أيضا لأن احتياجات التمويل المستقبلية غير مؤكدة). كذلك فإن الدين المحرر أو المؤشر بعملات أجنبية يضيف أيضا سمة التقلب على تكلفة خدمة الدين المقاسة بالعملة المحلية بسبب حركات سعر الصرف، ومن الممكن أن تؤدي السندات ذات خيارات البيع الضمنية إلى تفاقم مخاطر السوق.

ثانيا: مخاطر التجديد

هي مخاطر تجديد الدين بتكلفة مرتفعة بشكل غير عادي، أو في الحالات المتطرفة، عدم إمكانية تجديد الدين على الإطلاق. وإذا كانت مخاطر التجديد قاصرة على احتمال تجديد الدين بأسعار فائدة أعلى، بما في ذلك لتغيرات في هوامش الائتمان يمكن اعتبارها نوعا من أنواع مخاطر السوق، ولكن مخاطرة التجديد كثيرا ما تعامل بصورة مستقلة لان عدم القدرة على تجديد الدين أو الزيادات الكبيرة غير العادية في تكلفة الدين الحكومي أو كليهما يمكن أن يتسببا في أزمة دين أو يؤديا إلى تفاقم تلك الأزمة، وبالتالي إلى خسائر اقتصادية حقيقية، إلى جانب الآثار المالية المحض لارتفاع أسعار الفائدة. وتعلق أهمية خاصة على إدارة هذه المخاطر في بلدان الأسواق الناشئة.

ثالثا مخاطر السيولة:

هناك نوعان من مخاطر السيولة، وتتمثل المخاطر الأولى في التكلفة أو الغرامة التي يواجهها المستثمرون عند محاولة الخروج من مركز ما عندما يقل عدد المتعاملين بشكل ملحوظ أو بسبب افتقار سوق معينة إلى العمق المالي، وتكتسب هذه المخاطر أهمية خاصة في الحالات التي تشمل فيها إدارة الدين على إدارة أصول سائلة أو استخدام عقود مشتقات. والشكل الآخر لمخاطر السيولة، بالنسبة للمقترض، هو الوضع الذي يتناقص فيه حجم الأصول السائلة بسرعة إما في مواجهة الأزمات تدفق نقدي غير متوقع أو في مواجهة صعوبة ممكنة في تعبئة النقد بالاقتراض خلال فترة قصيرة أو كليهما.

رابعا: مخاطر الائتمان

مخاطر عدم أداء المقترضين للقروض أو غيرها من الأصول المالية أو عدم أداء الطرف المقابل بالتزاماته في العقود المالية، وتكتسب هذه المخاطر أهمية كبيرة في الحالات التي تشتمل فيها إدارة الدين على إدارة الأصول السائلة، وقد تكتسب أهمية أيضا في قبول العطاءات في مزادات الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، وأيضا فيما يتصل بالإلتزامات الاحتمالية، وفي عقود المشتقات التي يدخل فيها القائم على إدارة الدين العام.

خامسا: مخاطر التسوية

تشير إلى الخسارة المحتملة التي يمكن أن تتكبدها الحكومة كطرف مقابل نتيجة لعجز طرف مقابل آخر عن التسوية لأي سبب آخر بخلاف التخلف عن السداد.

سادسا: المخاطر التشغيلية

تشمل أنواع مختلفة من المخاطر، ومنها أخطاء المعاملات في مختلف مراحل تنفيذ المعاملات وقيدها، أو عدم كفاية أو فشل الرقابة الداخلية أو النظم أو الخدمات، أو مخاطر السمعة، أو المخاطر القانونية، أو نقض السرية، أو الكوارث الطبيعية التي تؤثر على النشاط الإقتصادي.

الفرع الرابع: تصنيف الديون السيادية

التصنيف الإئتماني السيادي هو تقييم الجدارة الإئتمانية لدولة أو جهة سيادية، ويعكس مستوى المخاطرة المرتبطة بالإستثمار في ديون دولة بعينها، بما في ذلك المخاطر السياسية. وتعد خدمة الدين، ونمو المعروض النقدي المحلي، ونسبة الإستيراد، وتباين عائدات التصدير من بين العوامل الرئيسية التي تؤثر على التصنيفات الإئتمانية السيادية.

أولا: مفهوم التصنيف الإئتماني:

التصنيف الإئتماني هو تقييم جودة ائتمان المقترض. يؤدي التصنيف الإئتماني وظيفة تقييم مخاطر الإئتمان التي تعكس قدرة المقترض المتوقعة على سداد الدين وفقا لشروط الإصدار. التصنيف الإئتماني هو مجرد مؤشر على الرأي الحالي حول القدرة النسبية للكيان المقترض على خدمة إلتزامات ديونه خلال فترة زمنية محددة مع إشارة خاصة إلى أداة الدين التي يتم تصنيفها. التصنيف الإئتماني ليس توصية بالشراء أو الاحتفاظ أو البيع. إنه رأي مستنير متاح للجمهور، وقد يؤثر على قراراتهم الإستثمارية. ومع ذلك، فإن التصنيف الإئتماني ليس

تقييمًا للأغراض العامة ولا تقييمًا شاملاً لمخاطر الإئتمان للشركة. التصنيفات تقيم معقولية سعر الإصدار أو إمكانيات مكاسب رأس المال ولا تأخذ في الاعتبار السيولة في السوق الثانوية، كما لا تأخذ التصنيفات في الاعتبار مخاطر السداد المسبق من قبل المصدر. وعلى الرغم من أن هذه غالبا ما ترتبط بمخاطر الائتمان، فإن التصنيف في الأساس هو رأي حول الجودة النسبية لمخاطر الائتمان. تُعرف الوكالة التي تقوم بتصنيف أدوات الدين باسم وكالة التصنيف الائتماني. وفي الوقت الحاضر، لا يقتصر نطاق وكالة التصنيف الإئتماني على تصنيف الديون. وتقوم وكالات التصنيف الإئتماني الآن بالتحليل المالي وتقييم المنتجات المالية والأفراد والمؤسسات والحكومات.[1]

ثانيا: تعريف وكالات التصنيف الإئتماني

وكالات التصنيف الائتماني هي شركات خاصة تقدم تصنيفات للمخاطر المرتبطة بأدوات الدين، مثل السندات، التي تصدرها الشركات الخاصة والمنظمات غير الربحية، بالإضافة إلى الجهات الحكومية المختلفة، كما تقدم وكالات التصنيف الائتماني تصنيفات للأدوات المالية المهيكلة الصادرة من قبل كيانات ذات غرض خاص تم إنشاؤها لمهمة إصدار مثل هذه الأدوات–مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري وغيرها من إلتزامات الديون المضمونة.(ينبغي عدم الخلط بين وكالات التصنيف الإئتماني ومكاتب الإئتمان الأكثر شهرة مثل وكالات إعداد التقارير الإئتمانية، مثل Experian و Equifax و Trans union، والتي توفر معلومات إلى مقدمي القروض حول الجدارة الإئتمانية للمستهلكين.[2]

ثالثا: وكالات التصنيف الائتمانية الشهيرة

هناك ثلاث وكالات تصنيف ائتماني هي الأشهر من بين وكالات التصنيف الإئتماني. وهي كمايلي:

1. وكالة ستاندر اند بورز:

تعتبر أحد أهم وكالات التصنيف الائتماني في تقديم المعلومات عن الأسواق المالية العالمية للمستثمرين الراغبين في اتخاذ القرارات الإستثمارية الأفضل، من خلال تزويدهم بالتصنيفات الائتمانية وتقويم المخاطر والأبحاث المختلفة التي تخص الإستثمار. يعمل لديها ما يزيد عن 9000 موظف، تتوزع مكاتبها في 23 بلدا حول العالم،

[1] BHARATI V PATHAK, **The Indian Financial System (Markets, Institustions and Services)**, Third Edition, Pearson Education , Noida, India, 2011, P :689.
[2] James climent, **Boom and Busts :An Encyclopedia of Economic History from Tulipmania of the 1630s to the Global Financial Crisis of the 21st Century**,Taylor and Francis, New York, united states, 2010, p:192.

بدأت بإصدار درجات التصنيف الإئتماني للأوراق المالية في سنة 1922. قامت بإصدار أكثر من مليون تصنيف ائتماني، وقامت بتصنيف ما قيمته أكثر من 23 تريليون دولار أمريكي من الديون، كما تملك واحدا من أهم مؤشرات الأسهم الأمريكية وهو مؤشر " S &P 500" . [1]

2. وكالة موديز Moody's:

نشر جون موديز في سنة 1900 مع شركاءه للمرة الأولى نشرة موديز حيث شملت هذه النشرة إحصاءات أساسية ومعلومات حول أسهم وسندات لمؤسسات مالية، وكانت وكالات حكومية صناعية تحويلية وعندما انهارت أسواق الأسهم في سنة 1907 لم يكن لشركة موديز رأس المال الكاف للمواجهة، مما اضطر موديز لبيع كل عمله، عاد جون موديز إلى السوق المالي في عام 1909 مع فكرة جديدة وهي تقييم وتحليل المخاطر المتعلقة بهذه القيم معبرا عن ذلك برموز تصنيف وهو ما أعطاها شهرة كبيرة. في سنة 1909 لاقى تقديم موديز لتصنيفات وكالات موديز قبولا جيدا بسبب عملية التحليل والتقييم الجيد للسكك الحديدية، وبهذا أصبحت شركة موديز ناشطا فعالا في سوق رأس المال سنة 1914، أين تأسست وكالة موديز للخدمات الاستثمارية، وخلال نفس السنة وسعت موديز مجالات السندات المصنفة ليشمل السندات التي تصدرها البلديات والمدن الأمريكية وقبل حلول سنة 1924 تمكنت موديز من تغطية سوق السندات الأمريكية. في سنة 1970 توسع عمل شركة موديز من جديد ليشمل سوق الأوراق التجارية والودائع المصرفية، وحققت انتشارا جغرافيا بحيث تمتلك حاليا فروعات في أكثر من 16دولة.[2]

3. وكالة فيتش:

وكالة فيتش للتصنيف المحدودة هي ثالث وكالة تصنيف كبرى، ولديها مقرين رئيسين في نيويورك ولندن، وقد أسسها جن نولز فيتش في عام 1913 باعتبارها شركة فيتش للنشر في نيويورك. بدأت الشركة بنشر المعلومات المالية وتقديم نشرات الإحصاءات المالية. تم طرح مقياس التصنيف الإئتماني " AAA " - " D " في عام 1924. مثل وكالة موديز وستاندرد اند بورز، أصبحت تصنيفات فيتش معيارا مهما في المجتمع المالي في عام 1989، وتمت إعادة رسملة الشركة من قبل فريق إدارة جديد، ونمت فيتش بشكل ملحوظ في التسعينيات، في

[1] مداني أحمد، **دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها**، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد:10، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، جوان 2010، ص، 56.

[2] طلبة أميرة، **محددات الجدارة الائتمانية للجدارة السيادية**، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، المجلد:6، العدد:1، جوان 2019، ص، 228.

سوق المنتجات المهيكلة. كما نمت وكالة فيتش أيضا من خلال عمليات الدمج مع IBCA ومقرها المملكة المتحدة، مما عزز التغطية للبنوك والمؤسسات المالية والجهات السيادية. وفي عام 2000، استحوذت على شركة Duff and Phelps(شيكاغو) وشركة Thomson Bank watch (نيويورك) لتحسين تغطيتها القطاعية والجغرافية.[1]

ثالثا: منهجية التصنيف الإئتماني:

تستخدم وكالات التصنيف العالمية الثلاثة نظام الترتيب المتدرج الذي يبدأ من (AAA) إلى (D) للدلالة على جودة الإئتمان، والتي تندرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الإئتمانية؛ "درجة الإستثمار" و "درجة المضاربة" وهي كاختصار لوصف الفئات "AAA" إلى"BBB" (درجة الإستثمار) و "BB" إلى "D " (درجة المخاطرة)، تشير فئات درجة الإستثمار إلى مخاطر ائتمانية منخفضة إلى معتدلة نسبيا، في حين تشير التصنيفات في فئات المخاطرة إما إلى مستوى أعلى من مخاطر درجة الإستثمار، ودرجة المضاربة. ونستخدم معظم وكالات التصنيف الإئتماني نفس رموز الوكالات الثلاث الكبرى.[2]

الفرع الخامس: طرق تخفيض مستويات الدين السيادي المرتفعة

تتمثل أهم طرق تخفيض مستويات الدين السيادي المرتفعة فيما يلي:

أولا: ضبط أوضاع المالية العامة

يمكن أن تقوم الحكومة بتخفيض مستويات عالية من الديون السيادية من خلال التقشف أو ضبط الأوضاع المالية والذي يشير عمومًا إلى السياسات التي تقلل من عجز الموازنة الحكومية. وتشمل هذه الزيادات الضريبية، أو خفض الإنفاق، أو مزيج من الإثنين. ويزعم البعض أن برامج التقشف فعالة في خفض الديون وتستهدف بشكل مباشر السبب وراء ارتفاع مستويات الدين: الإنفاق الحكومي المرتفع للغاية أو الإيرادات الضريبية المنخفضة للغاية. ويزعم أنصار ضبط الأوضاع المالية أيضاً أنه قادر على زيادة النمو الإقتصادي. فهم يقولون، على سبيل المثال، أن الالتزامات الموثوقة بتدابير التقشف يمكن أن تزيد من ثقة المستثمرين في الحكومة وتخفض سعر الفائدة الذي يتقاضاه المستثمرون على السندات الحكومية. إذا خفضت تكاليف الاقتراض التي تتحملها للحكومة أيضًا أسعار

[1] Tony Van Gestel et al, **Credit Risk Mangement: Basic concept: financial risk components, rating analysis models, economic and regulatory capital**, Oxford university express, New York, USA, 2009, p, p: 150,151.

[2] عبد الغاني بن علي وآخرون، **وكالات التصنيف الائتماني الكبرى: قراءة في النشأة ودورها في الأزمات المالية**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة، المجلد:14، العدد:1، جوان 2023، ص، 12.

الفائدة للمستهلكين والشركات، فقد يزيد إنفاق المستهلكين والاستثمار، مما يؤدي إلى توسيع ناتج النمو الإقتصادي. ويقال أيضا أن ضبط الأوضاع المالية يمكن أن يكون "توسعيا" (أو يزيد النمو الإقتصادي) إذا أدى إلى خفض توقعات الضرائب المستقبلية، مما يشجع الإنفاق الخاص. ومع ذلك، يتفق معظم الإقتصاديين على أن تنفيذ هذه البرامج مكلف. وهم يزعمون أن سياسات التقشف تقلل من الطلب الكلي في الأمد القريب، الأمر الذي يؤدي إلى انكماش الإقتصاد وزيادة البطالة. وهذا هو السبب وراء تسمية برامج التقشف أيضًا بالسياسات "الإنكماشية". بالإضافة إلى ذلك، فإنهم يجادلون بأنه إذا انخفض الناتج الإقتصادي بمعدل أسرع من الدين، فإن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي يمكن أن ترتفع فعليًا، مما يفشل في معالجة عبء ديون الحكومة بشكل فعال. وأخيرا، قد يكون تنفيذ برامج التقشف أمرا صعبا من الناحية السياسية، كما أظهرت الإحتجاجات المناهضة للتقشف في عدد من البلدان، بما في ذلك بلجيكا واليونان وإيرلندا وإسبانيا، وغيرها من البلدان.

ويرى البعض أن المساعدة المالية من الحكومات الأخرى أو صندوق النقد الدولي يمكن أن تساعد في تخفيف الآثار الإنكماشية لضبط الأوضاع المالية، من خلال السماح بإجراء إصلاحات التقشف على مدى فترة زمنية أطول مما كان من المفترض أن تحدث لولا ذلك. ومع ذلك، نظرًا لأن المساعدة المالية المقدمة من صندوق النقد الدولي، وكذلك من الدول الأوروبية في حالة اليونان وإيرلندا والبرتغال، تأخذ شكل قروض، يرى آخرون أن هذه المساعدة المالية لا تؤدي إلا إلى تفاقم مشاكل الديون.[1]

ثانيا: إعادة هيكلة الديون

تشير إعادة هيكلة الديون إلى إعادة تنظيم الدين الذي أصبح كبيرا جدا ومرهقا بحيث يتعذر على المقترض إدارته.

ويمكن أن تشير إلى توفير شروط أكثر تساهلاً حول كيفية سداد الدين، مثل تمديد الفترة الزمنية التي سيتم سداد الدين خلالها (استحقاق القرض) أو تخفيض سعر الفائدة. ويمكن أن يشير أيضًا إلى تخفيض (أو إعفاء البعض) من الرصيد المستحق أو أصل المبلغ. وفي كلتا الحالتين، فهذا يعني أن أصحاب الديون الحاليين يحصلون على أقل مما وعدوا به في الأصل. إن عمليات إعادة هيكلة الديون غير عادية ولكنها ليست غير مسبوقة. أعادت العديد من الأسواق الناشئة هيكلة ديونها في أواخر التسعينيات والعقد الأول من القرن الحادي والعشرين، بما في ذلك

[1] Rebecca M.Nelson : **Sovereign Debt in Advanced Economies: Overview and Issues for Congress**, congressional Research Services, may 26, 2011, p, p:13,14.

روسيا والأرجنتين، من بين بلدان أخرى. ويرى أنصار إعادة هيكلة الديون أنها وسيلة للحكومات لتقليل عبء ديونها مع الحد من تدابير التقشف المفروضة على مواطنيها. وبدلا من ذلك، فإنها تدفع تكلفة خفض الديون إلى دائني القطاع الخاص، الذين، كما يزعم البعض، ينبغي لهم أن يتحملوا العواقب المترتبة على خوض مخاطر أعلى في مقابل الحصول على مكافأة محتملة أكبر. ويرى المنتقدون أن إعادة الهيكلة ليست خيارا مرغوبا فيه لخفض أعباء الديون. على سبيل المثال، قال الإقتصاديون في صندوق النقد الدولي إن إعادة هيكلة الديون بين الإقتصادات المتقدمة "غير ضرورية وغير مرغوب فيها وغير مرجحة". وبالنسبة لبعض الإقتصادات المتقدمة، فإن حصة كبيرة من الديون الحكومية مملوكة محليا. ويشير هذا إلى أن فرض الخسائر على الدائنين من القطاع الخاص بدلا من تنفيذ تدابير التقشف قد لا يحمي الحكومة من ردود الفعل العنيفة في الداخل. كما قد تواجه الحكومات صعوبة في الإقتراض من أسواق رأس المال بعد إعادة هيكلة ديونها، مما يعني أنها ستحتاج إلى تحقيق التوازن أو الفائض في ميزانياتها الحكومية بسرعة أكبر مما لو لم تقم بإعادة الهيكلة. أو قد تواجه أسعار فائدة أعلى، مما يجعل الإقتراض أكثر صعوبة. مكلفة. ويمكن أن تكون الخدمات اللوجستية لإعادة هيكلة الديون صعبة أيضًا. إن التنظيم والتفاوض مع الآلاف من حاملي السندات الأفراد قد يكون مرهقاً ويستغرق وقتاً طويلاً، على الرغم من أن التغييرات الأخيرة في العمليات القانونية المتعلقة بالسندات السيادية ساعدت في تبسيط عملية إعادة الهيكلة. وأخيراً، قد تكون إعادة هيكلة الديون غير مرغوب فيها لأنها يمكن أن تزيد من قلق المستثمرين وتتسبب في تفاقم المشكلة. وانتقال الأزمة إلى بلدان أخرى. على سبيل المثال، مع أزمة منطقة اليورو، تعمل الدول الأوروبية وصندوق النقد الدولي على منع انتشار الأزمة من الإقتصادات الصغيرة نسبيًا في اليونان وإيرلندا والبرتغال إلى الإقتصادات الأكبر في المنطقة، بما في ذلك إسبانيا وإيطاليا وبلجيكا.[1]

ثالثا: التضخم

يظل التضخم هو الأسلوب الأكثر جدوى لخفض القيمة الحقيقية للدين العام. يؤدي التضخم غير المتوقع إلى خفض القيمة الحقيقية للدين ويقلل من معدل الفائدة الحقيقي المستحق على هذا الدين، ومع ذلك، فإن الأخير ينطبق فقط على الديون القائمة. يجب أن يحمل أي دين جديد تصدره الحكومة معدل فائدة إسمي أعلى. وبالتالي فإن التأثير المفيد للتضخم سيكون أكبر كلما فترة استحقاق الدين الحكومي أطول.[2]

[1] Rebecca M.Nelson, Op-Cit, p,p :14,15.
[2] Raghbendra Jha, **Contemporary Macroeconomic THeory and Policy**, Wiley Eastern Limited, New delhi, India, 1991, p : 291.

رابعا: النمو الاقتصادي

إن النمو الإقتصادي القوي يمكن أن يساعد في خفض نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي من خلال زيادة الإيرادات الضريبية وتقليل الحاجة للإنفاق الإجتماعي، والسياسات التي تعزز النمو الإقتصادي مثل الإستثمارات في التعليم والبنية الأساسية، يمكن أن تساهم بالتالي في استدامة الدين.[1]

خامسا: القمع المالي

من الممكن أن يلعب القمع المالي، عندما يكون يصاحبه مستوى متواضع من التضخم دورا هاما في خفض أعباء الديون الحكومية. يمكن أن يشمل القمع المالي الذي يشار إليه أحيانا باسم "الضريبة الخبيثة"، مجموعة معقدة ومبهمة من السياسات المصممة لتزويد الحكومة بالتمويل بأسعار فائدة تفضيلية. غالبا ما تحظى اللوائح الموضوعة على النظام المالي المصاحبة للقمع المالي، مثل ضوابط رأس المال، بشعبية كبيرة. وقد أظهرت الأبحاث السابقة أيضًا أن القمع المالي له تأثير سلبي على الأداء الإقتصادي والنمو. ما يشكل القمع المالي هو مصدر للنقاش المستمر. على سبيل المثال، فإن التدابير "الإحترازية" التي تهدف إلى زيادة استقرار النظام المالي، مثل متطلبات بازل III ومتطلبات الملاءة المالية II للمؤسسات المالية للإحتفاظ بنسبة أعلى من رأس المال "الآمن" (مثل الأدوات السيادية)، تم وصفها بأنها تدابير القمع المالي لأنه من شأنها أن تجبر الشركات الخاصة على الإحتفاظ بقدر أكبر من الديون الحكومية مقارنة بما كانت ستحتفظ به لولا ذلك. أخيرا، مثل التضخم المفاجئ، من المهم أن نلاحظ أن فوائد تخفيض الديون من القمع المالي تعمل فقط على الديون الصادرة بالعملة المحلية.[2]

سادسا: الخصخصة:

يجوز للحكومة استخدام عائدات الخصخصة لخفض صافي الدين العام عن طريق سداد الديون أو تسوية المتأخرات، أو بناء الأصول المالية، بما في ذلك الاحتياطات الرسمية، وقد حدث هذا في العديد من البلدان بما في ذلك الأرجنتين، مصر، المجر، المكسيك والبيرو، حيث كانت الديون المستبعدة خارجية في الغالب. يؤدي انخفاض صافي الدين العام إلى خفض العجز المالي بشكل دائم من خلال انخفاض صافي مدفوعات الفائدة ويساعد في

[1] Amilia scott et Al, **economic policy mechanic**, Publifye, 2025. See the link : https://www.google.dz/books/edition/Economic_Policy_Mechanics/vVNJEQAAQBAJ?hl=fr&gbpv=1&dq=amilia+scott+Strong+economic+growth+can+help+reduce+the+debt-to-GDP+ratio&pg=PT25&printsec=frontcover

[2] Garrick Hileman: **The Seven Mechanisms for Achieving Sovereign Debt Sustainability**, Working Papers No. 162/12 , Department of Economic, London School of Economics, Houghton Street, London, united kingdom, March 2012, p:7.

تقليل تعرض وضعية المالية العامة للتغيرات في معنويات السوق. بالإضافة إلى ذلك، فإن التحسن في الإستدامة المالية، الذي يشير إليه إدخار المدخرات من العائدات، يمكن أن يساهم في تعزيز ثقة السوق ويؤدي إلى تخفيضات في سعر الفائدة على الدين العام. إن اختيار ما إذا كان تخفيض إجمالي المديونية أو بناء الأصول المالية، وكيفية التأثير عليه، هي قضايا إدارة الديون التي تتطلب النظر بشكل مناسب في العائدات النسبية، تكوين العملة لتدفقات الميزانية والأصول والإلتزامات: وتفضيل السيولة. وقد ربطت بعض البلدان، بما في ذلك بوليفيا واستونيا والمجر، بشكل صريح عائدات الخصخصة بتكاليف التحول المرتبطة بإصلاح معاشات التقاعد. في الواقع، هذا يعترف بديون التقاعد الضمنية للحكومة وبثبتها من خلال الأصول التي تحتفظ بها الدولة. وإذا ما كانت الحكومة تبذل أيضا جهودا للحفاظ على الإستدامة المالية أو تحسينها، فإن الاعتراف بديون معاشات التقاعد يمكن أن يضفي المصداقية ويساعد في حشد الدعم السياسي للخصخصة. [1]

المطلب الثاني: ماهية أزمة الديون السيادية

نحاول من خلال التعرف على ماهية أزمة الديون السيادية من خلال تقديم تعريف لها وأسبابها.

الفرع الأول: تعريف أزمة الديون السيادية

تعرف أزمة الديون السيادية بأنها فشل الحكومة في القيام بخدمة ديونها المقومة بالعملات الأجنبية لعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الإلتزامات المستحقة عليها بموجب الدين السيادي، وتجدر الإشارة إلى أن معظم حكومات العالم تحرص على ألا تفشل في سداد إلتزاماتها نحو ديونها السيادية، وذلك حرصا منها على الحفاظ على تصنيفها الائتماني في سوق الإقتراض من التدهور، وذلك أن توقف الحكومة عن السداد أو نشوء إشارات تشير إلى ذلك يؤدي إلى فقدان المستثمرين في الأسواق الدولية الثقة في الحكومة هذه الدولة وتجنبهم الإشتراك في أي مناقصات لشراء سنداتها في المستقبل، ويمتد الذعر المالي أيضا إلى باقي المستثمرين الأجانب في هذه الدولة والذي لا يحملون هذه السندات.[2]

الفرع الثاني: أسباب أزمة الديون السيادية

تنقسم أسباب أزمة الديون السيادية إلى أسباب داخلية وخارجية.

---

[1] Jeffery M.Davis and others: **Use of Privatization Proceeds**, publication, 20/6/2000. https://www.elibraryimf.org/dispay/book89781557758880/ch03.xml?tabs=fulltext

[2] فلاق علي وآخرون، **انعكاسات أزمة الديون السيادية في اليونان على الاقتصاد الجزائري للفترة 2009-2015**، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر 3، المجلد: 5، العدد: 2، 2016، ص:402.

أولا: الأسباب الداخلية لأزمة الديون السيادية

تتمثل في الأسباب التالية:

1. العجز في ميزان المدفوعات (Deficit in the balance of payments)

من العوامل الداخلية التي أدت إلى تفاقم أزمة الديون الخارجية هو العجز المستمر في ميزان مدفوعات الدول المدينة، وأن عجز ميزان المدفوعات يعبر عن الخلل الهيكلي الكامن في الإقتصاد النامي الذي يعتمد على تصدير خامات واستيراد آلات وسلع نهائية ووسيطة لازمة للإنتاج، وفي القرن الماضي واجهت البلدان النامية ضرورات تحديث الهياكل الأساسية لخدمة المشروعات الخاصة والعامة الجديدة مع قلة الموارد التقليدية لتمويل الإنفاق العام مع تزايد عجز ميزان المدفوعات نتيجة ضعف التصدير وتصاعد الإستيراد، لهذا فقد فضلت أغلب هذه الدول الإسراع بالتنمية عن طريق التمويل الخارجي ومن ثم لجأت إلى القروض الخارجية، ولم تظهر في البداية خطورة المدفوعات الخارجية واضحة نتيجة ارتفاع مستوى السيولة الدولية، وفي الواقع فإن هذا الإرتفاع لم يكن علامة صحة للإقتصاد الدولي وإنما نتيجة الانكماش الذي أخذ ينتابه كل بضع سنوات والفوضى النقدية الدولية بعد انهيار نظام بريتون وودز وهكذا حدثت زيادة سريعة في معدلات نمو المديونية الخارجية.[1]

2. العجز المستمر في الموازنة العامة (Deficit of Public Government Budget)

وهو من أحد العوامل الرئيسية الداخلية التي تؤدي إلى تعاظم أزمة الديون الخارجية. ويعرف العجز في الميزانية العانة بأنه الفرق السالب بين الإيرادات العامة والنفقات العامة، ويعود هذا العجز إلى النفقات الحكومية الضخمة والمتزايدة من جهة وإلى عجز الإيرادات المحلية وانخفاض المساعدات الخارجية من جهة أخرى. مما يؤدي إلى عجز مستمر في الميزانية العامة للدول المدينة. وتلجأ بعض الدول المدينة إلى سياسة التمويل بالعجز مما يؤدي إلى تزايد توسع الدين العام الداخلي، وبلعب الجهاز المصرفي في هذه الدول دورا رئيسيا في هذا التمويل المحلي، مما يؤدي إلى زيادة السيولة المحلية، ومن ثم ارتفاع في الأسعار. وتعتمد هذه الدول على الإقتراض المحلي والذي يعني التوسع في حجم الإئتمان المصرفي الممنوح (سياسة نقدية توسعية) في تغطية جزء من النفقات العامة، وهذا في النهاية سيؤدي

[1] عبير محمد جاسم، سارة عبد الرضا سلمان، **أسباب المديونية الخارجية وآثارها في دول عربية مختارة (الجزائر والأردن حالة دراسية) خلال المدة 2013-2014**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، بغداد، العراق، العدد:59، 2019، ص:149.

إلى زيادة العجز فيغطى عن طريق الديون الخارجية ما يؤدي إلى تزايد نسبة الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي، وإلى تزايد أعباء خدمة الديون وتبعية هذه الدول إقتصاديا إلى دول الخارج.[1]

3. سوء الإدارة الاقتصادية: (Mismanagement of the Economy)

أحد الأسباب الرئيسية لأزمة الديون الخارجية هو سوء الإدارة الإقتصادية. ويحدث هذا عندما لا تكون السياسات الإقتصادية لبلد ما مدروسة جيدا، ولا تتماشى مع احتياجات البلد. ويمكن أن يتخذ سوء الإدارة الإقتصادية أشكالا عديدة، مثل الاقتراض المفرط، وارتفاع معدلات التضخم، وأسعار الصرف المبالغ في تقدير قيمتها. يمكن أن تؤدي هذه العوامل إلى وضع يكون فيه البلد غير قادر على خدمة إلتزامات ديونه الخارجية. على سبيل المثال، في الثمانينيات، شهدت العديد من دول أمريكا اللاتينية أزمة ديون بسبب سوء الإدارة الإقتصادية. وقد اقترضت هذه البلدان بكثافة لتمويل تنميتها الإقتصادية، ولكن مستويات ديونها أصبحت غير مستدامة عندما ارتفعت أسعار الفائدة بشكل حاد في أوائل الثمانينيات.[2]

4. ضعف معدلات الإدخار (Low Levels of Saving)

وذلك يعود إلى تدني مستويات الدخول لدى الأغلبية في المجتمع وإتباع القلة الثرية لأنماط استهلاك تفاخرية مما يتسبب في هدر كبير في موجودات الدولة من العملات الأجنبية. وكما هو معروف بأن الادخار هو عصب الإستثمار وأن الإستثمار يدر العائد الذي من خلاله يتم تسديد الديون الخارجية للدولة فبضعف معدلات الإدخار في المجتمع يتراجع الإستثمار مما يؤدي إلى عجز الدولة عن خدمة ديونها.[3]

5. فشل أنماط التنمية المتبعة في تحقيق أهدافها:

(Failure of the Developmental Patterns Followed in Achieving its Goals)

وذلك يعود لفشل الإدارة الحكومية في بناء شركات صناعية ناجحة تخترق أسواق التصدير وتحل محل جزء كبير من الإستيراد وتنجح في توليد الفوائض اللازمة لخدمة وتسديد الدين العام الخارجي، فقد حققت الإدارة الحكومية

---

[1] علي عبد الفتاح أبو شرار، **الاقتصاد الدولي (نظريات وسياسات)**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص، 225.

[2] https://fastercapital.com/arabpreneur/أسباب-أزمة-الديون-الخارجية#أزمة-الديون-كشف-أسباب-وعواقب-أزمة-الديون-الخارجية.html consulté le :24/05/2024 a (11 :00).

[3] علاء محمد سليم عبد الجواد، **أزمة الديون السيادية العالمية" تقدير اقتصادي إسلامي"**، أطروحة دكتوراة في تخصص فلسفة الإقتصاد والمصارف، جامعة اليرموك، الأردن، 2013، ص:34.

خسائر متنامية أرهقت موازنات تلك الدول وبنوكها المتخصصة، مما يؤدي في النتيجة إلى زيادة مديونيتها الخارجية وعجز عن خدمة هذه الديون.[1]

6. هروب رؤوس الأموال (Capital Flights)

إن ظاهرة الإقتراض التي حصلت خلال العقود الأخيرة رافقتها ظاهرة معاكسة لها تماما، إذ أن الإقتراض يعبر على نقص العملات الصعبة، وحاجة البلد لها، فإن تهريب الأموال إلى الخارج يعد أمرا ضارا بالإقتصاد الوطني ومن المؤكد أن الإستفادة من رأس المال الوطني في داخل البلد وتوجيهه نحو المجالات التي تعود بالفائدة على الإقتصاد الوطني أفضل من الإستعانة برأس المال الأجنبي الذي ترافقه سلبيات كثيرة أبرزها تكاليف خدمة الدين العالية. وعلى العموم نجد أن عملية تهريب رؤوس الأموال إلى الخارج تزداد حيثما اشتدت الظواهر الآتية:

1-وجود معدلات عالية للتضخم.

2-تسعير العملة الوطنية بأعلى من سعرها الحقيقي.

3-وجود عجز مالي كبير لدى الدولة.

إن مسالة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج تؤثر على بقية الموارد المحلية باعتبار أن الإدخار المحلي هو الوسيلة الرئيسية لتمويل التنمية، كذلك لها تأثير انكماشي على حجم المدخرات المحلية المتاحة للإستثمار، ولهذا أصبحت المدفوعات الخارجية أكبر من التمويل الخارجي وانعكس بشكل واضح على التنمية. وقد وصلت الأموال المهربة للخارج من إجمالي الدين الخارجي لبعض الدول نسبا ضخمة حيث بلغت (42%) من ديون المكسيك و (65%) من ديون الأرجنتين و (90%) من ديون فنزويلا. لقد أحدثت ظاهرة رؤوس الأموال إلى الخارج جملة من الآثار والنتائج تنعكس سلبا ويشكل خطير على مصالح الدول النامية ليس الإقتصادية فحسب بل السياسية والإجتماعية.[2]

ثانيا: الأسباب الخارجية لأزمة الديون السيادية

تتمثل الأسباب الخارجية لأزمة الديون السيادية فيمايلي:[3]

---

[1] علاء محمد سليم عبد الجواد، نفس المرجع، ص:34.

[2] طلال محمد بطاينة، **المديونية الخارجية وأثرها على اقتصاديات الدول النامية**، مجلة العلوم الإجتماعية والإنسانية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، المجلد:05، العدد:11، ديسمبر 2004، ص، ص:109،110.

[3] علاء محمد سليم عبد الجواد، مرجع سابق، ص-ص:35-37.

1. الكساد وتدهور شروط التبادل التجاري: Stagnation and termes of Trade

ويعرف الكساد أو الركود بأنه حالة إقتصادية ينخفض فيها النشاط التجاري فترة طويلة من الزمن، وتهبط الأسعار، وتقل القدرة الشرائية إلى حد كبير، وترتفع البطالة. ومن المعروف أن تبني الدول الصناعية للسياسات الإنكماشية يؤدي إلى انخفاض طلبها على صادرات الدول النامية مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، وبسبب ارتفاع أسعار السلع المستوردة بشكل مستمر وخاصة السلع الإستهلاكية، فإن زيادة المديونية جاء نتيجة لزيادة العجز المتحقق في الحساب الجاري لموازين مدفوعات الدول النامية بسبب تردي شروط التبادل التجاري بينها وبين الدول الصناعية الرئيسية بسبب انخفاض أسعار وحجم الصادرات، وارتفاع أسعار المستوردات، وهذا يدفع الدول المتضررة إلى الإقتراض المحلي والخارجي، إلا أنها مضطرة إلى الإقتراض الخارجي لتمويل العجز في الميزانية العامة وميزان المدفوعات مما يؤدي إلى ظهور أزمة ديون سيادية بسبب تزايد حجم الديون وأعباء خدماتها.

2. سياسات الإقراض الدولية: International Lending Policies

تلعب أسعار الفائدة دورا هاما في تفاقم أزمة المديونية، خاصة إذا كانت الديون طويلة الأجل تشكل جزءا كبيرا في هيكل المديونية الخارجية، لأنه في غالب الأحيان تفرض شروط قاهرة على الديون طويلة الأجل. فالارتفاع في أسعار الفائدة في الأسواق العالمية يؤدي إلى زيادة خدمة الدين العام، حيث تؤدي هذه الزيادة إلى وصول معدلات خدمة الدين العام إلى نسب أعلى من أصل الدين العام.[1]

3. التصنيف الائتماني لديون الدولة:(Rating Credit of state)

إن عمليات تصنيف الديون السيادية للدول قد يلعب دورا أساسيا في تأجيج أزمة الديون السيادية للدول؛ وذلك لما لهذا التصنيف السلبي لديون هذه الدول من أثر في التراجع الإقتصادي لهذه الدول بسبب تراجع الثقة في الوضع الإقتصادي من قبل المستثمرين الأجانب، وهذا ينعكس سلبا على الإقتصاد المالي فتشهد هذه الدول التي تم خفض تصنيف ديونها من قبل شركات التصنيف الدولية تراجعا حادا في السوق المالية مما يؤدي إلى خسائر ضخمة في أسواقها المالية مما يستدعي خطط إنقاذ من قبل الحكومات عن طريق الإقتراض الدولي، وبسبب تراجع التصنيف الإئتماني لديونها فإن أعباء خدمة هذه الديون سوف تكون مرتفعة جدا بسبب ارتفاع مخاطرها، وهذا ما يدخل الدول في دوامة تقودها إلى أزمة ديون سيادية خانقة. ومن الملاحظ أن الحكومات تحرص على عدم الفشل

[1] عيساني العارم وآخرون، **اختبار استدامة الدين العام في الجزائر على المدى الطويل–دراسة قياسية**، المجلة الجزائرية للاقتصاد والتسيير، جامعة محمد بن أحمد، وهران، المجلد:14، العدد:2، ديسمبر 2020، ص، 599.

في سداد التزاماتها وخاصة ديونها السيادية. وذلك للحفاظ على تصنيفها الإئتماني في سوق الإقتراض، حيث إن التوقف عن السداد أو وجود مؤشرات تشير إلى هذا يؤدي إلى ضعف ثقة المستثمرين في حكومة هذه الدولة، مما يؤدي إلى عدم الإتجاه نحو شراء سندات هذه الدولة في المستقبل. وهذا لا يقتصر على ردة فعل المستثمرين الذي يملكون سندات هذه الدولة بل يمتد إلى باقي المستثمرين الأجانب في هذه الدولة. ويؤخذ أيضا على وكالات التنقيط أنها تضخم تنقيطها لبعض الدول مثل الولايات المتحدة التي تحظى بتنقيط جيد رغم حجم ديونها. وبهذا يتبين عدم مصداقية وكالات التصنيف في عملية التنقيط حيث أنها تخضع إلى هيمنة الجهات الدولية الداعمة لها وتخدم أغراض سياسية للدول العظمى.

4. تزايد المديونية مقابل الناتج المحلي الإجمالي: (Increasing Ratio of Debt to GDP)

من أسباب ومؤشرات ظهور أزمة الديون السيادية تزايد معدل المديونية الخارجية بالمقارنة بالناتج المحلي الإجمالي، حيث يعد هذا المؤشر من مؤشرات الخطر التي تنبئ بحدوث أزمة ديون سيادية، ويعزى تزايد المديونية مقابل الناتج المحلي الإجمالي إلى زيادة معدلات الإقتراض من أجل زيادة الإستهلاك وكذلك لإتمام عمليات إنقاذ للمؤسسات المالية في حالات حدوث أزمات مالية وذلك للحفاظ على الإقتصاد من الإنهيار، ومع عدم وجود خطط واضحة وواقعية للوفاء بهذه القروض وأعباء خدمتها تعجز هذه الدول عن الوفاء بهذه الإلتزامات مما يؤدي إلى أزمة ديون سيادية.

المبحث الثاني: أزمة الديون السيادية اليونانية

ظهرت أزمة الديون السيادية اليونانية أواخر سنة 2009 عندما أعلنت اليونان عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها وتسديد القروض، خلفت هذه الأزمة آثارا سلبية على المستوى الداخلي والخارجي. تم بذل جهود لحل هذه الأزمة تمثلت على المستوى المحلي في اتخاذ تدابير تقشفية من جانب الحكومة اليونانية، وعلى المستوى الخارجي فكانت على شكل مساعدات وبرامج مقدمة من طرف صندوق النقد الدولي والإتحاد الأوروبي.

المطلب الأول: ماهية أزمة الديون السيادية اليونانية

نتعرف من خلال هذا المطلب على ماهية أزمة الدين السيادي اليوناني.

الفرع الأول: معلومات عن اليونان

العاصمة: أثينا

المساحة:131957 كيلومتر مربع.

الحدود: حدود مع ألبانيا تقدر بـ 282 كيلومتر، ومع بلغاريا تقدر بـ 494 كيلو متر، وتركيا بـ 206 كيلومتر، الجمهورية اليوغسلافية السابقة لمقدونيا بـ 246 كيلومتر، ولها ساحل يبلغ طوله 13676 كيلومتر.

النظام السياسي: جمهوري

تاريخ الإنضمام إلى الاتحاد الأوروبي:1981.

اللغة الرسمية: اليونانية.

العملة: اليورو (EUR) وكانت سابقا الدراخما (GRD).

العيد الوطني: يوم الإستقلال هو 5 مارس 1821، ويمثل تاريخ الإستقلال عن الدولة العثمانية.

عدد السكان:10,5 مليون نسمة.

الأعراق: يوناني 98 %، آخر 2 %.

الدين: الأرثذوكسي اليوناني 98 %، الإسلام 1,3 %، آخر 0,7 %.[1]

[1] www.eu-arabic.org/greece.html (consulté le: 09/03/2018) a (14:07)

الفرع الثاني: ماهية أزمة اليونان

بدأت أزمة اليونان تظهر على الواقع بعد فوز حزب "الحركة الإشتراكية الهلينية" (الباسوك) خلال انتخابات أكتوبر 2009، وأعلن وزير المالية اليوناني عن مراجعة الموازنة وقد كان متوقعا في بداية العام أن يصل العجز إلى 3.7% بينما كان الواقع أنه وصل الرقم إلى 12.5% من الناتج المحلي الإجمالي، وقد تمت مراجعة هذه الأرقام عدة مرات حتى سجل عجز الموازنة رقما قياسيا وصل إلى 15.5% في 2009 ومن هنا كانت بداية أزمة الديون السيادية في اليونان.[1]

الفرع الثالث: المؤشرات الإقتصادية اليونانية قبل الأزمة

تتمثل أهم هذه المؤشرات الإقتصادية فيمايلي:

أولا: الدين الحكومي:

بلغت نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي في اليونان 21,4 % عام 1980 ، وهي أقل نسبة من جميع الدول الأوروبية الأخرى باستثناء إسبانيا. إرتفع الدين بشكل حاد خلال ثمانينيات القرن العشرين، وبحلول عام 1993 وصل إلى 94,4% من الناتج المحلي الإجمالي، وهو مستوى أعلى من جميع الدول الأخرى الأوروبية بإستثناء إيطاليا.ساهم مزيج من التضييق المالي لتلبية معايير الإنضمام إلى المنطقة الاقتصادية الأوروبية، وانخفاض أسعار الفائدة بشكل حاد تحسبا لهذا الإنضمام في إستقرار نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، بل خفضها بشكل طفيف إلى 88,5% في عام 1999. أصبح الإنضباط المالي أقل صرامة بعد الإنضمام إلى المنطقة الإقتصادية الأوروبية، وخاصة بعد عام 2007.ونتيجة لذلك، ارتفعت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 103.1% في عام2007 و 126,8% في عام 2009، على الرغم من النمو السريع في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2001–2008.[2]

والجدول رقم (1) يوضح نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي في اليونان من سنة 1999 إلى سنة 2009

[1] طيبي مريم، **واقع ومستقبل التجارة الخارجية للإتحاد الأوروبي في ظل الأزمات المالية"2002-2012"**، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، 2017، ص:265.

[2] Pierre-Olivier Gourinchas et al , **The Analytics Of The Greek Crisis**, NBER Working Papers No. 22370, Department of Economic , National Bureau Of Economic Research, Massachusetts, USA, June 2016, p:9.

الجدول رقم (1): نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) في اليونان من سنة 1999 إلى سنة 2009

السنة	نسبة الدين الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)
1999	98,91
2000	104,93
2001	107.08
2002	104,86
2003	101,46
2004	102,87
2005	107,39
2006	103,57
2007	103,1
2008	109,42
2009	126,74

Source https://www.imf.org/external/datamapper/DEBT1@DEBT/GRC-?zoom=GRC&highlight=GRC (consulté le: 07/02/2026) a (09:19)

ثانيا: النمو الداخلي الخام

كان الإقتصاد اليوناني أحد أسرع الإقتصاديات نمو في دول الإتحاد الأوروبي الـ 15من عام 1997 إلى عام 2007، حيث شهد معدل نمو سنوي في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي 3.92 بالمائة. كانت هذه الفترة هي الأطول في استمرار النمو الإقتصادي منذ الخمسينيات والستينيات. بلغ نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ذروته البالغة 5.9 بالمائة في عام 2004 و2.3 بالمائة في عام 2005. علاوة على ذلك، كان معدل نمو الإقتصاد اليوناني

في كل عام أعلى من المعدل المقابل في دول الإتحاد الأوروبي الـ 15، حيث تراوح الفرق بين 0.4 بالمائة (1999) و 4.8 بالمائة (2003).[1]

وفقا للتقارير السنوية المختلفة لبنك اليونان، كانت معدلات النمو المرتفعة للناتج المحلي الإجمالي بين عامي 1996 و2007 مدفوعة بشكل أساسي بزيادة الطلب المحلي والطاقة الإنتاجية. على وجه الخصوص، أدى تحرير النظام المالي في التسعينيات ودخول اليونان إلى منطقة اليورو إلى انخفاض تكاليف الإقتراض، وتوسع ائتماني مرتفع، وفي نهاية المطاف، ارتفاع في الاستهلاك، وفي كل من الإستثمار الخاص والعام. تحسين ثقة الأعمال في أفاق الإقتصاد، وزيادة الإنتاج الصناعي، والنمو في قطاع البناء، والتوسع في قطاع الخدمات، وتغيير مثير للإعجاب في ناتج التصنيع واستخدام الموارد من الصناديق الهيكلية الأولى إلى الثانية. لعبت دورا مهما في تغيير النشاط الإقتصادي خلال هذه الفترة. علاوة على ذلك، تجدر الإشارة إلى أنه خلال الفترة الفرعية الثانية، 2001-2007، ارتفع معدل النمو الاقتصاد اليوناني بمعدل أعلى، بسبب الاستثمارات المرتبطة بالتحضير للألعاب الأولمبية لعام 2004، فضلا عن البنية التحتية العامة الأخرى. المشاريع الممولة جزئيا من تدفقات رأس المال من الإتحاد الأوروبي في إطار دعم المجتمع الثالث. أخيرا، يسلط التقرير السنوي لبنك اليونان لعام 2006 الضوء أيضا على زيادة الصادرات اليونانية إلى الأسواق الجديدة في جنوب شرق أوروبا.

في عام 2008، انخفض نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إلى 1 بالمائة (اليورو 15 :0.2 %)، من 4.3% في عام 2007 (الاتحاد الأوروبي 15: 2.9 %). كما ورد في التقرير السنوي لبنك اليونان لعام 2008، خلال هذه السنة تبين أن التغير في الطلب المحلي كان سلبيا، وكان الإرتفاع في الناتج المحلي الإجمالي مدفوعا في الغالب بتحسن تراكم المخزون. في عام 2009، على الرغم من كونها في وضع سنوي أفضل من دول الاتحاد الأوروبي الخمس عشرة (التغير الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي: 4.4%)، سجلت اليونان تغيرا سنويا سلبيا في الناتج المحلي الإجمالي (2-) % بالقيمة الحقيقة للمرة الأولى منذ دخولها في منطقة اليورو. تبين أن الأمور أصبحت أسوا في اليونان في عام 2010، حيث انخفض نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 4.5 % (اليورو 15 :1.8 بالمائة). ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى السياسة المالية شديدة التقييد، والتي كان لها آثار سلبية على الطلب المحلي. وتوقعت تنبؤات منظمات دولية مختلفة أن نمو الناتج المحلي الحقيقي سينخفض بنحو 3.5 % في عام 2011، قبل أن يعود إلى معدلات النمو الإيجابية في عام 2012.[1]

[1] Fotios Pasiouras, **Greek Banking :From the Pre-Euro Reforms to the Financial Crisis and beyond**, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, Basingstoke, England, 2012, p:15.

ثالثا: البطالة

في الفترة 2001 إلى 2009 بقي معدل البطالة منخفضا، كما أنه يظهر اتجاها نحو الإنخفاض. ففي بداية هذه الفترة (عام 2001) بلغ معدل البطالة 10.8%، بينما بلغ في عامي 2008 و2009 نحو 7.8 % و 9.6% على التوالي.[2]

والجدول رقم (2) يوضح معدلات البطالة في اليونان من سنة 1999 إلى سنة 2009

الجدول رقم (2): معدلات البطالة في اليونان من سنة 1999 إلى سنة 2009

السنة	معدل البطالة (%)
1999	12.4
2000	11.6
2001	11
2002	10.6
2003	10
2004	10.8
2005	10.2
2006	9.2
2007	8.6
2008	8
2009	9.8

Source :sdw.ecb.europa/quickview.do?SERIES_KEY=139.AME.A.ME.A.GRC.1.0.0.0.ZUTN&PeriodSortOrder=ASC (consulté le: 23/10/2022) a (13:26)

[1]Fotios Pasiouras, Ibid, pp p :15-16-17.
[2]Pantelis Skalias et al, **Business development and economic Governance in southern europe**, 13th international conference on the economies of the balkan and eastern european countries (EBBEC), Pafos, Cyprus, 2021, P :9

رابعا: الميزان التجاري

سجل الميزان التجاري اليوناني عجزا مستمرا في الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية سنة 2009، وأسوأ قيمة سجلت سنة 2008 بقيمة (44.87) بليون دولار.

والجدول رقم (3) يوضح الميزان التجاري في اليونان من سنة 2000 إلى غاية سنة 2009

الجدول رقم (3) : الميزان التجاري في اليونان من سنة 2000 إلى سنة 2009:

السنة	الميزان التجاري (بليون دولار)
2000	-14.32
2001	-14.40
2002	-15.65
2003	-22.46
2004	-20.44
2005	-20.52
2006	-28.73
2007	-39.81
2008	-44.87
2009	-23.40

Source: https://www.macrotrends.net/countries/GRC/greece/trade-balance-deficit (consulté le:26/10/2022) a (22:18)

خامسا: التضخم

ظل التضخم منخفض في اليونان من سنة 2000 إلى سنة 2009، وسجل أعلى معدل سنة 2008 حيث بلغ 4.1528 % ، وسجل أقل معدل تضخم سنة 2009 حيث بلغ 1.21%.

والجدول رقم (4) يوضح معدلات التضخم في اليونان من سنة 2000 إلى غاية سنة 2009.

الجدول رقم (4) : معدلات التضخم في اليونان من سنة 2000 إلى غاية سنة 2009:

السنة	معدل التضخم (%)
2000	3,1512
2001	3,374
2002	3.6294
2003	3.5307
2004	2.8988
2005	3.5451
2006	3.1959
2007	2.895
2008	4.1528
2009	1.2101

Source: https://www.macrotrends.net/global- metrics/countries/grc/greece/ inflation-rate-cpi (consulté le:04/10/2024 a 14 :00)

سادسا: العجز الحكومي

سجل عجز حكومي سالب طيلة الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2009، وأكبر عجز حكومي كان سنة 2009 بقيمة (13.6 -) كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. والجدول رقم (5) يوضح معدلات العجز الحكومي في اليونان من سنة 2001 إلى غاية سنة 2009.

الجدول رقم (5): العجز الحكومي في اليونان من سنة 2001 إلى غاية سنة 2009:

السنة	العجز الحكومي (بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي)
2001	-4.5
2002	-4.8
2003	-5.6
2004	-7.5-
2005	-5.2
2006	-3.6
2007	-5.1
2008	-7.7
2009	-13.6

Source: Suhail Abboushi, Analysis and Outlook of the Greek Financial Crisis, Journal of Global Business Management, volume: 7(1), issue: 1, 2011.

سابعا: مؤشر تنافسية الاقتصاد اليوناني

انخفضت التنافسية سنة 2000 حيث أصبحت 82.83 ثم انخفضت مرة أخرى سنة 2001 لتصبح 81.83، بعد أن كانت 87.68 سنة 1999.

ارتفعت التنافسية سنوات 2002، 2003، 2004، ثم انخفضت سنتي 2005 و2006، ثم ارتفعت سنة 2007 لتنخفض سنة 2008 ثم ارتفعت سنة 2009.

والجدول رقم (6) يوضح تنافسية الإقتصاد اليوناني من سنة 2000 إلى غاية سنة 2009.

الجدول رقم (6) : تنافسية الإقتصاد اليوناني من سنة 1999 إلى غاية سنة 2009:

السنة	تنافسية الاقتصاد اليوناني (مقاس بمعدل سعر الصرف الحقيقي القائم على تكلفة وحدة العمل)
1999	87.68
2000	82.83
2001	81.84
2002	98.96
2003	100.08
2004	100.81
2005	96.54
2006	99.52
2007	101.93
2008	100.15
2009	100.72

Source : https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545850
(consulté le :28/10/2022) a (16 :07).

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية اليونانية

تنقسم أسباب أزمة الديون السيادية اليونانية إلى أسباب داخلية وخارجية والتي تتمثل فيما يلي:

أولا: الأسباب الداخلية لأزمة اليونان

تتمثل الأسباب الداخلية للأزمة المالية اليونانية فيما يلي:

1-عدم توازن القطاعات الإقتصادية:

فالقطاع الخدماتي يشكل وحده 75,5% من حجم الناتج المحلي الإجمالي، (أي أكثر من ثلاثة أرباع)، ويستوعب

أكثر من 68% من قوة العمل (أي أكثر من الثلثين) مقارنة بالقطاعين الصناعي والزراعي، وهذا معناه أن قطاع الخدمات أكثر حجما واتساعا من قطاع الإنتاج الصناعي.[1]

2-الإفراط في الإنفاق الحكومي والإيرادات الحكومية الضعيفة:

وفقا لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OECD)كان الإنفاق العام في اليونان في الفترة بين 2001-2009 من أعلى نسب الإنفاق الحكومي في دول المنطقة، حيث بلغ الإنفاق الحكومي في عام 2004 أعلى من أي عضو في المنظمة، حيث شكلت النفقات الحكومية العامة في عام 2004 ما نسبته 45,5% من الناتج المحلي الإجمالي، لترتفع إلى 53,8% من الناتج في عام 2009، وشكلت الأجور ما نسبته 27,5% من تلك النفقات، في حين شكلت برامج الرعاية الاجتماعية ما يعادل 43,3% أي ما يعادل 70% من النفقات الأولية.[2]

3-ارتفاع القدرة الاستثمارية للجمهور العام:

فإن النمو الإقتصادي الإستثنائي كان له إتجاه سلبي في عام 2009. وفي عام 2009 إرتفع العجز في الميزانية إلى ما يزيد عن 13% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي. خلال الفترة من 2001 إلى 2007، كان الفترة المناسبة لليونان أين كان معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي 4.3% مقارنة بالمعايير التي وضعتها منطقة اليورو التي تنص بتحقيق معدل نمو قدره 3%، وكان السبب الرئيسي لهذا النمو هو أن تقديم الإئتمان كان أسهل للجمهور العام الذي بدوره يؤدي إلى كثرة الإستثمارات الخاصة والنمو الاقتصادي الكبير.[3]

4-نظام التقاعد:

في البلدان الأوروبية كان متوسط سن التقاعد 65 عاما. بينما في اليونان كان 58 عاما. ومن ثم، فإن الإدارة العامة غير المنظمة، والإسراف في المعاشات التقاعدية، ونظام الرعاية الصحية الباهظ التكلفة، وفرت أساسا لهذه الأزمة. إن ميل الحكومة اليونانية نحو هذه النفقات غير المنتجة كان ثابتا. وبالتالي ارتفعت نفقات الحكومة في عام 2009 لتصل إلى 50% من الناتج المحلي الإجمالي. وخلال السنوات الستة السابقة نما الإنفاق الحكومي بمقدار 87%، بينما ارتفعت الإيرادات بنسبة 31% فقط. وبلغ مستوى العجز في الميزانية نقطة مثيرة للإزعاج.

---

[1] بو الكور نور الدين، **أزمة الدين السيادي اليوناني: الأسباب، التداعيات والحلول**، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 15، العدد:2، 2013، ص:111.

[2] هيثم يوسف عويضة، مرجع سابق، ص:332.

[3] Muhammad Akram et al, **Contagion Effects of Greece crisis on euro-zone states**, international journal of business and social science, Brooklyn, United states of America, vol:2, N:12, july 2011.
vol:2, N:12, july 2011, p :123.

5-التنظيم الهيكلي والقدرة التنافسية الدولية:

الصناعات اليونانية لا تفي بالمعايير الدولية وأيضا ليست تنافسية. فالحكومة تواجه منافسة دولية. والعوامل الرئيسية لهذا الإنخفاض هي ارتفاع تكلفة الإنتاج وانخفاض العائد على الإنتاج. وعندما أصبحت عملة اليونان اليورو، هناك زيادة سنوية في أجور العمالة إلى النسبة 5% على أساس سنوي. وقد اتخذت الحكومة الإجراءات التصحيحية من أجل تعزيز الصناعات. وقال بعض الاقتصاديين أن اليورو كعملة وطنية هو السبب الرئيسي لتراكم الديون في اليونان. مع الإشارة إلى كون اليورو يعتبر عملة مستقرة بتواجد إثنين من الأوزان الإقتصادية الثقيلة والتي تتمثل في فرنسا وألمانيا، اللذان لديهما نفس العملة الوطنية.[1]

ثانيا: الأسباب الخارجية للأزمة المالية اليونانية

تتمثل الأسباب الخارجية للأزمة المالية اليونانية فيما يلي:

1-العضوية في منطقة اليورو:

تجدر الإشارة إلى أن معظم دول منطقة اليورو قد تجاوزت معايير إتفاقية ماستريخت للعملة الأوروبية الموحدة، وكان من بين هذه الدول بعض الإقتصاديات الكبيرة مثل ألمانيا وإيطاليا وفرنسا، لكن نسبة تجاوز هذه الدول لمعايير إتفاقية ماستريخت كانت ضمن الحدود المقبولة. لكن الأمر في اليونان وصل إلى حافة الإنهيار في ظل عدم الإلتزام بقواعد الميثاق الأوروبي للإستقرار والنمو ضمن إتفاقية ماستريخت لمعايير الوحدة الأوروبية، وهذه القواعد اشترطت ألا يتجاوز عجز موازنات دول منطقة اليورو معدل 3% (كحد أقصى)، واشترطت ألا يتجاوز سقف حجم الدين نسبة 60% من الناتج المحلي الإجمالي.[2]

2-الأزمة المالية العالمية عام 2008:

تأثرت اليونان بالأزمة المالية العالمية، ودخلت في ركود إقتصادي بسبب ضعف الدخل من السياحة والنقل البحري، وضعف التنافسية، مما أدى إلى زيادة نسبة البطالة لتصبح 9% في عام 2009، وبلغت نسبة العجز في ميزان المدفوعات إلى مجمل الناتج المحلي 13.6% في عام 2009، كما بلغت نسبة الدين العام إلى مجمل الناتج المحلي 115%.[3]

[1]Muhammad Akram et al, Op-Cit, p:124.

[2] يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والإقتصادية-بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، مرجع سابق، ص:397.

[3] بو الكور نور الدين، مرجع سابق، 2013، ص:113.

والجدول التالي يبين المؤشرات المنتقاة للاقتصاد اليوناني من سنة 2007 إلى سنة 2009.

جدول رقم (7): مؤشرات الاقتصاد الكلي للاقتصاد اليوناني من سنة 2007 إلى سنة 2009. (كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي).

البيان	2007	2008	2009
النمو الإقتصادي (% سنوي)	3	-0,2	-3,2
البطالة (%سنوي)	8,4	7,8	9,6
التضخم (%سنوي)	3	4,2	1,3
الإيرادات	40,8	40,7	38,2
النفقات	7,6	50,6	53,8
الصادرات	21,9	23,1	18,3
الواردات	33,1	34,7	-26,1
ميزان الحساب الجاري	-14,6	-14,9	-11,1
العجز في الموازنة	-6,7	-9,7	-15,6
الدين العام	-107	-113	-129,4
الناتج بالمليون دولار	209855	209527	202527

المصدر: هيثم يوسف عويضة، مرجع سابق، ص:351.

3-زيادة الوصول إلى رأس المال بأسعار فائدة متدنية:

تم اعتماد اليورو كعملة نقدية في عام 2001، ومع السياسة النقدية للإتحاد الأوروبي، والكتلة الإقتصادية الكبيرة في دولة منطقة اليورو كدول ألمانيا، وفرنسا، مما أدى إلى زيادة الثقة في البلدان الأعضاء بشكل متزايد، هذه الثقة والاستقرار إتاحة لليونان وللأعضاء الآخرين الإقتراض في أسعار فائدة متدينة (الأموال الرخيصة)، مما سهل تمويل الموازنة العامة للدولة من الدين، وسمح لليونان بتجميع مستويات دين مرتفعة.

المبحث الثالث: أثار أزمة الديون السيادية اليونانية وطرق حلها

نتناول في هذا المبحث الآثار التي خلفتها أزمة الديون السيادية اليونانية على المستوى المحلي والخارجي، ونتطرق إلى الحلول التي تم تطبيقها لمعالجة هذه الأزمة.

المطلب الأول: آثار أزمة الديون السيادية اليونانية

نستعرض في هذا المطلب الآثار التي خلفتها أزمة الديون السيادية اليونانية على المستوى المحلي وعلى دول منطقة اليورو.

الفرع الأول: آثار الأزمة على المستوى المحلي

يمكن تلخيص آثار الأزمة المالية اليونانية فيما يلي:

أولا: التصنيف الإئتماني

مؤسسات التصنيف الائتماني بدأت بتخفيض التصنيف الإئتماني للسندات اليونانية في أكتوبر2009، حيث قامت مؤسسة التصنيف الإئتماني موديز Moody's بتخفيض التصنيف الإئتماني للديون السيادية اليونانية، وفي ديسمبر من نفس العام قامت مؤسسة S&P بتخفيضها من درجة -A إلى +BBB، وقامت مؤسسة فيتش Fitch بتخفيض التصنيف الإئتماني للديون السيادية اليونانية من -A إلى +BBB، تلاها 6 تخفيضات حتى وصلت إلى CCC، مع العلم أن اليونان في آخر عشر سنوات تم تصنيفها تحت درجة**A**، وفي الفترة بين أكتوبر 2009 ويوليو 2010 خفضت وكالة ستاندر أند بورز S&P تصنيف اليونان 6 مرات من -A إلى CC. وتم تخفيض التصنيف الإئتماني لليونان 6 مرات، من قبل وكالة ستاندر أند بورز S&P للتصنيف الائتماني من A1 إلى Ca، تلتها مؤسسة فيتش Fitch، في 14 يناير 2011 خفضت تصنيفها إلى مستوى +BB غير مرغوب به، في يناير 2012 قامت مؤسسة S&P بتخفيض تصنيفها الائتماني إلى درجة أقل من CC مستوى غير مرغوب به، أي متخلف عن السداد.[1] وفي ديسمبر 2012 خفضت وكالة ستاندر أند بورز S&P تصنيف اليونان إلى درجة -B ونفس الدرجة في فيفري 2015 وجانفي2016 وفي جانفي 2018 نفس الوكالة صنفت اليونان إلى الدرجة +B.[2]

[1] هيثم يوسف عويضة، مرجع سابق، ص 353.

[2] Countryeconomy.com/ratings/greece

ثانيا: تباطؤ النمو الإقتصادي

تأثر الإقتصاد اليوناني بالأزمة حيث حدث تباطؤ في النمو الإقتصادي، حيث بلغت نسبة نمو الناتج المحلي السنوية(-4.3%) عام 2009، ووصل إلى -5.5% في عام 2010، ليصل إلى 9.1% في عام 2011، وإلى نسبة- (7.3%) في عام 2012. وسجل تحسنا في عام 2014 حيث بلغ نسبة 0.7% وانخفض مسجلا نسبة (-0.3 %) عام 2015، وتحسن سنة 2017 حيث سجلت نسبة 1.4%. وذلك وفق إحصائيات موقع (countryeconomy.com).

ثالثا: تقلبات الأسعار

ارتفع المستوى العام للأسعار (الرقم القياسي لأسعار المستهلكين) في اليونان 1.2% في عام 2009، ليصل إلى 4.7% في عام 2010، وإلى 3.3% في عام 2011، وإلى 1.5% في عام 2012، ووصل إلى (-0.9 %) في عام 2013. وفي 2015 سجل (-1.7 %) ثم (-0.8 %) عام 2016، وفي عام 2017 سجل الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (1.1%). (وفق إحصائيات موقع:-statistics.gr/en/statistics/ /publication)

رابعا: تراكم العجز والديون

تراجع العجز في الإقتصاد اليوناني من -15.6% في عام 2009، إلى 10.3% في عام 2010 وإلى 9.1% في عام 2011، وتوقعات أن يصل إلى 7.3% في عام 2012، وتوقعات 2013 بلغت -8.4%.[3]

خامسا: أثر الأزمة على المجتمع

1. البطالة:

كانت نسبة البطالة في العقد الماضي متقلبة بين 8 % و10 %، ووصلت إلى نسبة 7.7 % في عام 2008. بعد تدهور الوضع في عام 2008. زادت نسبة البطالة في البداية إلى 9.5 % عام 2009. بالإضافة إلى ذلك، فإن تدابير التقشف والتخفيضات التي حدثت في عام 2010 زادت إلى حد كبير البطالة حيث وصلت إلى 14.8 %، حيث كانت كارثية بالنسبة للعمال والشباب (يبلغ معدل بطالة الشباب 30% في عام 2010).[1]

[3] هيثم يوسف عويضة، مرجع سابق، ص:362.

[1]. Nikolas Kapitsinis, Theodore Metaxas, Economic crisis and the role of state policies in current globalized economy, The case of Greece, Munich Personal RePEc Archive, 2011, p:17.

وفي سنة 2012 سجلت نسبة 24.4 % وإرتفعت إلى 27.5 % سنة 2013 ثم إنخفضت سنة 2016 لتسجل نسبة 23.6% سنة 2017 سجلت نسبة البطالة 22.3% (وفق موقع : macrotrends.net)

والجدول التالي يبين القيم المسجلة للبطالة في اليونان والتغير (بالنسبة المئوية) من سنة 2006 إلى غاية سنة 2017.

جدول رقم (8): النسبة المئوية للبطالة في اليونان من سنة 2006 إلى سنة 2017

التاريخ	القيمة
2017	%21,41
2016	%23,51
2015	%24,98
2014	%26,71
2013	%27,69
2012	%24,73
2011	%17,97
2010	%12,72
2009	%9,55
2008	%7,66
2007	%8,35
2006	%8,91

Source : https://www.macrotrends.net/datasets/global–metrics/countries/grc/greece/unemployment–rate **(consulté le : 8/02/2026) a (17:18).**

2. إغلاق مؤسسات الأعمال:

لجأت الشركات إلى تخفيض أجور الموظفين بنسبة تراوحت بين 20-30%، وتخفيضات مماثلة على مدفوعات التقاعد الشهرية، ونتيجة زيادة الضرائب انخفضت تجارة التجزئة بنسبة 12% في عام 2010 وأكثر من 65000 محل أغلقت أبوابها.[1]

3. الإستبعاد الإجتماعي:

بدأت مسالة الرعاية الإجتماعية تمثل مشكلة في المجتمع اليوناني نتيجة إرتفاع نسبة البطالة وإنخفاض قيمة الرواتب والأجور، وأصبح طلب الدعم الإجتماعي في إزدياد، مع إنخفاض التمويل وعدم وجود تنظيم.[2]

4. الإضطرابات الإجتماعية:

بدأت الدورة الأولى من الاضطرابات الإجتماعية في 5 ماي 2010 بإضراب على مستوى البلاد أشعله قرار حكومة الباسوك ببدء برنامج إنقاذ من قبل الترويكا. بعد فترة وجيزة، تحول الإضراب في أثينا إلى موجة عضب عارمة حيث حاول المتظاهرون اقتحام البرلمان الذي كان النواب يناقشون فيه تخفيضات الإنفاق.[3]

بدأت دورة ثانية من الإضطرابات الإجتماعية في 25 ماي 2011 باحتجاجات سلمية ضد تدابير التقشف الجديدة التي نظمت في أثينا وغيرها من المدن اليونانية الكبرى وعلى غرار حركة الساخطين الإسبانية، احتل المواطنون الغاضبون ساحة سينتاجما أمام البرلمان. ومن هناك نظموا مظاهرات يومية ضد الحكومة، والأهم من ذلك، ضد الديموقراطية البرلمانية التمثيلية. وفي الفترة ما بين ماي وجويلية 2011، استمتع المتظاهرون بالدعاية الهائلة التي قدمتها وسائل الاعلام المحلية والدولية أثناء مشاركتهم في تعطيل العملية البرلمانية وبناء جمعيات تحاكي الديموقراطية مباشرة.

في 28 يونيو، بينما كانت الحكومة تحاول تمرير جولة جديدة من تدابير التقشف من أجل الحصول على قروض الإنقاذ لتجنب الإفلاس، دعت النقابات العمالية إلى إضراب جديد لمدة 48 ساعة ومسيرة عبر وسط أثينا. سرعان ما تحول هذا الحدث إلى العنف حيث اشتبك المتظاهرون مع الشرطة وسط استخدام مكثف للغاز المسيل للدموع والقنابل الحارقة. استمر المتظاهرون في أثينا وأجزاء أخرى من البلاد حتى وقت متأخر من الصيف، انعكس عداء المجتمع على الحكومة، وبشكل عام، نظام الحزب القديم بوضوح في استطلاعات الرأي العام. في استطلاع

---

[1] هيثم يوسف عويضة، مرجع سابق، ص:364.

[2] نفس المرجع، ص:365.

[3] Takis S. Pappas, **Populism and crisis Politics in Greece**, Palgrave Macmillan, New York, United States, 2014, p,p :82,83.

رأي وطني في يوليو، حصدت قوى اليسار فيما بينها ما يقرب من ربع الدعم العام، بينما اجتذب حزب اليمين المتطرف **LAOES** حوالي 10 بالمائة.

أشارت العديد من استطلاعات الرأي في اليونان إلى عدم الرضا عن التدابير التقشفية، التي تدير بها الحكومة والإتحاد الأوروبي الأزمة، حيث بلغ استطلاع أجري في 12 يونيو 2010 أن 87% من الذين شملهم الإستطلاع أن اليونان تسير في الإتجاه الخاطئ، وبعدد مماثل غير راضين عن نوعية حياتهم، نتيجة لذلك بدأت تشهد أثينا وساحاتها الرئيسية حركات إحتجاجية بالآلاف، وفي المدن الأخرى كل ليلة تقريبا بعد 25 مايو 2010 تشهد إحتجاجات.

بدأت الدورة الثالثة من الإضطرابات الإجتماعية في 12 فبراير 2012 مع ما يقدر بنحو نصف مليون متظاهر خارج البرلمان المعارضين لحزمة أخرى من تدابير التقشف التي اقترحتها حكومة تصريف الأعمال برئاسة بابادیموس. وبينما كان المشرعون يناقشون والمحتجون يتظاهرون، أصبحت مدينة أثينا مرة أخرى ساحة معركة بين شرطة الولاية التي استخدمت الغاز المسيل للدموع بكثافة والمواطنين المعارضين الذي ألقوا الحجارة والقنابل الحارقة. وأضرمت النيران في العشرات من المباني في وسط أثينا، وأصيب العشرات من المتظاهرين ورجال الشرطة.[1]

الفرع الثاني: أثر أزمة اليونان على دول منطقة اليورو

تتمثل آثار أزمة اليونان على دول منطقة اليورو فيما يلي:

أولا: إضطرابات الأسواق المالية الأوروبية

أدت أزمة الديون السيادية اليونانية إلى إضطرابات شديدة في الأسواق المالية الأوروبية نتيجة الأزمة، وكان ذلك ناتج لعدة أسباب منها: الترابط الإقتصادي في منطقة اليورو، وإنكشاف العديد من البنوك الأوروبية على أزمة الديون السيادية حيث أظهرت بيانات صندوق النقد الدولي في تقرير الإستقرار المالي العالمي (يوليو 2010) الضغوط المكثفة على أسواق سندات الدين السيادية الأوروبية الناتجة من إعادة التقييم الجلية لمخاطر الإئتمان السيادية في منطقة اليورو.

زادت الفروق في حالة السندات الإسبانية والإيطالية وظهر التمايز بين السندات الألمانية التي إستفادت من تدفقات الملاذ الآمن، بلجيكا، النمسا، وفرنسا. حيث شهدت منطقة اليورو فروق العائد على سنداتها السيادية مقارنة بالسندات الألمانية وتحتاج إلى إعادة تمويل ديون بقيمة 300 مليار يورو يحل موعد إستحقاقها في الربعين

[1]Takis S. Pappas, Ibid, p :83.

الثالث والرابع من عام 2010، ومع إنكشاف البنوك الأوروبية الراهن للديون السيادية فقد تكثفت التحركات المشتركة لفروق العائد على مبادلات مخاطر الإئتمان السيادية، مما يعكس ضخامة حيازة البنوك من الدين السيادي، مما يعكس تزامن مخاطر حلقات الآثار المرتدة السلبية بين القطاع السيادي، والمالي والتأثير المحتمل على الميزانيات العمومية الحكومية في حالة إحتياجات البنوك إلى الدعم.[1]

ثانيا: تراجع مؤشرات الاقتصاد الكلي في منطقة اليورو

من أمثلة هذا التراجع ما يلي:

1. شهدت العديد من دول منطقة اليورو تباطؤا في نمو الإقتصاد ناتج عن الأزمة بعد تحسن بعض المؤشرات في عام 2010، عادت إلى التراجع في عام 2011، حيث بلغت نسبة النمو الإقتصادي لمنطقة اليورو 1.9% لعام 2010، لتصل إلى 1.5% لعام 2011، وليزداد الإنكماش الإقتصادي إلى (-0.3%) في عام 2012.[2]
2. تأثرت التجارة في منطقة اليورو، حيث بلغ العجز في الميزان التجاري عام 2009 نحو (-48.2) مليار يورو، ليصل إلى (-59.3) مليار يورو في عام 2010، و (-79.5) مليار في عام 2011 وإلى (-76.1) مليار يورو في عام 2011.[3]
3. مستويات التضخم في منطقة اليورو إرتفعت من 0.3% في عام 2009 وإرتفعت إلى 1،6% في عام 2010 وإلى 2،7 % في عام 2011، ثم تراجعت إلى 2،5% عام 2012 وإلى 4.0% عام 2013.[4]
4. سجلت نسبة البطالة 9.6 % في عام 2009، ثم إرتفعت إلى 10.2% في عام 2010، وسجلت نفس النسبة في عام 2011، وإرتفعت في عام 2012 حيث سجلت نسبة 11.4 % ، وتواصل هذا الإرتفاع حيث سجلت نسبة 12% في عام 2013. حسب إحصائيات موقع:

www.imf.org/external/datamapper/LUR@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWOELD
(Consulté le :28/06/2018) a (18 :09).

5. بلغ العجز في الموازنة كنسبة من الناتج لمنطقة اليورو إلى (-6.30%) عام 2009، إلى (-6.20%) في عام 2010، وإلى (-04.1%) عام 2011، و (-3.70%) في عام 2012.[5]

---

[1] هيثم يوسف عويضة، مرجع سابق، ص ص: 367-368.

[2] نفس المرجع، ص: 371.

[3] نفس المرجع، ص ص: 371-372.

[4] www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/RUS (consulté le:18/06/2018) a (13 :14).

[5] https://Countryeconomy.com/deficit/euro-zone (consulté:19/06/2018) a (23:09).

6. إرتفع الدين العام لمنطقة اليورو من 80% في عام 2009، إلى 85.40 % في عام 2010، وإلى 30. 87% في عام 2011 من الناتج المحلي الإجمالي، و 90.60 % في عام 2012 .[1]

المطلب الثاني: حلول الأزمة المالية اليونانية

تتثمل هذه الحلول في تدابير التقشف المطبقة من جانب الحكومة اليونانية وفي برامج الإنقاذ من جانب الإتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي.

الفرع الأول: تدابير التقشف من جانب الحكومة اليونانية

تتمثل هذه التدابير التقشفية فيمايلي:[2]

في فيفري 2010: الإعلان عن حزمة التقشف:

- اليونان تكشف النقاب عن سلسلة من التدابير التقشفية على نطاق واسع، بما في ذلك تجسيد أجور موظفي القطاع العام يتقاضون أقل من 2000 أورو شهريا. وفرض ضرائب على الأسر؛
- انطلاق شرارة أعمال الشغب في الشوارع، وذلك رد فعل على خطط التقشف؛
- تضخم الديون اليونانية الى 300 مليار أورو، في حين أن الفارق بين الفائدة التي يتقاضاها على الديون اليونانية والديون الألمانية تتسع إلى 4% مع إقبال المستثمرين.

في 5 مارس 2010؛ إعلان اليونان سياسة تقشف جديدة لتوفير ما يقارب 4.9 مليار أورو من خلال:

- بيع أملاك عقارية عامة ورفع متوسط سن التقاعد في القطاع العام من 60 إلى 63 سنة؛
- خفض الأجور في القطاع العام بـ 20% ومعاشات التقاعد بـ 32% إضافة إلى رفع الضريبة على الغاز والكحول والتبغ من 19% إلى 23%، إضافة إلى فرض ضريبة على القيمة المضافة بزيادة تقدر بـ 32%.

في جويلية 2011، تم الإعلان عن سياسة تقشفية جديدة من قبل البرلمان اليوناني بخطة تقشفية جديدة بعد الخطط التي أقرها سنة 2009 لكنها لم تكن كافية مقارنة بحجم الديون، الخطة الجديدة تمتد لأربع سنوات من سنة 2011 إلى سنة 2015، توفر للحكومة مبلغ 28.4 مليار أورو بزيادة الضرائب وتقليص النفقات العمومية والاستغناء عن ألاف الوظائف في القطاع العام وخصخصة بعض الشركات العمومية، وهذا بهدف

[1] https://Countryeconomy.com/national-debt/euro-zone (consulté:19/06/2018) a (22 :35).

[2] فلاق علي وآخرون، مرجع سابق، ص: 408.

خفض العجز في الموازنة العامة من 9.3% سنة 2010 إلى 7.9% سنة 2015، وقد سطرت الخطة الجدية التالية:

- خوصصة شركات بمليار أورو؛
- زيادة الضريبة المفروضة على أصحاب الدخل الذي يتجاوز 8000 أورو للسنة؛
- زيادة الضريبة على المعاشات التقاعدية؛
- خلق هيئة خاصة لاستغلال الممتلكات العمومية.

الفرع الثاني: برامج الإنقاذ من جانب الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي

تمت تطبيق ثلاث برامج إنقاذ والتي تتمثل فيمايلي:

أولا: البرنامج الأول

تم تقديم التمويل خلال برنامج الإنقاذ "التكييف" الأول على أساس القروض المقدمة من طرف الدول الأعضاء في منطقة اليورو إلى اليونان عن طريق " تسهيلات القرض اليوناني". الإعلان من قبل المجموعة الأوروبية في 2 ماي 2010 في إطار البرنامج الأول عن تلقي اليونان ما مجموعه 52.9 مليون أورو من المساعدات المالية. وقدم صندوق النقد الدولي مبلغا إضافيا من حوالي 20 مليار أورو.

هذه المساعدات الأولى رافقتها شروط مشددة، بما في ذلك مرتبات القطاع موظفي العام والمعاشات التقاعدية، فضلا عن زيادة ضريبة القيمة المضافة من 21% إلى 23% والرسوم المفروضة على التبغ والبنزين. ومن المتوقع أيضا أن يؤدي التقدم الذي أحرزته اليونان كما ينبغي رصد التقدم المحرز في اليونان عن كثب كل ربع سنة. وتعهدت اليونان أيضا بتخفيض عجزها الأولي السنوي (13.6% من الناتج المحلي الإجمالي) لتلبية شروط إتفاق الإستقرار (أي الوصول إلى نسبة عجز أولي قدره 3%) لعام 2014. هذه التدابير المقيدة أثارت ردود فعل قوية من السكان اليونانيين.[1]

لقي برنامج الإنقاذ الأول بعض النجاح الأولي، فقد شهد أداءا ماليا مشجعا في إطار برنامج صندوق النقد الدولي، على الرغم من أن عائدات الخصخصة كانت مخيبة للآمال وتوقعات تجاوز الدين العام، ويرجع ذلك جزئيا إلى الإنخفاض في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأكثر من ما كان متوقعا. بلغ التحسن التراكمي في رصيد المالية العامة الأولي خلال الفترة 2010-2011 حوالي 7% من الناتج المحلي الإجمالي، لكن الموازنة المالية الأولية ظلت

[1]Philippe Vincint, **À Propos de « La "Révolution Nationale" en Grèce et les institutions internationales »De Jean Siotis (1968-I) : La Crise Greque et les institutions internationales**, Revue Belge de Droit international, Éditions Bruylant, Bruxelles, 2015, p :465.

في حالة عجز، بلغ عجز الميزانية العامة أكثر من 10% في عام 2011، وكان الدين لا يزال على طريق الإستدامة، كان التعديل المالي يعتمد بشكل أساسي على الإيرادات. أشار التقييم اللاحق لصندوق النقد الدولي لاتفاق الاستعداد الائتماني (SBA) لعام 2010 إلى أن بداية البرنامج كان من المتوقع أن يصل الدين إلى ذروته عند (154% إلى 156%) من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2013، ولكن بحلول المراجعة الرابعة في جويلية 2011، كان المتوقعة بنسبة 170%. الأهم من ذلك، من وجهة نظر القطاع الرسمي، كان الدائنون من القطاع الخاص قادرين على الحد من انكشافهم. هذا السؤال المطروح حول تصميم البرنامج، وما إذا كان ينبغي استهداف تعديل مالي يكون بشكل أكثر تدريجي، وما إذا كان يجب أن يكون مسار التعديل أكثر مرونة.[1]

في 2 ماي 2010، تم توقيع إتفاقية مالية بين اليونان والمفوضية الأوروبية والبنك المركزي الأوروبي وصندوق النقد الدولي بشأن حزمة من السياسات الاقتصادية والمالية الموضحة في "مذكرة السياسات الاقتصادية والمالية"، والمعروفة باسم "مذكرة." قدم البرنامج مساعدات مالية لليونان بلغ مجموعها 110 مليار يورو، لكن بحلول أوائل عام 2011، أصبح من الواضح أن الأمور لم تكن تتطور كما كان متوقعا. كان هذا بسبب عدد من العوامل: الوتيرة السريعة للانكماش المالي، وأزمة الائتمان، وعدم اليقين السياسي المتزايد، والحالة السيئة للاقتصاد الأوروبي. علاوة على ذلك، فشل البرنامج في منع العدوى. عندما تم الكشف عن نقاط الضعف في بنية اليورو، بدأت الأسواق في الذعر، مما تسبب في سلسلة من ردود الفعل التي أدت إلى ارتفاع الهوامش في البلدان الأخرى. على خلفية مخاوف السوق المتزايدة، وانهيار الطلب المحلي، والمزيد من الإنخفاض في الناتج المحلي الإجمالي، انهار الإستثمار في اليونان وركدت الصادرات. خرج البرنامج عن مساره، ونتيجة لذلك، أصبح عبئ الديون اليونانية غير مستدام أكبر من أي وقت مضى. عند هذه النقطة، أصبح من الواضح أن جميع الإفتراضات المبكرة حول قدرة الإقتصاد اليوناني على التكيف وقدرة النظام السياسي–الإداري اليوناني على تنفيذ تدابير البرنامج كانت غير واقعية. كان تقرير صندوق النقد الدولي الصادر في خريف 2011 مدمرا: فمعظم الإجراءات كانت بعيدة المنال. وتعثرت الإصلاحات الهيكلية، بينما انهارت التوقعات والاستثمار. كان الاقتصاد اليوناني في حالة سقوط حر، في حالة ركود بدلا من الركود البسيط. أدى إدراك فشل الإنقاذ المالي لليونان إلى خلق مشاكل خطيرة داخل الاتحاد الأوروبي، حيث لم تكن الدول الأعضاء (مع ألمانيا في القمة) على استعداد لدفع فاتورة حزمة إضافية، ولم تكن مؤسسة الاتحاد الأوروبي الجديدة المكلفة بهذه المهمة موجودة. مكان بعد. عاد عدم اليقين وأدى ذلك إلى تأجيج

[1] Exotic Capital, **Exotic developing market guide:debt and risk across frontier** ,Sixth edition ,Palgrave macmillan, Watson house, London, Umited Kingdom, 2019, p :375-376.

الأسواق المالية أكثر. مما أدى إلى انتشار الأزمة. الآن كان لابد من إنقاذ ايرلندا والبرتغال، بينما انتقلت الاقتصاديات الأكبر بكثير في إسبانيا وإيطاليا إلى منطقة الخطر المتمثلة في فروقات الأسعار المتصاعدة، وبالتالي عدم القدرة على خدمة ديونها.[1]

الجدول الموالي يوضح برنامج التكييف الأول لليونان:

الجدول رقم (9) : برنامج التكييف الأول لليونان

برنامج التكييف الأول لليونان
تاريخ الاتفاق: 2 ماي 2010
الوزير الأول: جورج باباندريو-البازوك
الفترة التي يشملها البرنامج: ماي-جوان 2013
مبلغ البرنامج:110 بليون اورو.*
المساهمين في البرنامج: GLF (قروض ثنائية مجمعة من دول المنطقة الأوروبية: ساهم بـ 80 بليون أورو)، (صندوق النقد الدولي : ساهم بـ 30 بليون أورو).
الأهداف:
-تنفيذ تعزيز الاستدامة.
-تنفيذ سياسات القطاع المالي لتحقيق الاستقرار في النظام.
-إصلاحات في هيكل الاقتصاد نحو نموذج نمو يقوده الاستثمار والتصدير.
-استعادة مصداقية اليونان للمستثمرين من القطاع الخاص.
الوضعية عند انتهاء البرنامج:
-تم صرف 72.8 بليون أورو مارس 2012، عندما تم استبدال البرنامج ببرنامج تعديل اقتصادي ثان.
*تم تخفيض المبلغ في النهاية بمقدار 2.7 بليون أورو حيث قررت سلوفاكيا عدم المشاركة في GLF، بينما انسحبت ايرلندا والبرتغال من المرفق حيث طلبتا المساعدة بأنفسهما.

Source :George pagoulatos, Greece after the Bailouts :Assessment of a qualified Failure, Hellenic observatory European istitute , greese papers, Paper N°:130, November 2018, p:7.

ثانيا: برنامج التكييف الثاني

أقرت دول منطقة الأورو في 21 فيفري 2012 الحزمة الثانية لإنقاذ اليونان، وتتضمن الحزمة جملة إجراءات خصصت لها 130 مليار يورو، فضلا عن إتفاق لتبادل سندات ديون أثينا مع دائنيها من القطاع

[1]STATHIS N.KALYVAS : **MODERN GREECE: What everyone needs to know**, oxford university press, New York, 2015, PP :71-72

الخاص ينص على شطب 107 مليارات يورو. من خلال إتفاق مبادلة مع المؤسسات المالية الخاصة ينص على شطب 53,5 % من قيمة سندات الدين اليوناني التي تحوزها تلك المؤسسات أي ما يعادل 107 مليارت يورو عن طريق تبديل السندات القديمة بأخرى جديدة بتاريخ استحقاق حل بعد 30 سنة وبنسبة متغيرة، تتراوح بين 2% حتى 2015، و 3% حتى 2020، و 4,%3 في السنوات الموالية، إلى أن تنتهي آجال إستحقاق الديون اليونانية، في عام 2042. وأما القروض التي سيقدمها الدائنون الدوليون فتصل في مجموعها إلى 130 مليار يورو، تسدد تدريجيا إلى غاية 2014.[1]

بصرف النظر عن الاستمرار في إتخاذ تدابير من برنامج التعديل الإقتصادي السابق. كان التمويل من خلال هذا البرنامج الثاني مشروطا بجهد إضافي في التعديل المالي. كان الهدف هو تحقيق فائض أولي قدره 4.5% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2014 ودين عام بنسبة 120% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2020. ولتحقيق هذا الهدف كان من المتوقع إتخاذ الإجراءات التالية: تكييف إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة من حيث تخفيض القطاع العام. الوظائف والأجور، وخفض الإنفاق الاجتماعي والإستثمار العام، وإعادة هيكلة القطاع العام وحجب الكيانات العامة، ومكافحة التهرب الضريبي، وتكييف عملية الخصخصة من خلال تعزيز دور صندوق تنمية أصول الجمهورية اليونانية (HRADF) للحصول على 50 بليون يورو. على نفس المنوال. كانوا يتطلعون إلى مواصلة عملية التقييم الداخلي من خلال تدابير المرونة في سوق العمل وتخفيض الرواتب. مما يسلط الضوء على انخفاض بنسبة 22% في الحد الأدنى العام للأجور، مع تخفيض إضافي بنسبة 10% للأشخاص الذين تقل أعمارهم عن 25 عاما. بالنسبة للنظام المصرفي، كان من الأولويات تعزيز عمليات عادة رأس المال وحلها، والتي قدرت بنحو 50 بليون يورو. بالإضافة إلى ذلك، تم السعي إلى التركيز على تقليل عدد الحواجز أمام الأعمال، لاسيما في قطاع الخدمات، وتسريع تحرير قطاعات مثل النقل والطاقة.[2]

الجدول الموالي يوضح برنامج التكييف الثاني لليونان:

[1] فراح صبرينة، **الأزمة المالية اليونانية الراهنة والدور الذي لعبه الإتحاد الأوروبي لحل الأزمة**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، الجزائر، العدد: 9، جوان 2018، ص: 790.

[2] Julio Revuelta, **The effects of the economic adjustment programmes for Greece: A Quasi-Experimental Approach**, sustainability journal, volume: 13, issue: 9, 28 April 2021, p: 4.

الجدول رقم (10): برنامج التكييف الثاني لليونان:

برنامج التكييف الثاني لليونان

تاريخ الاتفاق: 1 مارس 2012

الوزير الأول: لوكاس باباديموس-البازوك

الفترة التي يشملها البرنامج: مارس 2012 -نهاية 2014.

مبلغ البرنامج:130 بليون اورو +34.5 بليون اورو (مبلغ غر قابل للصرف مقدم من طرف GLF)

المساهمين في البرنامج:

EFSF (صندوق الإنقاذ المالي الأوروبي) :144.7 بليون أورو.

IMF (صندوق النقد الدولي): 19.8 بليون أورو إلى غاية 2016.

الأهداف: إعادة هيكلة الديون التي تحتفظ بها الإئتمانات الخاصة لإعادة مستوى الدين الإجمالي إلى مسار يمكن تحمله، وهدف آخر يتمثل في دعم جهود ضبط أوضاع المالية العامة بإصلاحات هيكلية لتعزيز النمو وتحسين القدرة التنافسية.

الوضعية عند انتهاء البرنامج:

-تم صرف تمديد البرنامج حتى 30 جوان 2015 وانتهت صلاحيته. وفشلت الحكومة اليونانية في سداد حوالي 1.5 بليون أورو لصندوق النقد الدولي. أقيمت عطلة مصرفية لمدة ثلاث أسابيع.

-إجمالي المبلغ المصروف: 153.7 بليون أورو (في 27 فيفري 2015، مبلغ 109 بليون أورو الذي تم تخصيصه لم يكن ضروري لإعادة رسملة البنوك وتمت إعادة الصندوق المالي اليوناني (HFSF) إلى صندوق الإنقاذ المالي الأوروبي(EFSF).

Source: George pagoulatos, Op-Cit, p:7.

ثالثا: برنامج التكييف الثالث

وافقت مجموعة Eurogroup على برنامج التكييف الثالث لليونان في 14 أغسطس 2015. سهل هذا البرنامج تمويل اليونان للسنوات الثلاث القادمة بقرض قدره 86 بليون يورو من خلال آلية الإستقرار الأوروبي (ESM). بشرط الإمتثال لمجموعة جديدة من الإجراءات. كان تمويل مالي إضافي للوصول إلى فائض أولي بنسبة 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2018 من بين الشروط الجديدة المنصوص عليها في مذكرة

التفاهم. استند هذا التعديل بشكل أساسي إلى زيادة تحصيل ضريبة القيمة المضافة بنسبة 1% من الناتج المحلي الإجمالي، وإصلاح ضريبة الدخل بجعلها أكثر تصاعدية وتحسين تحصيلها، وإلغاء التخفيضات الضريبية، تحديث الإدارة الضريبية، وتعزيز التدابير ضد التهرب الضريبي والإحتيال، وإصلاح وخفض الإنفاق على المعاشات التقاعدية والصحة، وخفض الإنفاق العسكري، وإصلاح نظام التحويل الإجتماعي لتوفير 0.5 من الناتج المحلي الإجمالي من خلال استهداف النظام للسكان الأكثر ضعفا وإنشاء حد أدنى مضمون للدخل. وركزت الإجراءات المشروطة الأخرى ذات الصلة، الموجهة في هذه الحالة نحو النظام المصرفي، على التخلص من ما يصل إلى 25 بليون يورو لإعادة رسملة البنوك ومحاربة مشكلة القروض المتعثرة. كما تم توسيع مرونة سوق العمل. وتمثلت الأهداف الأخرى في تحديث النظام التعليمي، وإزالة الحواجز الإدارية، وتحرير أسواق السلع والخدمات، بإتباع توصيات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، مع التركيز بشكل خاص على قطاع الطاقة. فيما يتعلق بالخصخصة، كان من المتوقع تدفق 6.4 بليون يورو حتى عام 2017 من خطة تنمية الأصول الخاصة بصندوق تنمية الموارد البشرية وإنشاء صندوق جديد للحصول على 50 بليون يورو من عملية الخصخصة.[1]

وتم دفع المساعدات المالية لليونان كما يلي:[2]

- يتم دفع المساعدة المالية لليونان في شرائح منفصلة، والتي يتم تقسيمها أيضا إلى شرائح فرعية وأقساط.
- يعتمد إصدار كل قسط على التنفيذ الناجح للشروط المتفق عليها.
- تبلغ الدفعة الأولى من برنامج ESM 26 مليار يورو؛ تم إصداره بعد موافقة مجلس إدارة ESM في 19 أغسطس 2015، وتم دفع المبلغ الإجمالي البالغ 24.1 مليار يورو إلى اليونان.
- في 24 مايو 2016، صادقت مجموعة Eurogroup على إتفاقية على مستوى الموظفين بشأن المراجعة الأولى للبرنامج، والتي مهدت الطريق لصرف آلية الإدارة البيئية للشريحة الثانية (10.3 مليار يورو) من المساعدة المالية على عدة دفعات، وفقا للإجراءات ذات الصلة. إجراءات المصادقة من قبل آلية الإستقرار الأوروبي والدول الأعضاء في منطقة اليورو.

[1] Julio Revuelta, Op-Cit, p:5.

[2] https://www.consilium.europa.eu/en/polivies/financialassistance-eurozone-members/greece-programme/ (consulté le : 23/02/2023) a (20 :34).

- في 9 يونيو 2016، نشرت المفوضية الأوروبية تقريرا عن الإمتثال لمذكرة التفاهم في سياق المراجعة الأولى للبرنامج. قدم تقرير الإمتثال، الذي يتضمن أيضا تحليلا محدثا للقدرة على تحمل الديون، تقييما إيجابيا
- شاملا لتنفيذ البرنامج وأصدر رأيا مفاده أن الإصدار التالي من المساعدة المالية لتغطية احتياجات خدمة الديون وتسوية المتأخرات سيكون ممكنا.
- في 15 يونيو 2017، أنهت مجموعة Eurogroup والمؤسسات النقاش حول المراجعات الثانية للبرنامج، والتي مهدت الطريق للإفراج عن الشريحة الثالثة من المساعدة، والتي بلغت 8.5 مليار يورو.
- في 27 مارس 2018، أذن مجلس إدارة ESM بالإفراج عن الشريحة الرابعة، والتي تبلغ 6.7 مليار يورو.

الجدول الموالي يوضح برنامج التكييف الثالث لليونان:

الجدول رقم (11): برنامج التكييف الثالث لليونان:

تاريخ الاتفاق على برنامج التكييف الثالث لليونان: 19 أوت 2015 (الوزير الأول: ألكسيس تسيبراس).

الفترة التي يشملها البرنامج: أوت 2015 –أوت 2018.

مبلغ البرنامج:ما يصل إلى 86 بليون أورو.*

المساهمين في البرنامج:ESM (آلية الاستقرار الأوربية).

الأهداف: حماية الاستقرار المالي وتعزيز النمو والقدرة التنافسية والاستثمار. وهدف آخر هو إصلاح الادارة العامة.

الوضعية عند انتهاء البرنامج:

–اختتمت اليونان البرنامج بنجاح.

–إجمالي المبلغ المصروف: 153.7 بليون أورو (في 27 فيفري 2015، مبلغ 109 بليون أورو الذي تم تخصيصه لم يكن ضروري لإعادة رسملة البنوك وتمت إعادة الصندوق المالي اليوناني (HFSF) إلى صندوق الإنقاذ الأوروبي (EFSF).

*تم صرف 61.9 بليون أورو.

Source : George pagoulatos, , Op-Cit , p:7.

خلاصة الفصل الثالث:

الأزمة المالية اليونانية كانت سلسلة من أزمات الديون بدأت بالأزمة المالية العالمية عام 2008. إلا أن أسبابها كانت داخلية في معظمها، إذ نشأ مصدرها من سوء إدارة الاقتصاد اليوناني ومالية الحكومة، وليس من عوامل دولية خارجية. علاوة على ذلك، حالت عضوية اليونان في منطقة اليورو دون سيطرتها الكاملة على سياستها النقدية، مما أدى إلى إبقاء أسعار الفائدة منخفضة للغاية لفترة طويلة مقارنة بالضغوط التضخمية التي كانت تتراكم في الاقتصاد اليوناني. لم تكن السياسة النقدية منسجمة مع ازدهار الاقتصاد وسهولة الحصول على الإئتمان.

في الأخير يمكن القول أن أزمة الديون اليونانية تعد عبرة للدول الأخرى بشأن تكاليف مستويات الدين الحكومي غير المستدامة. فارتفاع مستويات الدين قد يؤدي إلى زيادة تكاليف خدمة الدين، وخفض التصنيف الإئتماني، وتأثيرات سلبية على كل من الضرائب والإنفاق الحكومي. ولتجنب هذه العواقب، يجب على الحكومات إدارة مستويات ديونها بعناية، وضمان استدامة اقتراضها على المدى الطويل.

الفصل الرابع: أثر أزمة الدين اليونانية على الأسواق المالية الأوروبية

مقدمة الفصل:

لقد قمنا باستعراض الجوانب النظرية التي تخص الأزمات المالية من خلال التطرق لتعريف الأزمات المالية وخصائصها ومراحلها وأسبابها وأنواعها والتعرف على مفهوم عدوى الأزمات المالية ونظام التنبؤ بحدوث الأزمات المالية وأيضا سرد للأزمات التي حدث خلال القرنين العشرين الواحد والعشرين. وقدمنا أيضا جوانب نظرية حول الأسواق المالية من خلال التطرق لماهية الأسواق المالية واستعراض مفهوم سوق الأوراق المالية والتعرف على الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية. بالإضافة إلى التطرق إلى الجانب النظري لأزمة الديون السيادية واستعراض أزمة الديون السيادية اليونانية.

سنحاول في هذا الفصل الرابع دراسة أثر أزمة الديون السيادية اليونانية على الأسواق المالية الأوروبية، وذلك باستخدام نماذج البانل. خلال الفترة الزمنية من الربع الأول من سنة 2006 إلى الربع الرابع من سنة 2022.

المبحث الأول: نماذج بيانات البانل

لغرض دراسة تأثير أزمة الديون السيادية على الأسواق المالية للدول الأوروبية محل الدراسة تم الإعتماد على نماذج بيانات البانل. وقد اكتسبت نماذج البانل اهتماما كبيرا خاصة في الدراسات الإقتصادية فهي تأخذ بعين الإعتبار أثر الزمن وأثر الإختلاف بين الوحدات المقطعية، وتبرز أهمية نماذج البانل في أنها تأخذ بعين الإعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الإختلاف بين مفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.

المطلب الأول: مفهوم نماذج بيانات البانل

من خلال هذا المطلب سوف نحاول التعرف على نماذج البانل.

الفرع الأول: تعريف بيانات البانل

تتكون بيانات البانل من ملاحظات متكررة مع مرور الوقت على نفس مجموعة وحدات الإختيار المتبادل. يمكن أن تكون هذه الوحدات أفرادًا أو شركات أو مدارس أو مدنا أو أي مجموعة من الوحدات يمكن متابعتها بمرور الوقت. يمكن تطوير أساليب إقتصادية قياسية خاصة للتعرف على المعلومات الغنية المتاحة في مجموعات بيانات البانل واستغلالها، نظرا لأن البعد الزمني هو سمة رئيسية لمجموعات بيانات البانل، فإن قضايا الإرتباط التسلسلي والتأثيرات الديناميكية تحتاج إلى مزيد من النظر، على عكس تحليل البيانات المقطعية، تسمح مجموعات بيانات البانل بوجود اختلافات منهجية وغير ملحوظة عبر الوحدات التي يمكن ربطها بالعوامل المرصودة التي سيتم قياس آثارها. يعد التمييز بين الثبات الناتج عن عدم التجانس غير الملحوظ وذلك بسبب الديناميكيات في العملية الأساسية تحديا رئيسيا لتفسير نماذج بيانات البانل المقدرة. طرق بيانات البانل هي أدوات الإقتصاد القياسي المستخدمة لتقدير المعلمات وحساب التأثيرات الجزئية ذات الإهتمام بالنماذج غير الخطية، وتحديد الإرتباط الديناميكي، وإجراء إستنتاج صالح عندما تكون البيانات متاحة على مقاطع عرضية متكررة، بالنسبة للنماذج الخطية، فإن الأساس للعديد من طرق بيانات البانل هو تطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية على البيانات المحولة بشكل مناسب. ويكمن التحدي في تطوير إفتراضات المقدرين، والتأكد من صحة الإستدلال الإحصائي. يلعب تقدير الإحتمال الأقصى دورا رئيسيا في تقدير نماذج بيانات البانل غير الخطية.[1]

[1] Rober.A. Meyers , **Comlex Systems in Finance and Econometrics (Selected entries from the Ensyclopedia of Comlexity and System Science)** , Spring Science, New York, Etats unis, 2011, P :215.

الفرع الثاني معادلة نموذج البانل:[1]

تحتوي بيانات البانل على معلومات عن الأبعاد الزمنية والمكانية. البعد الزمني هو الفترة التي يتم فيها إجراء القياسات المتكررة مثل الشهر والربع والسنة، والبعد المكاني هو وحدة الملاحظات مثل الأشخاص والدول. يمكن التعبير عن نموذج الانحدار العام لبيانات البانل على النحو التالي:

$$y_{it} = B_0 + B_1 x_{it,1} + B_2 x_{it,2} + \cdots + B_k x_{it,k} + v_{it} \dots\dots (1)$$

$$i = 1,2,3,\dots\dots,N \;\; ; \;\; t = 1,2,3,\dots\dots,T \;\; ; \;\; k = 1,2,3,\dots\dots,K$$

حيث:

i: هي وحدة الملاحظة.

t : هي فترة زمنية.

k: يشير إلى المتغير المفسر (المتغير المستقل) رقم k .

B_k: يشير إلى معامل كل متغير مفسر (المتغير المستقل).

v_{it}: هو حد الخطأ.

يمكن تحليل ما يسمى بمصطلح الخطأ المركب v_{it} في المعادلة (1) إلى مكونين خطأ وحدوي مقطعي محدد a_i ، وخطأ فردي u_{it}.

$$v_{it} = a_i + u_{it} \dots\dots..(2)$$

لا يتغير الخطأ المقطعي الخاص بالوحدة a_i بمرور الوقت، بينما يختلف الخطأ الفردي u_{it} عبر وحدات المقطع العرضي والوقت. إن الدوافع والفوائد المترتبة على تفكيك حدود الخطأ إلى جزأين هي أنه إذا تمكنا من إزالة جزء منها باستخدام بيانات البانل، فسنكون في وضع أفضل من حيث تقليل المخاوف بشأن تحيز المتغيرات المحذوفة الناتجة عن عوامل خاصة بالوحدة غير المقاسة. من خلال دمج المعادلة (2) في المعادلة (1)، يمكننا الحصول على المعادلة التالية:

$$y_{it} = B_0 + B_1 x_{it,1} + B_2 x_{it,2} + \cdots . + B_k x_{it,k} + a_i + u_{it} \dots\dots (3)$$

تسمى المعادلة (3) نموذجا لمكونات الخطأ. يعد الثابت الزمني والخطأ الخاص بالوحدة a_i عوامل غير ملحوظة. ومن الأمثلة على ذلك قدرة الفرد عندما تكون وحدة الملاحظة هي الثقافة والمؤسسات الفريدة للأفراد والدول، في

[1]Kaifeng Yang et al, **Handbook of Research Methods in Public Administration**, CRC Press, second Edition, New york, United states, 2007, p,p :579,580.

حال كانت وحدة الملاحظة هي الدول. يمكن إعتبار هذه العوامل ثابتا زمنيا، وفي الوقت نفسه، يصعب للغاية قياسها. تصنف طرق تقدير نماذج مكونات الخطأ حسب كيفية معالجة حد الخطأ a_i، لا يميز نموذج المربعات الصغرى العادية المجمعة هذا الخطأ عن أنواع أخرى من الأخطاء، بينما يعتبره نموذج التأثيرات الثابتة معاملات يجب تقديرها، ويعامله نموذج التأثيرات العشوائية كمتغيرات عشوائية.

الفرع الثالث: أهداف معطيات البانل

تكتسي نماذج بانل أهداف بالغة نوجزها في النقاط التالية:[1]

- الأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم.
- القدرة على تحديد بعض الظواهر الإقتصادية.
- تتميز بيانات بانل عن غيرها بعدد أكبر من درجة الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وهذا ما يؤثر إيجابا على دقة المقدرات، أي تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من تلك المقطعية أو الزمنية.
- التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي نتائج متحيزة.
- تتضمن معطيات البانل محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب تتميز معطيات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل.
- توفر معطيات البانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها أيضا تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الإقتصادية، مثل البطالة والفقر، ومن جهة أخرى يمكن من خلال معطيات البانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية أخرى.
- تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (Omitted variables) الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة (Baised estimates) في الإنحدارات المفردة.

[1] العقون زهرة وآخرون، **دراسة وصفية تحليلية لنماذج البانل**، المجلة الجزائرية للأداء الاقتصادي، جامعة البليدة، العدد:6، 2021، ص، 100.

المطلب الثاني: أنواع نماذج البانل

نميز بين نوعين من نماذج البانل وهما البانل الساكن والبانل الديناميكي:

الفرع الأول: النماذج الأساسية لتحليل البانل الساكن

تنقسم النماذج الأساسية لتحليل البانل الساكن إلى ثلاث نماذج وهي:

أولا: نموذج الانحدار التجميعي: Pooled Régression Model (PME)

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن). بإعادة كتابة النموذج في المعادلة أدناه نحصل على نموذج الانحدار التجميعي وبالصيغة الآتية:

$$Y_{it} = B_{0(1)} + \sum_{j=1}^{k} B_j X_{j(tt)} + \varepsilon_{tt} \ldots\ldots (4)$$

$$J = 1,2,3,\ldots\ldots,n \quad t = 1,2,3,\ldots\ldots,N$$

حيث: $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma$

تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير معلمات النموذج في المعادلة أعلاه بحجم مشاهدات $(N*T)$.

ثانيا: نموذج التأثيرات الثابتة: [1]Fixed Effects Model (FEM)

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع B_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل B_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$Y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots (5)$$

[1] زكرياء يحي الجمال، **اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، جامعة الموصل، كلية علوم الحاسوب والرياضيات، العراق، المجلد: 12، العدد: 1، جوان 2012، ص، ص: 271،272.

$$i = 1,2,3 \dots . N \quad t = 1,2,3, \dots , T$$

حيث: $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $Var\,(\varepsilon_{it}) = {\sigma_\varepsilon}^2$

إن المقصود بمصطلح التأثيرات الثابتة أن المعلمة (B_0) لكل مجموعة البيانات مقطعية أنها لا تتغير خلال الزمن (Invariant Time) وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية. لغرض تقدير معلمات النموذج في المعادلة (3) والسماح لمعلمة القطع (B_0) بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر (N-1) لتجنب التعددية الخطية التامة ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى الإعتيادية. يطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variable Model).

بعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة أعلاه يصبح النموذج النهائي بالشكل الآتي:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d \, D_d + \sum_{j=1}^{k} B_j \, X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots (6)$$

$$i = 1,2,3, \dots . , N \quad t = 1,2,3, \dots , T$$

حيث يمثل المقدار $(\alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d \, D_d)$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع B_0.

ويمكن كتابة النموذج بالمعادلة (4) بعد حذف α_1 بالشكل الاتي:

$$Y_{it} = \sum_{d=1}^{N} \alpha_d \, D_d + \sum_{j=1}^{k} B_j \, X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots (7)$$

$$i = 1,2,3 \dots . N \quad t = 1,2,3, \dots , T$$

ثالثا: نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model (REM)[1]

وفي نموذج التأثيرات العشوائية يفترض وجود حد ثابت واحد لجميع وحدات القطاعات المستعرضة هو (α)، ولكن الفرق بين الوحدات يتم تمثيله في مكون حد الخطأ العشوائي للقطاعات المستعرضة هو ε_i أي أن ($\alpha_i = \alpha + \varepsilon_i$). حيث يأخذ نموذج التأثيرات العشوائية الشكل التالي:

[1] حسين عدنان جواد وآخرون، **دراسة تطبيقية لمقارنة بعض مقدرات نماذج بيانات السلسلة المقطعية في ظل مشكلتي عدم ثبات التباين والارتباط الذاتي**، مجلة جامعة الاسكندرية للعلوم الإدارية، مصر، المجلد:60، العدد:4، جويلية 2023، ص:335.

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \varepsilon_i + u_{it} \dots\dots (8)$$

حيث ε_i يمثل حد الخطأ العشوائي في القطاعات المستعرضة بتباين $\sigma^2{}_{\varepsilon}$ ، α_i و u_{it} يمثل حد الخطأ العشوائي في السلاسل الزمنية بتباين $\sigma^2{}_{u}$. وبدمج حدود الخطأ الخاصة به وهو $(\varepsilon_i + u_{it})$ والذي يتم التعامل معه على أنه حد الخطأ العشوائي المركب، كما يعرف نموذج التأثيرات العشوائية أيضا باسم نموذج مكون الخطأ Error Component Model (ECM)، وبفرض أن $w_{it} = \varepsilon_i + u_{it}$ فإن النموذج على الشكل التالي:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^{k} B_j X_{j(it)} + w_{it} \dots\dots (9)$$

ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS (Square Lest Generalized).

الفرع الثاني: نماذج بانل الديناميكي

تقدم نماذج بانل الديناميكي الكثير من الإيجابيات حيث تسمح في الوقت نفسه بتقدير التأثيرات على المدى القصير والطويل، حيث أن النماذج الديناميكية على بيانات البانل تتطلب ضرورة الأخذ بالاعتبار أهمية وقوة عدم التجانس الفردي غير الملاحظ ويتم التمييز بين النموذج الديناميكي بمركبات الخطأ ونموذج التأثيرات الثابتة، وتجدر الإشارة إلى أن النماذج الديناميكية تستند بشكل أساسي إلى نماذج الإنحدار الذاتي مع الأخذ بعين الاعتبار إبطاء أو تأخير المتغيرة الداخلية، وهناك عدة طرق لتقدير هده النماذج منها طريقة العزوم المعممة (GMM).

أولا: نماذج الانحدار الذاتي ذات مركبات الخطأ:

تتطلب نماذج بيانات البانل السماح بمزيد من التفاوت في معالم النموذج لاسيما في نماذج البانل الديناميكية وذلك للحصول على تقديرات متسقة تعكس السلوكيات المتباينة المفردات العينة.

لتعتبر نموذج الانحدار الذاتي دون متغيرات خارجية التالي:

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + u_{it} \quad with \quad |\delta| < 1 \dots\dots (10)$$

حيث أن (u_{it}) يتكون من جانبين: $u_{it} = u_i + v_{it}$

كما أن التباينات المشتركة بين الخطأ v_{it} ، u_i تكون معدومة.

يتضح من النموذج أن المتغيرة المبطأة $y_{i,t-1}$ تكون مرتبطة مع حد الخطأ (u_{it}) بحيث إذا تم كتابة النموذج رقم (10) في الفترة $(t-1)$ نحصل على المتغيرة المبطأة $y_{i,t-1}$ التي تتوقف على الأثر الخاص الفردي حسب خصائص الأبعاد الفردية والزمنية، هذا الارتباط يجعل من المقدرات (OLS) غير فعالة من الناحية العلمية في حالة البعد المعتاد الزمني المحدود والذي يشكل أغلب الحالات، ويكون من الضروري استخدام طريقة التقدير المتقارب في طريقة المساعدة أو طريقة العزوم المعممة.

ثانيا–نماذج الانحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة:

تأخذ نماذج الإنحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة الصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \phi y_{it} + \sum_{j=1}^{N} b_j X_{j,i,t} + u_{it} \ldots\ldots (11)$$

حيث: $i = 1,2,3,\ldots\ldots,n$ و $t = 1,2,3,\ldots\ldots,T$ و $u_{it} \approx \text{IID}\ (0.\delta^2{}_u)$

حسب Frisch-waugh-lovell يتم تقدير النموذج (2) باستخدام المقدر Within وبالتالي يكون مكافئا لتطبيق نظرية المربعات الصغرى العادية للنموذج، أين يعبر عن المتغيرات بالإنحراف عن المتوسطات الفردية، حيث:

$$y_{it} - y_i = \lambda\ (y_{i,t-1} - y_{i,t-2} + \sum_{j=1}^{N} b_j (X_{j,i,t} - X_{j,i}) + (u_{it} - u_i) \ldots.(12)$$

يتضح من النموذج وجود عدة علاقات ارتباط بين المتغيرة الداخلية المبطأة $y_{i,t-1}$ و متوسطها الفردي $y_{i,t-2}$ ، فإنه يكون متغير و غير متقارب $T \to \infty$ و N متقارب في حالة Within، بمعنى إذا كان المقدر $(u_{it} - u_i)$ وحد الخطأ في حالة $N \to \infty$ و T محددة ، وبالتالي كما هو الشأن في حالة النموذج مع مركبات الخطأ يكون من الضروري استخدام طريقة المتغيرات المساعدة وطريقة العزوم المعممة.[1]

[1] العقون زهرة وآخرون ، مرجع سابق، ص ص: 105،106.

المطلب الثالث: دراسة الاستقرارية والتكامل المشترك في نماذج البانل:

تعتبر دراسة الإستقرارية والتكامل المشترك في نماذج البانل ذات أهمية بالغة فهي تساعدنا في تحديد ما إذا كانت السلاسل الزمنية المكونة لبيانات البانل غير مستقرة، وما إذا كانت هناك علاقات توازنية طويلة الأجل بينها .هذا بدوره يؤثر على اختيار النموذج المناسب (ساكن أو ديناميكي) ويضمن نتائج موثوقة.

الفرع الأول: دراسة الاستقرارية

تختلف الاختبارات المتعلقة بالاستقرارية في بيانات البانل كون هده البيانات متعلقة ببعد زمني ومقطع عرضي وهو ما تفتقده اختبارات جذر الوحدة المتعلقة بالإستقرارية في السلاسل الزمنية التي تراعي المعلومات المتعلقة بالبعد الزمني خاصة وأن التباين في البيانات يزداد عند تطبيق المقطع العرضي في عملية التحليل.

ومن أهم الإختبارات المستخدمة في دراسة الإستقرارية في نماج البانل نقدم ما يلي:

أولا: ختبار levin ، Lin وChu [1]:

تم تطوير اختبار جذر الوحدة هذا بواسطة levin، Lin وChu (LLC) ، النموذج يقوم أولا بتقدير المعادلة التالية:

$$y_{it} = u_i + \theta_t + \delta_i t + \rho y_{it-1} + \sum_{j=1}^{N} \alpha_j \Delta y_{it-j} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots (13)$$

في المعادلة رقم (13)، تشير y إلى المتغير الذي سيتم اختباره لجذر الوحدة، ويشير Δ العامل الخاص بتطبيق الفرق الأول، ويعرض u_i التأثيرات الثابتة، وتظهر θ_t تأثيرات الوقت، و t تمثل الإتجاه. يقترح اختبار(LLC) أن التأثيرات الثابتة تختلف بين البلدان وافترض أن ρ (rho) وحدات متجانسة عبر المقطع، مما يعني أن ارتباط المقطع العرضي لا تؤخذ بعين الاعتبار. وفي ظل هده الافتراضات تظهر الفرضية الصفرية والفرضية البديلة كمايلي:

$H_0 : \ \rho = 0$ وجود جذر الوحدة:

$H_1 : \ \rho < 0$ عدم وجود جذر الوحدة:

[1] ERKAN KARA, **Term Structure of Interest Rate and Economic Activities** : OECD Case, First Edition, October 2022, p,p :47,48.

ومع ذلك، فإن ضعف هذا الإختبار يكمن في افتراض أن ρ متجانس لجميع المقاطع العرضية، تم تقييم هذه المشكلة بواسطة Shin (IPS) و Pesaran ، Im

ثانيا: اختبار Im ، Pesaran و Shin (2003) [1]

يعتبر اختبار levin ، Lin و Chu مقيدا نظرا لكونه يستند على افتراض التجانس الذي ينص على أن ρ متماثلا بالنسبة لجميع الوحدات الفردية أي $(\rho_i = \rho)$، في حين أن إختبار Im، Pesaran و Shin (2003) يتجاوز هذا القيد، حيث يسمح بأن يكون معامل y_{it-1} غير متجانس، وتتمثل الفرضية العدمية لهذا الإختبار في أن كل سلسلة في بيانات البانل تحتوي على جذر الوحدة، أي $H_0: \rho_i = 0$ من أجل جميع قيم i، بينما تنص الفرضية البديلة على أن بعض السلاسل الفردية (ليس جميعها) تحتوي على جذر الوحدة.

$$H_1 = \begin{cases} \rho_i < 0 & , \quad i = 1,2,\dots,N_1 \\ \rho_i = 0 & , \quad i = N_1+1,\dots,N \end{cases} \dots\dots\dots (14)$$

حيث: $\lim_{n\to\infty}\left(\frac{N_1}{N}\right) = \delta$ مع $0 < \delta \leq 1$

تعرف الاحصائية $\bar{t}$ الخاصة باختبار IPS على أنها متوسط احصائيات Dickey-Fuller الموسع (ADF) الفردية، وذلك كمايلي:

$$\bar{t} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} t_{\rho i}$$

حيث تمثل $t_{\rho i}$ إحصائية t الفردية لإختبار الفرضية العدمية $H_0: \rho_i = 0$ من أجل جميع قيم i الموضحة في المعادلة (14).

تتبع هذه الاحصائية توزيع غير قياسي، وقد أظهر **Im، Pesaran و Shin** إلى أنه في حالة ما إذا كانت درجة التباطؤ ρ_i تختلف عن الصفر من أجل بعض الوحدات المقطعية فإن إحصائية $\bar{t}$ المعيارية لها توزيع طبيعي قياسي $N(0,1)$ ، والتي تعطي بالشكل التالي:

[1] معط الله أمال، **أثر سياسة الانفاق العام على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية باستخدام بيانات panel لحالة الدول العربية: (1999-2019)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة علوم، شعبة: علوم اقتصادية، تخصص: إقتصاد كمي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2020-2021، ص،ص:191،192.

$$t_{IPS} = \frac{\sqrt{N}\left(\bar{t} - \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} E[t_{iT}|\rho_i = 0]\right)}{\sqrt{\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} Var[t_{iT}|\rho_i = 0]}} \Rightarrow N(0,1)$$

حيث يتم حساب $E[t_{iT}|\rho_i = 0]$ و $Var[t_{iT}|\rho_i = 0]$ من طرف **Im**، **Pesaran** و **Shin** عن طريق المحاكاة من أجل قيم مختلفة لـ T و ρ_i.

ثالثا: اختبار Wu and Maddala(1999):[1]

يشبه هذا الإختبار اختبار **Fisher** وقد تم توضيحه بشكل عام من قبل **Wu and Maddala**، أو اختصارا **WM**، ويعتمد على توفيقة من مستويات المعنوية $(P - \text{Value})$ لـ N اختبار فردي مستقل لجذر الوحدة. لتكن $P_i = F_{Ti}(G_i)$ عبارة عن $(P - \text{Value})$ المتعلقة بالإحصائية G_i وهذه الأخيرة عبارة عن إحصائية اختبار لفرضية العدم لجذر الوحدة من اجل المقطع أو الفرد i ، أما $F_{Ti}(G_i)$ فهي عبارة عن دالة الكثافة الإحصائية الفردية لـ G_i بالنسبة للبعد الزمني Ti ، وقد عرف كل من **Wu** و **Maddala** إحصائية الإختبار بالصيغة الآتية:

$$P_{WM} = 2 - \sum_{i=1}^{N} ln(P_i)$$

وفي ظل فرضية الإستقلالية للإحصائيات الفردية، فإن إحصائية WM تتبع توزيع كاي مربع بدرجة حرية $2N$ في حالة $T \to \infty$ *وحالة* N محددة، وبالتالي فإذا كانت أكبر من قيمة كاي مربع الحرجة بدرجة حرية $2N$ عند مستوى دلالة $\alpha\%$ ، يتم رفض فرضية العدم لجذر الوحدة بالنسبة لمجموع الوحدات المقطعية.

يعد إختبار **Wu and Maddala** مشابه لاختبار **IPS** لأنه لم يهمل الفرضية البديلة لجذر الوحدة وإعتبر جذر الإنحدار الذاتي غير متجانس بين الوحدات المقطعية، غير أن **Choi (2001)** اقترح استعمال إحصائية موحدة عندما يكون حجم العينة N كبيرا، وهي معرفة على النحو الآتي:

$$p_s = \frac{1}{2\sqrt{N}}\sum_{i=1}^{N}\left[-2\sum_{i=1}^{N} ln(P_i) - 2\right]$$

[1] أيمن العشوش، **إختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختارت الجيل الأول): تطبيق على عينة من الدول النامية**، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، جامعة اللاذقية، سوريا، المجلد 39، العدد:5، 2017، ص، ص:59،60.

نلاحظ من العلاقة السابقة أنها تتعلق بالإحصائية المتوسطة من النوع $N^{-1}\,P_{WM}$ مركزة ومختصرة وإذا كانت قيمة $(P-\text{Value})$ من النوع iid، فإن استخدام نظرية النهاية المركزية يسمح بالوصول إلى كون:

$(Z_{WM}\sim N(0,1))$ ، وهذا وفق فرضية العدم وبشرط $N\to\infty$.

رابعا: إختبار Breitung (2000)

تتطلب اختبارات LLC و IPS قيمة $N\to\infty$ بحيث تكون $N/T\to 0$ ، أي أن N يجب أن تكون صغيرة بما يكفي بالنسبة إلى T. هذا يعني أن كلا الإختبارين قد لا يحافظان على الحجم الإسمي جيدا عندما يكون N صغيرا أو N صغيرا أو أكبر بالنسبة إلى T.

في الواقع، تظهر نتائج محاكاة Lm وآخرون (2003) أن كلا من IPS و LLC يعانيان من تشوهات في الحجم مع ازدياد N مقارنة بـ T. يدرس بريتونج (2000) القوة المحلية لإحصاءات اختبار IPS و LLC مقابل سلسلة من البدائل المحلية. ويجد بريتونغ أن اختباري IPS و LLC يعانيان من فقدان كبير في القوة إذا تم تضمين إتجاهات فردية محددة. ويرجع ذلك إلى تصحيح التحيز الذي يزيل أيضا المتوسط ضمن سلسلة البدائل المحلية.

يقترح Breitung إحصائية اختبار لا تستخدم تحيزا تعديل تكون قوته أعلى بكثير من تلك الخاصة بشركة ذات مسؤولية محدودة أو إختبارات IPS باستخدام تجارب مونت كارلو. تشير نتائج المحاكاة إلى أن قوة اختبارات LLC و IPS كبيرة حساسة لمواصفات المصطلحات الحتمية. تم الحصول على إحصاء اختبار بريتونغ (2000) بدون تعديل التحيز كما يلي:

الخطوة الأولى هي نفسها LLC، ولكن يتم استخدام $\Delta y_{i,t-l}$ فقط في الحصول على المتبقيات $\widehat{e_{it}}$ و$\hat{v}_{i,t-1}$، ثم يتم تعديل المتبقيات (كما في LLC) لتصحيح التباينات الفردية.

الخطوة الثانية، يتم تحويل المتبقيات $\widehat{e_{it}}$ باستخدام تحويل التعامد الأمامي الذي استخدمه أريلانو وبوفر (1995):

$$e^{*}_{it}=\sqrt{\frac{T-1}{(t-t+1)}}\left(\tilde{e}_{it}-\frac{\tilde{e}_{i,t+1}+\cdots+\tilde{e}_{i,T}}{T_1}\right)$$

أيضا:

مع القاطع والإتجاه : $v^*_{i,t-1}=\tilde{v}_{i,t-1}-\tilde{v}_{i,1}-\frac{t-1}{T}\ \tilde{v}_{iT}$

مع القاطع و بدون الاتجاه: $=\tilde{v}_{i,t-1}-\tilde{v}_{i,1}$

بدون القاطع وبدون الاتجاه: $=\tilde{v}_{i,t-1}$

الخطوة الأخيرة هي تطبيق الإنحدار التجميعي.

$$e^*_{it}=\rho v^*_{i,t-1}+\varepsilon^*_{it}$$

ونحصل على إحصائية t للفرضية $H_0:\rho=0$ والتي لها في النهاية توزيع معياري N(0,1) . مع ملاحظة أنه لا يلزم إجراء أي حسابات أساسية. [1]

خامسا: إختبار Hadri

قام Hadri (2000) ببناء جذر وحدة مضاعف للانغرانج مع التركيز بشكل خاص على أن بعض الخصائص يجب أن تكون ذات دلالة إحصائية لجعل السلسلة غير ثابتة، وبالتالي فإن، فرضيات هذا الإختبار معاكسة للإختبارات السابقة. فإن في هذا الإختبار أي متغيرة λ_{it} هي دالة للاتجاه وبعض الخصائص التي تمثل مسارا عشوائيا.

$$y_{it}=r_{it}+B_it+\varepsilon_{it}$$
$$r_{it}=r_{it-1}+u_{it}+\varepsilon_{it}$$
$$y_{it}=r_{io}+B_it+\sum_{t=1}^{t}u_{it}+\varepsilon_{it}$$

هنا سيتم توليد إحصائية لإختبار عدم ثبات السلسلة. في هذا الإختبار تنص الفرضية الصفرية على أن السمة المميزة ليست حركة عشوائية، وبالتالي فإن السلسلة ثابتة.

$$H_0:\ \lambda=\delta_u^{\,2}/\delta_\varepsilon^{\,2}=0\qquad,\ H_1:\ \lambda=\delta_u^{\,2}/\delta_\varepsilon^{\,2}>0$$

الفرع الثاني: اختبار التكامل المشترك في السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Cointegration)

تستخدم اختبارات التكامل المشترك لنماذج البانل لتحديد ما إذا كانت هناك علاقة توازن طويلة الأجل بين متغيرات سلاسل زمنية متعددة ضمن مجموعة بيانات البانل. تعد هذه الإختبارات مفيدة بشكل خاص عند

[1] Badi H. Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, john Wiley and sons, england, Third Edition, 2005, P,p :243,244.

التعامل مع بيانات سلاسل زمنية غير ثابتة، حيث قد تظهر المتغيرات اتجاهات مع مرور الوقت. إذا وجد التكامل المشترك، فإنه يشير إلى أنه على الرغم من التقلبات قصيرة الأجل، تميل المتغيرات إلى التحرك معا على المدى الطويل، متقاربة نحو توازن مستقر. ومن أشهر اختبارات التكامل المشترك في السلاسل الزمنية المقطعية نجد الإختبارت التالية:

أولا: اختبار Pedroni:[1]

يعتمد اختبار التكامل المشترك على اختبار إستقرارية سلسلة البواقي لنموذج إنحدار يتم اجراؤه باستخدام توليفة خطية من سلاسل زمنية ساكنة عند الفروق الأولى I(1)، فإذا كانت البواقي ساكنة I(0)، فإن ذلك يعني أن السلاسل أو المتغيرات بينها تكامل مشترك أو علاقة ارتباط في الأجل الطويل (Engle-Granger, 1987). وقد قام كل من Pedroni (2004) و Kao (1999) بتوسيع إطار عمل (Engle-Granger) ليشمل الإختبارات التي تتضمن البيانات المقطعية. ويقترح Pedroni مجموعة من اختبارات التكامل المشترك التي تأخذ في الإعتبار إحتمالية عدم تجانس معاملات نماذج الإنحدار (الثوابت والإتجاه العام) عبر القطاعات. لنأخذ بعين الإعتبار الإنحدار التالي:

$$y_{i,t} = \alpha_i + B_{1i}x_{1i,t} + B_{2i}x_{2i,t} + \cdots + B_{Mi}x_{Mi,t} + c_{i,t} \ldots.(15)$$

حيث: $i = 1, \ldots T$ ؛ $i = 1, \ldots N$ ؛ $m = 1, \ldots, M$ ، ويفترض أن التكامل بين السلسلتين X, Y هو من الرتبة الأولى، أي أن كلا السلسلتين I(1). وتمثل المعلمات α_i ، δ_i التأثيرات الفردية ومؤشرات الإتجاه العام حيث: $|\delta_i| \geq 0$ ، $|\alpha_i| \geq 0$

وبموجب الفرض العدمي بعدم وجود تكامل مشترك بين السلستين، فإن البواقي $c_{i,t}$ تكون I(1). والنهج العام لاختبار Pedroni هو الحصول على البواقي من المعادلة (15) ثم اختبار ما إذا كانت البواقي هي I(1) عن طريق تقدير نموذج انحدار إضافي لكل قطاع على حدة على الصورة التالية:

$$c_{it} = \rho_i c_{it-1} + u_{it} \quad \text{or} \quad c_{it} = \rho_i c_{it-1} + \sum_{j=1}^{\rho_i} \psi_{it} \Delta c_{it-j} + v_{it} \ldots.(16)$$

ثم يتم حساب مجموعة من إحصاءات الاختبار $(X_{N,T})$ باستخدام البواقي (v_{it} أو v_{it}) حيث:

[1] السيد الشربيني الأشقر واخرون، **استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية في دراسة السببية بين التأمين والنمو الاقتصادي بدول مجلس التعاون الخليجي**، المجلة العلمية لجامعة الملك فيصل، المجلد:22، العدد:2، 2021، ص ص: 89،90.

$$\frac{X_{N,T} - u\sqrt{N}}{\sqrt{v}} \Rightarrow N(0,1)$$

حيث: u و v هي قيم يتم تقديرها بأسلوب مونتي كارلو.

ثانيا: اختبار كاو: Kao (1999) [1]

قدم كاو (1999) إختبارات رائدة لاختبار التكامل المشترك لبيانات البانل. يستخدم هذا الاختبار نفس اختبار الثبات المتبقي، ومواصفاته موضحة أدناه:

$$y_{it} = \alpha_i + X_{it}\beta + \mu_{it}$$

بافتراض أن جميع المتغيرات المشمولة ذات طبيعة I(1) ، فإن وجود التكامل المشترك يتطلب أن تكون قيمة البواقي u_{it} مستقرة عند المستوى I(0) . قام كاو (1999) ببناء اختبار Kao ADF من معادلة البواقي التي تفترض عدم وجود تكامل مشترك.

$$\Delta\hat{u}_{it} = \widehat{\rho u_{it-1}} + \sum_{j=1}^{p} Q_j \, \Delta\hat{u}_{it-j} + \upsilon_{itp}$$

$$t_{ADF} = \frac{(\hat{\rho} - 1)\left[\left(\sum_{i=1}^{N}(\grave{u}_i Q_i u_i)\right)\right]^{\frac{1}{2}}}{\sqrt{\left(\left(\frac{1}{NT}\right)\sum_{i=1}^{N}\sum_{i=1}^{T}\widehat{v^2}_{itp}\right)}}$$

حيث:

الفرضية العدمية: لا يوجد تكامل.

الفرضية البديلة: يوجد تكامل.

ثالثا: اختبار ويسترلوند Westerlund (2007)

قام ويسترلوند Westerlund (2007) بتطوير أربعة إحصاءات لإختبار التكامل المشترك لنماذج البيانات المدمجة (Ga,Gt,Pa,Pt) استنادا إلى نموذج تصحيح الخطأ (ECM) من خلال النظر في نموذج تصحيح الخطأ

[1] Moman Arched, and others, **Are Karachi Stock Exchange Firms Investment Promoting ? Evidence of Efficient Market Hypothesis Using Panel Cointegration**, Vol :7 ,N :02 ,Asian Development Policy Review , March 2019, P,P :59-60. See : www.aessweb.com

التالي حيث يفترض أن تكون جميع المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول I(1)، يقوم يسترلوند Westerlund (2007) باختبار غياب التكامل المشترك من خلال تحديد ما إذا كان هناك تصحيح خطأ لأعضاء لوحة البانل الفردية أو نموذج البانل ككل.

$$\Delta y_{it} = c + \alpha_{it}\Delta y_{i,t-1} + \cdots + \alpha_{ip}\Delta y_{i,t-p} + \beta_{i0}\Delta y x_{it}$$

$$+\beta_{i1}\Delta x_{i,t-1} + \cdots + \beta_{ip}\Delta x_{i,t-p} + \lambda_i\left(y_{i,t-1} - \emptyset_{i,t-1}\right) + \varepsilon_{it}$$

يعطي λ_{it} تقديرا لسرعة تصحيح الخطأ نحو التوازن طويل الأجل. تختبر إحصائيتي الإختبار Ga و Gt الفرضية الصفرية $(H_0 = 0: \ \lambda_i = 0)$ لجميع قيم i مقابل الفرضية البديلة $(H_a = 0 : \ \lambda_i < 0)$ من أجل قيمة i واحدة على الأقل. تبدأ هذه الإحصائيات من متوسط مرجح لقيم λ_i المقدرة فرديا ونسب t الخاصة بها على التوالي.

من ناحية أخرى، تجمع إحصاءات اختبار Pa و Pt المعلومات على جميع وحدات المقطع العرضي لإختبار الفرضية الفرضية الصفرية $(H_0 = 0: \ \lambda_i = 0)$لجميع قيم i مقابل الفرضية البديلة $(H_a = 0 : \ \lambda_i < 0)$ من كل قيمة لـ i. وبالتالي ينظر إلى رفض الفرضية الصفرية على أنه وجود تكامل لنموذج البانل ككل.

قام ويسترلوند Westerlund (2007) بتحديد غير متجانس تماما لكل من الأجزاء طويلة وقصيرة الأجل من نموذج تصحيح الأخطاء.[1]

[1] Henry Tumwebaze, **An Econometric Analysis of COMESA Exports and Economic Growth Performance during 1980-2010**, International Journal of Economics and Business Studies, volume :4, N : 1-2, spring and fall 2014, PP :50,51.

المبحث الثاني: النموذج القياسي

فيما يلي نحاول دراسة تأثير أزمة الدين السيادي اليوناني على الأسواق المالية، باستعمال منهجية البانل، وبالإستعانة ببرنامج Eviews 12 في معالجة المتغيرات واختبارها وتقدير النموذج المناسب.

المطلب الأول: توصيف النموذج

لدراسة تأثير أزمة الدين السيادي على الأسواق المالية وذلك في إطار دراسة تجريبية قياسية على مجموعة مختارة من الدول الأوروبية خلال فترة زمنية ذات بيانات ربع سنوية تمتد من سنة 2009 إلى سنة 2022.

الفرع الأول: عينة الدراسة

شملت الدراسة 8 دول أوروبية، وتتمثل هذه الدول في اليونان، البرتغال، إيرلندا، إيطاليا، المانيا، فرنسا، فنلندا والنمسا.

تمتد الدراسة من الربع الأول من سنة 2009 الى الربع الأخير من سنة 2022 $(T = 56)$.

حجم الدراسة: $(N*T = 8*56 = 448)$

N: تمثل عدد الدول في الدراسة وهي ثمانية ، T : يمثل الزمن $(2006\ Q_1 - 2022\ Q_4)$

الفرع الثاني: متغيرات الدراسة

تم الاعتماد في النموذج المقترح لقياس وتحليل أثر أزمة الديون السيادية اليونانية على الأسواق المالية الأوروبية المختارة على المتغيرات التالية:

أولا: المتغير التابع:

مؤشر سوق الأوراق المالية: (Stock market exchange)، ونرمز به بالرمز : STOCK، وحدة القياس: نقطة.

ثانيا: المتغيرات المستقلة: تتمثل في المتغيرات التالية:

- **الدين الخارجي:** (External debt)، نرمز له بالرمز: debt، وحدة القياس: أورو.
- **الناتج المحلي الإجمالي:** (Gross Domestic Product)، نرمز له بالرمز: gdp، وحدة القياس: أورو.

- **معدل التضخم**: ويرمز له بالرمز (Inflation)، نرمز له بالرمز: (inflation)، وحدة القياس: نسبة مئوية.
- **العرض النقدي بالمفهوم الواسع**: (Broad money supply: M2)، نرمز له بالرمز M2، وحدة القياس: أورو.
- **مؤشر الإنفتاح التجاري**:(Trade openness index) ، تم حسابه بجمع الصادرات والواردات من السلع والخدمات بالأسعار الجارية مقاسا بالأورو مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، ونرمز له بالرمز tradeop ، وحدة القياس: بالمائة.

الجدول رقم (12) يبين المتغيرات المستخدمة في النموذج مع رموزها ومصادر بيانات هذه المتغيرات.

الجدول رقم (12): متغيرات الدراسة ومصادر بيانات

المتغير	الرمز	مصدر البيانات
مؤشر سوق الأوراق المالية	STOCK	-مصدر البيانات لكل من اليونان، فنلندا، النمسا، البرتغال، المانيا، إيطاليا، فرنسا هو: Stooq.com -مصدر البيانات بالنسبة لإيرلندا هو: **www.investing.com**
الدين الخارجي	Debt	- مصدر البيانات لكل من اليونان، إيرلندا، النمسا، البرتغال، المانيا، إيطاليا، فرنسا هو: **Data.ecb.europa.eu** - مصدر البيانات بالنسبة لفنلندا هو: **Pxdata.stat.fi**
الناتج المحلي الإجمالي	Gdp	- مصدر بيانات لفنلندا، النمسا، البرتغال، المانيا، إيطاليا هو: **IFS Data** - مصدر البيانات بالنسبة لإيرلندا هو: **Fred** - مصدر البيانات بالنسبة لليونان هو: **Statistics.gr** -مصدر بيانات فرنسا هو: **Federal Reserve Economic Data**
التضخم	Inflation	-مصدر البيانات بالنسبة لفرنسا، إيرلندا، البرتغال، إيطاليا، ألمانيا، فنلندا هو: **data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm** - مصدر البيانات بالنسبة لليونان هو: **Federal Reserve Bank Of ST.Louis** -مصدر البيانات بالنسبة للنمسا هو: **data.ecb.europa.eu**
المعروض النقدي بعناه الواسع	M2	-مصدر البيانات بالنسبة لليونان هو: **opendata.bankgreece.gr** -مصدر البيانات بالنسبة للبرتغال هو: **pstat.bpportugal.pt** -مصدر البيانات بالنسبة لإيرلندا هو: **www.centralbank.ie** -مصدر البيانات بالنسبة لإيطاليا هو: infostat.bancaditalia.it -مصدر البيانات بالنسبة لفرنسا هو: webstat.banque-france.fr -مصدر البيانات بالنسبة لألمانيا هو: bundesbank.de/dynamic/action/en/statistics/time-series-database -مصدر البيانات بالنسبة لفنلندا هو: www.suomenpankki.fi -مصدر البيانات بالنسبة للنمسا هو: https://oenb.at
الإنفتاح التجاري	Tradeop	-مصدر بيانات صادرات وواردات كافة الدول محل الدراسة: IFS DATA

المصدر: من إعداد الباحث

الفرع الثالث: الوصف الإحصائي للمتغيرات

متوسط مؤشر سوق الأوراق المالية بلغ 82110.102 نقطة، حيث تصل قيمته القصوى 41954.00 بينما تبلغ قيمته الصغرى 542.1200 ، بلغ متوسط الدين الخارجي 1.88E+17 أورو، ووصلت قيمته القصوى إلى 6.81E+12 أورو، بينما بلغت قيمته الصغرى 3.12E+08 أورو، بلغ متوسط معدل التضخم 1.571987 بالمائة، ووصلت قيمته القصوى إلى 11.70000 بالمائة، بينما بلغت قيمته الصغرى (6.10000-) بالمائة، بلغ متوسط الناتج المحلي الإجمالي 2.95E+16 أورو، ووصلت قيمته القصوى إلى 6.50E+18 أورو، بينما بلغت قيمته الصغرى 73421720 أورو، بلغ متوسط المعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) 8.03E+15 أورو، ووصلت قيمته القصوى إلى 1.02E+17 أورو، بينما بلغت قيمته الصغرى 5.28E+10 أورو، وبلغ متوسط معدل الانفتاح التجاري 90.75347 بالمائة، ووصلت قيمته القصوى إلى 270.9300 بالمائة بينما بلغت قيمته الصغرى 45.56309 بالمائة. والجدول رقم (13) يوضح الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة .

الجدول رقم (13): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	STOCK	Debt	Gdp	M2	Inflation	Tradeop
Mean	82110.102	1.88E+17	2.95E+16	8.03E+15	1.571987	90.75347
Median	6126.060	1.70E+17	5.06E+10	3.77E+12	1.200000	81,21760
Maximum	41954.00	6.81E+12	6.50E+18	1.02E+17	11.70000	270.9300
Minimum	542.1200	3.12E+08	73421720	5.28E+10	-6.10000	45.56309
Std. Dev.	6745.4467	1.96 E+17	4.32E+17	2.16E+16	2.197619	40.421134
Skewness	1.828973	0.737930	14.86359	2.553193	1.397226	1.794515
Kurtosis	7.397231	2.295098	221.9596	8.231348	7.456959	6.114305
Jarque –Bera	610.7024	49.93427	911437.3	997.5875	516.5711	421.4938
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	36781.26	8.40E+19	1.32E+19	3.60E+18	3.65E+18	40657.55
Sum Sq. Dev	2.03E+10	1.72E+37	8.34E+37	2.09E+35	2158.8005	730346.5
Observations	448	448	448	448	448	448

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

المطلب الثاني: دراسة الإستقرارية والتكامل المشترك للبيانات المدمجة:

نقوم بدراسة الإستقرارية لكل متغير ونتحقق من وجود علاقة التكامل المشترك للبيانات المدمجة أو عدم وجودها.

الفرع الأول: دراسة الإستقرارية للبيانات المدمجة:

قبل القيام بتقدير نموذج البانل، لابد من فحص إستقرارية السلسلة المقطعية لكل متغير من متغيرات الدراسة، ونستعمل في إختبار جذر الوحدة اختبارات (LLC, IPS, ADF-FISHER, PP-FISHER)، والنتائج يوضحها الجدول التالي:

الجدول رقم (14): نتائج اختبارات الإستقرارية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	LLC		IPS		ADF-FISHER		PP-FISHER	
	عند المستوى	الفرق الأول	عند المستوى	الفرق الأول	عند المستوى	الفرق الأول	عند المستوى	الفرق الأول
	Individual intercept							
STOCK	-1.35765	-16.8187	-1.49872	-16.8357 *	33.5091	243.622	31.8140	240.145 **
Debt	-4.23167	-13.8901	-7.33585	-21.7172 *	102.987	288.462 *	127.775	190.468 *
Gdp	-7.45279	-16.4983 *	-11.4555	-15.1600 *	166.845	239.342 *	156.161	207.459 *
inflation	-1.48826	-13.3139 *	-3.76430	-13.2744 *	40.4678	178.989 *	30.6329	193.277 *
M2	4.47662	-21.4333 *	1.99090	-20.3467 *	26.7898	252.355 *	34.7292	244.192 *
Tradeop	-2.055	-22.2065 *	-0.40835	-23.3225 *	18.2387	328.560 *	22.5925	296.930 *
	Individual intercept and trend							
STOCK	0.30419	-16.6903 *	-0.36854	-16.4259 *	27.319	205.276 *	22.6416	218.410 **
Debt	-5.52077	-12.8195 *	-8.41357	-21.4261 *	112.375	258.057 *	132.209	180.324 *
Gdp	-7.83690	-16.0313 *	-10.3949	-14.5261 *	-140.447	213.861 **	135.261	200.017 *
inflation	-2.11636	-12.6668 *	-3.73520	-12.0018 *	40.6242	145.655 *	18.9265	158.404 *
M2	1.96818	-15.4003 *	0.97463	-15.5233 *	24.8107	191.620 *	38.9706	200.869 *
tradeop	-5.62929	-22.0384 **	-5.11382	-23.1144 *	62.5550	294.502 *	81.6666	259.636 **
	No Intercept And No trend							
STOCK	-2,63456	-18.8272 *			21.5142	441.050 *	20.9150	445.041 *
Debt	1.52620	-19.2223 *			8.74476	944.525 *	205339	1650.31 *
Gdp	-1.49769	-18,6185 *			226.446	597.918 *	231.617 *	1597.18 *
Inflation	-5.92807	-15.7002 *			53.5710	314.447 *	40.6598	342.293 *
M2	4.14423	-17.8459 *			10.8673	926.843 *	21.3133	1167.01 *
tradeop	4,36902	-20.8196 *			0.98116	830.376 *	1.01464	1416.36 *

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

ملاحظة: (*) معنوية عند 1% ، (**) معنوية عند 5% .

أظهرت النتائج الموضحة في الجدول رقم (14) أن السلاسل الزمنية المدمجة للدول محل الدراسة سواء للمتغير المستقل في دراستنا (STOCK) أو المتغيرات التابعة (debt, gdp, inflation, M2, tradeop) غير مستقرة عند المستوى I(0) ، وبالمقابل فإن كل هذه المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول I(1) .

الفرع الثاني: اختبار للتكامل المشترك للبيانات المدمجة

بما أن متغيرات الدراسة كلها مستقرة عند الفرق الأول، فقد تم إجراء إختبار التكامل المشترك لبيدروني Pedroni Cointegration Test وذلك للتحقق من وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة أم لا. وبتطبيق اختبار بيدروني تشير النتائج الواردة في جدول رقم (15) إلى غياب علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة والمتكاملة من نفس الدرجة حيث تظهر احتمالية أغلب الاختبارات أنها أكبر من مستوى المعنوية 5% ، مما يعني قبول الفرضية العدمية التي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك.

الجدول التالي يبين نتائج اختبار بدروني للتكامل المشترك.

الجدول رقم (15): نتائج اختبار بدروني للتكامل المشترك (Pedroni Residual Cointegration)

الإختبار	Panel		Group	
Prob	**Statistic**	**Prob**	**Statistic**	**Prob**
V-Statistic	0.846833	0.1985	-	-
Rho-statistic	-0.743233	0.2287	-0.208554	0.4174
PP-Statistic	-1.89015	0.0288	-2.057958	0.0198
ADF-Statistic	-1.128267	0.1296	-0.367416	0.3567

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

المطلب الثالث: تقدير النموذج

بما أنه لايوجد تكامل مشترك فإن ذلك يعني وجود علاقات توازنية طويلة الأجل، وتعتبر نماذج الأشعة الذاتية للبيانات المدمجة (PVAR) الأكثر ملائمة لتقدير نموذج الدراسة، وقبل ذلك يجب تحديد عدد التأخيرات المثلى للنموذج المراد تقديره.

الفرع الأول: تحديد التأخيرات المثلى للنماذج المقدرة:

تظهر نتائج معالجة البيانات أن كل من هذه المعايير ينتج أطوالا مثالية مختلفة للتأخر. وحسب معيار SC فإن طول التأخر الأمثل هو 2، بينما يشير معيار HQ إلى طول تأخر أمثل يقدر بـ 3 فترات تأخير، ويشير AIC إلى طول تأخر أمثل وهو 5، ومنه نختار تأخر أمثل بـ 5 فترات.

الجدول رقم (16) يوضح نتائج تحديد التأخيرات المثلى للنماذج المقدرة.

الجدول رقم (16): نتائج التأخيرات المثلى للنماذج المقدرة

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-53616.41	NA	7.9e+113	279.2834	279.3451	279.3079
1	-51952.35	3267.744	1.6e+110	270.8039	271.2360	270.9753
2	-51770.04	352.2748	7.6 e+109	270.0419	270.8444*	270.3602
3	-51675.60	179.5452	5.6e+109	269.7375	270.9103	270.2027*
4	-51624.53	95.49136	5.2e+109	269.6590	271.2022	270.2711
5	-51555.66	126.6072	4.4e+109*	269.4878*	271.4014	270.2468
6	51536.37	34.86242	4.8e+109	269.5749	271.8588	270.4808
7	-51506.59	52.89033	5.0e+109	269.6073	272.2616	270.6601
8	-51469.07	65.46788*	4.9e+109	269.5993	272.6240	270.7991

المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على مستخرجات Eviews 12

الفرع الثاني: تقدير نموذج Pvar

تتطلب منهجية تحليل (Panel Var) في المرحلة الأولى تقدير كل من نموذج الآثار الثابتة (FEM) ونموذج الآثار العشوائية (REM)، وفي المرحلة الثانية تجرى المقارنة بين هذين النموذجين باستخدام اختبار هوسمان. الجدول رقم (17) يبين نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية (REM).

الجدول رقم (17): تقدير معاملات نموذج PVAR

المتغيرات	تقدير نموذج التأثيرات الثابتة		تقدير نموذج التأثيرات العشوائية	
	المعاملات	الاحتمال	المعاملات	الاحتمال
C	1147.219	0.0027	1143.631	0.0022
STOCK(-1)	0.954607	0.0000	0.963448	0.0000
STOCK(-2)	0.004633	0.9502	-0.003387	0.9607
STOCK(-3)	-0.020372	0.7957	-0.020346	0.7831
STOCK(-4)	-0.003293	0.9682	-0.031877	0.6825
STOCK(-5)	0.032085	0.5717	0.054210	0.3074
DEBT(-1)	2.89E-15	0.0203	2.51E-15	0.0313
DEBT(-2)	4.26E-16	0.7572	5.53E-16	0.6659
DEBT(-3)	-4.72E-16	0.7296	-2.23E-16	0.8590
DEBT(-4)	-3.25E-15	0.0202	-3.82E-15	0.0032
DEBT(-5)	3.74E-16	0.7749	9.76E-16	0.4243
GDP(-1)	-3.08E-16	0.3173	-2.22E-16	0.4401
GDP(-2)	4.10E-16	0.2975	3.33E-16	0.3631
GDP(-3)	-1.57E-16	0.7105	-5.04E-17	0.8977
GDP(-4)	-5.89E-17	0.8826	-1.02E-16	0.7836
GDP(-5)	-4.75E-18	0.9880	5.48E-17	0.8513
M2(-1)	1.66E-14	0.1361	2.02E-14	0.0544
M2(-2)	1.35E-14	0.2335	1.09E-14	0.3087
M2(-3)	3.45E-14	0.0037	3.67E-14	0.0011
M2(-4)	1.97E-14	0.0569	1.92E-14	0.0498
M2(-5)	-6.27E-14	0.0000	-6.58E-14	0.0000
INFLATION(-1)	53.79127	0.6011	89.19639	0.3527
INFLATION(-2)	-132.4625	0.3695	-103.2240	0.4539
INFLATION(-3)	218.5168	0.1339	129.8336	0.3396
INFLATION(-4)	-8.399507	0.9542	-12.87852	0.9247
INFLATION(-5)	-204.1241	0.0498	-169.2202	0.0794
TRADEOP(-1)	-16.66426	0.2920	-12.61217	0.3536
TRADEOP(-2)	-5.563654	0.7346	-4.637520	0.7445
TRADEOP(-3)	15.18156	0.3642	9.420563	0.5074
TRADEOP(-4)	-2.969513	0.8598	-4.455177	0.7589
TRADEOP(-5)	0.095036	0.9953	2.664811	0.8481
R-squared	0.930565		0.919111	
Adjusted R-squared	0.913578		0.912674	
F-statistic	54.78055		142.7897	
Prob(F-statistic)	0.000000		0.000000	

المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على مستخرجات Eviews 12

كانت نتائج اختبار هوسمان أن النموذج الأنسب هو نموذج التأثيرات العشوائية. وهو ما يبينه الجدول رقم (18)

الجدول رقم (18): نتائج اختبار هوسمان للتأثيرات العشوائية

إختبار التأثيرات العشوائية	إحصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية
Period random	34.237050	0.2715

المصدر: من إعداد الباحث، اعتمادا على مستخرجات Eviews 12

كانت نتائج اختبار هوسمان (Hausman Test) أن النموذج الأنسب هو نموذج التأثيرات العشوائية. وهو ما يبينه الجدول رقم (18) .

تثبت نتائج اختبار فيشر لنماذج التأثيرات العشوائية (REM) في الجدول رقم (17) دلالة النموذج ككل عند مستوى دلالة 1%، وجودة النموذج المقدر إحصائيا، حيث بلغ معامل التحديد 91.9111 % حيث تعكس هذه النسبة القدرة التفسيرية للنموذج، ، وتبين أثر المتغيرات المستقلة ومدى مساهمتها في تحديد وتفسير التغيرات الحاصلة في مؤشر سوق الأوراق المالية، فهذا النموذج يمتلك على القدرة على تفسير 91.9111 % يعود سببها إلى المتغيرات المستقلة، كما تبين نتائج تقدير نماذج التأثيرات العشوائية (REM) ما يلي:

- وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين تأثير تقلبات مؤشر الأسواق المالية للفترة السابقة (t-1) وقيمته الحالية عند مستوى معنوية 1 %، مما يفسر ديناميكية العلاقة الزمنية في المدى القصير بين تحركات مؤشر الأسواق المالية وتقلباته السابقة.

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية احصائية قصيرة الأجل للتغيرات في مستوى الدين الخارجي عند الفترة (t-1) على مؤشر الأسواق المالية عند مستوى معنوية 5%. فزيادة الدين الخارجي في الفترة (t-1) بـ 1 أورو يؤدي إلى زيادة قدرها 2.51E-15 نقطة في مؤشر سوق الأوراق المالية.

- **التفسير:**

- من الصعب حدوث تأثير إيجابي قصير المدى لإرتفاع الدين الخارجي على الأسواق المالية، غير أن السوق المالي قد يشهد بعض الارتفاعات الموقتة بسبب التوقعات المحسنة أو التدخلات الحكومية، فحدوث ارتفاع مؤقت في الأسعار قد يؤدي إلى ضخ السيولة أو التدخل الحكومي في محاولة لتخفيف

أزمة الدين السيادي إلى ارتفاع مؤقت في أسعار الأسهم والسندات، وفي حالات أخرى مثل حدوث التغيرات في أسعار الصرف فإن ذلك يؤثر على الشركات التي تتعامل بالعملات الأجنبية.

- وجود علاقة سلبية أي عكسية ذات دلالة إحصائية قصيرة الأجل للتغيرات في مستوى الدين الخارجي عند الفترة (t-4) على مؤشر الأسواق المالية وذلك عند مستوى معنوية 1 %.

- **التفسير:**

- يفسر هذا التأثير بأن الدين الخارجي يؤثر بشكل كبير على الأسواق المالية، حيث يمكن أن يؤدي إلى عدم الاستقرار المالي وتقلبات في أسعار الصرف، وزيادة في أسعار الصرف، وزيادة مخاطر التخلف عن السداد، وانخفاض النمو الاقتصادي، كما يمكن أن يؤثر على الثقة في الاقتصاد المحلي ويزيد الضغوط التضخمية.

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 10% عند الفترة (t-1) للمعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) على عوائد سوق الأوراق المالية، فزيادة للمعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) في الفترة (t-1) بـ 1 أورو يؤدي إلى زيادة قدرها 2.02E-14 نقطة في مؤشر سوق الأوراق المالية.

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% عند الفترة (t-3) للمعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) على عوائد سوق الأوراق المالية، فزيادة للمعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) في الفترة (t-3) بـ 1 أورو يؤدي إلى زيادة قدرها 3.67 E-14 نقطة في مؤشر سوق الأوراق المالية.

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 5% عند الفترة (t-4) للمعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) على عوائد سوق الأوراق المالية، فزيادة للمعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) في الفترة (t-4) بـ 1 أورو يؤدي إلى زيادة قدرها 1.92E-14 نقطة في مؤشر سوق الأوراق المالية.

- **التفسير:**

- يفسر التأثير الإيجابي لعرض النقود بمعناه الواسع (M2) على عوائد سوق الأوراق المالية في الأجل القصير في الفترات (t-1)،(t-3) و (t-4) بأن الزيادة في العرض النقدي بمعناه الواسع (M2) تؤدي إلى

انخفاض أسعار الفائدة مما يشجع الإستثمار والإنفاق وبالتالي يساهم في تحفيز النمو الإقتصادي، وبالتالي تحقق الشركات أداء أفضل ويؤدي في الأخير إلى زيادة أسعار الأسهم وزيادة عوائد الاسواق المالية.

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% في الأجل القصير عند الفترة (t-5) للمعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) على عوائد سوق الأوراق المالية، فزيادة للمعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) في الفترة (t-5) بـ 1 أورو يؤدي إلى انخفاض قدره (6.58 E-14-) نقطة في مؤشر سوق الأوراق المالية.

التفسير:

- زيادة العرض النقدي تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم، الأمر الذي يدفع بالمستثمرين للبحث عن ملاذات آمنة، كما أن التضخم قد يؤدي إلى زيادة تكاليف إنتاج الشركات مما يقلل من حجم أرباحها وبالتالي يؤثر سلبيا على أسعار الأسهم.
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 10% عند الفترة (t-5) للتضخم على عوائد سوق الأوراق المالية، فزيادة معدل التضحم في الفترة (t-5) بـ 1 % يؤدي إلى انخفاض (169.2202-) نقطة في مؤشر سوق الأوراق المالية.

- **التفسير:**

- يؤثر التضخم سلبيا على الأسواق المالية في الأجل القصير من خلال انخفاض القيمة الحقيقية لعائدات الأسواق المالية نتيجة انخفاض القدرة الشرائية للأموال. ويمكن أن يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى زيادة تكاليف الإنتاج للشركات مما يؤثر سلبا على أرباحها وأسعار أسهمها.

الفرع الثالث: اختبار السببية: PANEL CAUSALITY

فيما يخص العلاقات القصيرة الأجل، أكدت نتائج اختبارات السببية الموضحة في الجدول رقم (19) باستخدام Pairwise Dumitrescu Hurlin النتائج التالية:

- وجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1 % لعوائد سوق الأوراق المالية باتجاه مستوى الدين الخارجي ووجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% لمستوى الدين الخارجي باتجاه عوائد أسواق الأوراق المالية.

- وجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% لعوائد سوق الأوراق المالية باتجاه الناتج المحلي الاجمالي وعدم وجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% للناتج المحلي الاجمالي باتجاه عوائد أسواق الأوراق المالية.
- وجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% لعوائد سوق الأوراق المالية باتجاه التضخم ووجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% للتضخم باتجاه عوائد أسواق الأوراق المالية.
- وجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% لعوائد سوق الأوراق المالية اتجاه المعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) وعدم وجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% للمعروض النقدي بمعناه الواسع (M2) باتجاه عوائد أسواق الأوراق المالية.
- عدم علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% لعوائد سوق الأوراق المالية اتجاه الانفتاح التجاري وعدم وجود علاقة سببية للانفتاح التجاري باتجاه عوائد أسواق الأوراق المالية.

الجدول رقم (19):نتائج اختبارات السببية لنموذج PVAR المقدر

الفرضية العدمية	W-Stat	Zbar-Stat	Prob
مؤشر سوق الأوراق المالية لا يؤثر سببيا في الدين الخارجي	12.2369	5.42193	6.E-08
الدين الخارجي لا يؤثر سببيا في مؤشر سوق الأوراق المالية	12.1530	5.35669	8.E-08
مؤشر سوق الأوراق المالية لا يؤثر سببيا في الناتج المحلي الإجمالي	20.5367	11.8748	0.0000
الناتج المحلي الإجمالي لا يؤثر سببيا في مؤشر سوق الأوراق المالية	6.28365	0.79341	0.4275
مؤشر سوق الأوراق المالية لايؤثر سببيا في التضخم	30.9817	19.9955	0.0000
التضخم لايؤثر سببيا في مؤشر سوق الأوراق المالية	8.57409	2.57416	0.0100
مؤشر سوق الأوراق المالية لايؤثر سببيا في المعروض النقدي M2	22.1314	13.1146	0.0000
المعروض النقدي M2 لا يؤثر سببيا مؤشر على سوق الأوراق المالية	7.31933	1.59862	0.1099
مؤشر سوق الأوراق المالية لايؤثر سببيا في الإنفتاح التجاري	4.21080	-0.81818	0.4133
الإنفتاح التجاري لا يؤثر سببيا مؤشر على سوق الأوراق المالية	4.49798	-0.59491	0.5519

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مستخرجات برنامج EVIEWS 12

خلاصة الفصل الرابع:

تم التطرق في هذا الفصل إلى التعرف على نماج بيانات البانل، وقمنا خلال هذا الفصل بدراسة قياسية اقتصادية باستخدام نماذج الإنحدار الذاتي (Panel Var) لتقدير تأثير أزمة الدين السيادي على الأسواق المالية لعينة متكونة من ثمانية دول أوروبية خلال الفترة الممتدة من الربع الأول من سنة 2009 إلى الربع الأخير من سنة 2022. وتم وضع مستوى الدين الخارجي كمتغير ممثل لأزمة الدين السيادي.

أظهرت النتائج لنماذج التأثيرات العشوائية (REM) مايلي:

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية احصائية قصيرة الأجل للتغيرات في مستوى الدين الخارجي عند الفترة (t–1) على مؤشر الأسواق المالية عند مستوى معنوية 5%.
- وجود علاقة سلبية أي عكسية ذات دلالة إحصائية قصيرة الأجل للتغيرات في مستوى الدين الخارجي عند الفترة (t-4) على مؤشر الأسواق المالية وذلك عند مستوى معنوية 1%.

- أظهر اختبار السببية وجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% لعوائد سوق الأوراق المالية باتجاه مستوى الدين الخارجي ووجود علاقة سببية ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 1% لمستوى الدين الخارجي باتجاه عوائد أسواق الأوراق المالية.
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية قصيرة الأجل للتغيرات في العرض النقدي بمعناه الواسع عند الفترات (t-1) ، (t-3) ، (t-4) على مؤشر الأسواق المالية، ووجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية قصيرة الأجل للتغيرات في العرض النقدي بمعناه الواسع (M2) عند الفترة (t-5)على مؤشر الأسواق المالية.
- عدم وجود تأثير للناتج المحلي الإجمالي على الأسواق المالية.
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية عند مستوى معنوية 10% عند الفترة (t-5) للتضخم على عوائد سوق الأوراق المالية.

- عدم وجود تأثير للإنفتاح التجاري على الأسواق المالية.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

السوق المالي هو وسيلة لعرض أموال المدخرين بالطلب عليها من المستثمرين والوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع على أفضل استخداماتها (الإستثمارات). ويوجد نوعين للأسواق المالية هما السوق النقدي وسوق رأس مال، ويعرف السوق المالي الكفء على أنه السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وبالنسبة لسوق الأوراق المالية فهو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، ولديه مؤشراته التي تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة والتنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق وتقدير مخاطر المحفظة، ومن أهم الأدوات التي ينم تداولها في سوق الأوراق المالية نجد الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

الأزمة المالية هي تدهور حاد في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة من الدول وتتسم بفشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والانعكاس السلبي على قيمة العملة وأسعار الأسهم وتدهورها. وتنقسم الأزمات المالية إلى أنواع رئيسية هي أزمة أسواق المال، أزمة المديونية، أزمة العملة والأزمة المصرفية. وشهد التاريخ حدوث العديد من الأزمات المالية ولعل من أهم هذه الأزمات نذكر أزمة الكساد العظيم عام 1929 التي تعتبر أكبر فترة تدهور اقتصادي عرفها التاريخ الحديث، حيث بدأت هده الأزمة من الولايات المتحدة الامريكية مع انهيار بورصة وول ستريت وتبعه ذلك انهيار سوق الأسهم الأمريكية لتنهار جميع المؤسسات المالية الأمريكية، وانتقلت الأزمة المالية إلى جميع دول العالم تقريبا، كما تعد أزمة 2008 من بين أشد الأزمات المالية العالمية تأثيرا، حيث صنفت بأنها الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير عام 1929، بدأت هذه الأزمة في الولايات المتحدة وتوسعت لتشمل معظم أنحاء العالم، أدت هذه الأزمة إلى حدوث أدى الى انكماش اقتصادي عالمي وتأثيرات سلبية على الأسواق المالية وتسببت في آثار واسعة على المستوى العالمي، بما في ذلك الركود وتراجع التجارة العالمية، وارتفاع معدلات البطالة، كما أدت إلى تراجع النمو الإقتصادي في العديد من البلدان، وتأثر القطاع المالي والمصرفي بشكل كبير.

أزمة الديون السيادية هي فشل الحكومة في القيام بخدمة ديونها المقومة بالعملات الأجنبية لعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة عليها بموجب الدين السيادي. يمكن أن تنجم أزمات الدين السيادي عن عوامل مثل الصدمات الاقتصادية أو الركود، وسوء إدارة الديون، انخفاض الإيرادات الحكومية وارتفاع مستوى الدين الحكومي. لأزمة الدين السيادي آثار كبيرة واسعة النطاق فهي تؤدي للانكماش الاقتصادي، فقدان

الوظائف، اضطرابات إجتماعية ناجمة عن تطبيق إجراءات تقشفية، ويمكن أن تؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية وانخفاض قيمة العملات، علاوة على ذلك يمكن أن تؤثر على التجارة الدولية وإضعاف النمو الاقتصادي العالمي.

نتائج الدراسة:

خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نوردها فيما يلي:

- الأسواق المالية هي مكان إلتقاء البائعين والمشترين لإتمام الصفقات المالية فيما بينهم وتبادل الأصول المالية، يكون هذه التبادل قصير الأجل أو متوسط الأجل أو طويل الأجل.
- تقوم الأسواق المالية بوظائف عديدة كالمساهمة في تعظيم الثروة المتمثلة في القيمة الرأسمالية للأوراق المالية وارتفاع قيمة الأسهم، توفير المعلومات الخاصة بالإستثمارت، نقل رؤوس الأموال من القطاعات الفائضة إلى قطاعات العجز، تقوم بجذب المستثمرين من خارج البلاد، وتقوم بسد الفجوة التمويلية للمشاريع التي تنتج عن توقف البنوك، وتقلل مخاطر الإستثمارات.
- للسوق المالية نوعين هما السوق النقدية التي تتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل والنوع الآخر هو سوق رأس المال الدي يختص بالتمويل الطويل الأجل.
- الأزمة المالية هي نطاق أوسع من الاضطرابات، مثل الانخفاض الحاد في أسعار الأصول واخفاقات الوسطاء الماليين الكبار أو اضطراب أسواق الصرف الأجنبي، وللأزمة المالية أنواع، فنجد أزمة أسواق المال، أزمة المديونية، الأزمة المصرفية وأزمة العملة.
- الديون السيادية هي الدين المترتب على الحكومات ذات السيادة وتتخذ أغلب هذه الديون شكل سندات، وتقع أزمة الدين السيادي في حالة فشل الحكومة في القيام بخدمة ديونها المقومة بالعملات الأجنبية لعدم قدرتها على تدبير العملات اللازمة لسداد الالتزامات المستحقة عليها بموجب الدين السيادي.
- في عام 2009، أثار عجز الموازنة المتضخم في اليونان مخاوف بشأن استدامة ديون البلاد. وأدى ذلك إلى أزمة الديون السيادية اليونانية.
- تسببت أزمة الديون السيادية اليونانية في آثار سلبية محليا كانخفاض التصنيف الإئتماني للسندات اليونانية، تباطؤ النمو الإقتصادي، ارتفاع مستوى الأسعار، رتفاع العجز والديون، وخلفت آثارا سلبية على المجتمع.

- تسببت أزمة الديون السيادية اليونانية في آثار سلبية على دول منطقة اليورو كحدوث إضطرابات الأسواق المالية الأوروبية وتراجع مؤشرات الاقتصاد الكلي لدول منطقة اليورو.
- كشفت نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية عن وجود علاقة موجبة في فترة معينة وسلبية في فترة معينة أخرى في المدى القصير الأجل للتغيرات في مستوى الدين الخارجي على عوائد الأسواق المالية.
- كشفت نتائج اختبار السببية عن وجود علاقة سببية للتغيرات في مستوى الدين الخارجي على عوائد مؤشر الأسواق المالية ووجود علاقة سببية لعوائد مؤشر سوق الأوراق المالية على التغيرات في مستوى الدين الخارجي.

❖ **اختبارات الفرضيات:**

انطلاقا مما تم تناولناه في هذه الدراسة سواء بجانبها النظري والتطبيقي قمنا بتفحص الفرضيات وتوصلنا إلى أن هذه الفرضيات هي فرضيات قوية من خلال اختبارها:

❖ **اختبار الفرضية الأولى:**

الأسواق المالية هي مكان التقاء البائعين والمشترين لإتمام الصفقات المالية فيما بينهم وتبادل الأصول المالية فيما بينهم، ويمكن أن يكون هذا التبادل قصير الأجل أو طويل الأجل، ومن الأدوات المتداولة فيه توجد الأسهم والسندات والمشتقات المالية. وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

❖ **اختبار الفرضية الثانية:**

تتسبب الأزمات المالية العالمية في نتائج مدمرة على الاقتصادات والمجتمعات، حيث تؤدي إلى تدهور الأوضاع الاقتصادية، وزيادة معدلات البطالة، وتراجع المستوى المعيشي، كما تؤثر سلبا على الاستثمار والنمو الاقتصادي وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

❖ **اختبار الفرضية الثالثة:**

حدثت أزمة الدين السيادي اليونانية بسبب عوامل داخلية وخارجية، فالعوامل الداخلية تتمثل في عدم توازن القطاعات الإقتصادية لليونان والإفراط في الإنفاق الحكومي والإيرادات الحكومية الضعيفة وارتفاع القدرة الإستثمارية للجمهور العام، والمشاكل الموجودة في نظام التقاعد، والتنظيم الهيكلي والقدرة

التنافسية لليونان التي تعد منافسة ضعيفة أمام المنافسة الدولية القوية، أما العوامل الخارجية فتتمثل في انضمام اليونان الى منطقة اليورو والآثار الناجمة عن الأزمة المالية العالمية سنة 2008 وسبب خارجي آخر هو زيادة الوصول الى رأس المال بأسعار متدنية، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.

❖ **اختبار الفرضية الرابعة:**

من خلال دراستنا القياسية توصلنا إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية احصائية قصيرة الأجل للتغيرات في مستوى الدين الخارجي عند الفترة (t-1) على مؤشر الأسواق المالية عند مستوى معنوية 5 %، كما توصلنا وجود علاقة سلبية أي عكسية ذات دلالة إحصائية قصيرة الأجل للتغيرات في مستوى الدين الخارجي عند الفترة (t-4) على مؤشر الأسواق المالية وذلك عند مستوى معنوية 1 %، وبهذا فإن أثر الأزمة المالية اليونانية على الأسواق المالية الأوروبية والتي من بينها السوق المالي اليوناني كان في فترات زمنية بشكل إيجابي وفي فترات أخرى بشكل سلبي، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة.

الإقتراحات:

بعد استعراض مجموعة النتائج، نستخلص مجموعة من الإقتراحات والتي تتمثل فيما يلي:

- توفير الشفافية في الإفصاح عن حجم الديون والالتزامات فإخفاء حجم الديون أو تقديم إحصائيات مغلوطة يؤدي الى إخفاء مخاطر الديون وتقويض المصداقية بشأن القدرة على تحمل الدين وهذا ما حدث في حالة اليونان وشكل السبب الرئيسي لاندلا ع أزمة الدين السيادي اليوناني.
- الاهتمام بإصلاح الإدارة المالية ومحاربة التهرب الضريبي.
- يجب أن تكون برامج الإنقاذ المقدمة للدولة الذي تتعرض لأزمة الدين السيادي مرفوقة بشروط تقشفية غير قاسية.
- إتخاذ الإجراءات اللازمة لمنع أو تخفيف تأثير أزمات الدين السيادي على الأسواق المالية.

أفاق الدراسة:

على ضوء ما ورد ضمن هذه الدراسة، يمكننا تصور أفاق للبحث يمكن أخدها كمواضيع مقترحة للباحثين المقدمين على اختيار نفس الموضوع والبحث فيه، نوردها فيما يلي:

- أهمية الانضباط المالي، والتدخل المبكر في إدارة الأزمات المالية لتفادي وقوع أزمة سيادية.
- تخفيف عدوى انتقال أزمة الديون السيادية.

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

❖ **الكتب:**

1. أحمد السعد، **الأسواق المالية المعاصرة**، دار الكتاب الثقافي للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
2. السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر (ناشرون وموزعون)، عمان، الأردن، 2010.
3. اسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، **اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
4. أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.
5. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية–تحليل وإدارة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004.
6. بوعون يحياوي نصيرة، **الأزمات المالية وضرورة إصلاح صندوق النقد الدولي**، Pages Blues Edition، البويرة، الجزائر، فيفري 2011.
7. جبار محفوظ، **الأسواق المالية (الأسواق والأدوات المالية)**، الجزء الثاني، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.
8. جمال جويدان الجميل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
9. دريد كامل آل شبيب، **الإستثمار والتحليل الإستثماري**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان–الأردن، 2009.
10. هيثم يوسف عويضة، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها الإقليمية "حالة دراسية"**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2015.
11. وليد العايب، وآخرون، **اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية**، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2013.
12. وليد صافي وآخرون، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

13.زياد رمضان وآخرون، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2007.

14.حاكم الربيعي وآخرون، **المشتقات المالية (عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.

15.حريزي رابح، **البورصة والأدوات محل التداول فيها**، دار بلقيس للنشر والتوزيع، الجزائر، بدون سنة نشر.

16.حسن عمر محمد وآخرون، **معايير المحاسبة الدولية والأزمة المالية العالمية**، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2015.

17.حسني خربوش وآخرون، **الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقات)**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.

18. حسني علي خربوش وآخرون، **الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013.

19.حمد فواز الدليمي وآخرون، **إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية**، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

20.طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية (مفهومها-أنواعها-استخداماتها في إدارة المخاطر المحاسبة عنها)**، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2010.

21.طبني مريم، **واقع ومستقبل التجارة الخارجية للإتحاد الأوروبي في ظل الأزمات المالية"2002-2012"**، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، 2017.

22.طه عبد العظيم محمد، **الإصلاح المصرفي في البنوك الإسلامية والتقليدية في ضوء مقررات بازل**، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، مصر، 2020.

23.يوسف أبو فارة، **إدارة الأزمات في المنظمات العامة والخاصة (مداخل وحلول علمية)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2020.

24.يوسف حسن يوسف، **الأوراق المالية وسوق المال العالمي**، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2017.

25.يحي بن عمر، **كتاب أحكام السوق-مع دراسة لحلول الأزمات المالية العالمية**، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2017.

26.ماجد عبد المهدي المساعدة، **إدارة الأزمات (المداخل-المفاهيم-العمليات)**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.

27.مونية سلطان، **السندات والأسهم والأوراق والمالية**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2020.

28.**محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)**، زمزم ناشرون وموزعون، عمان-الأردن، 2009.

29.محمد أيمن عزت الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**، الطبعة السابعة، مكتبة العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2015.

30.محمد عبد الوهاب العزاوي وآخرون، **الأزمات المالية: قديمها وحديثها، أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة**، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع-الأردن، 2010.

31.محمد عبد الله شاهين محمد، **أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)**، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018.

32.محمد عبد الله شاهين، **الأسواق المالية العربية (التكامل-التحديات-فرص النمو)**، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2016.

33.محمد عوض عبد الجواد وآخرون، **الاستثمار في البورصة: أسهم-سندات-أوراق مالية**، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2006.

34.محمد غياث شيخة، **التمويل (المبادئ-السياسات-التوجيهات الحديثة)**، عمان، الأردن، 2022.

35.محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.

36.منير إبراهيم هندي، **الأسواق المالية وأسواق المال**، توزيع منشاة المعارف، الإسكندرية، 2006.

37.منير هندي، رسمية قرياقص، **الأسواق والمؤسسات المالية**، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997.

38.مصطفى العمواسي وآخرون، **الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعيتها على الشرق الأوسط**، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2009.

39.مصطفى يوسف كافي، **إدارة الأعمال الدولية**، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.

40.مصطفى يوسف كافي، **بورصة الأوراق المالية**، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق سوريا، 2009.

41.مصطفى يوسف كافي، **تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية**، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2014.

42.مصطفى يوسف كافي، وآخرون، **أسواق مالية ونقدية**، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2017.

43.ناجي جمال، **مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل**، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2012.

44.سالم صلال راهي الحسناوي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2017.

45. عباس كاظم الدعمي، **السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

46.عبد الحميد عبد المطلب، **الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية) أزمة الرهن العقاري الأمريكية)** ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.

47.عبد اللطيف مصيطفى وآخرون، **أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية**، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2015.

48.عبد النافع الرازي وآخرون، **الأسواق المالية**، دار وائل للنشر، عمان، الأردن،2001.

49.عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.

50.عزيزة بن يسمينه، **البورصة والأسواق المالية (دراسة تحليلية)**، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.

51.علاء ابراهيم عبد المعطي، **أذون وسندات الخزانة العامة**، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2016.

52.علي سيد اسماعيل، **مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2020.

53.علي عبد الفتاح أبو شرار، **الاقتصاد الدولي (نظريات وسياسات)**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.

54.عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية "البورصة"**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

55.عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

56.فادي حسن عقيلان، **إدارة الأزمات والكوارث الطبيعية وغير الطبيعية**، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

57.فهد بن عبد الله الحويماني، **المال والاستثمار في الأسواق المالية**، الطبعة الثانية، دار الهلال الأوفست، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2006.

58.فيصل محمود الشواورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية** " مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان".

59.فتح الله ولعلو، **نحن والأزمة الاقتصادية العالمية**، الطبعة الأولى، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء–المغرب، 2009.

60.صالح طاهر الزرقان، **العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم: النظرية والتطبيق**، دار جليس الزمان، عمان، الأردن، 2009.

61.صلاح الدين شريط، **مبادئ الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.

62.قيصر عبد الكريم الهيتي، **أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)**، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006.

63.رضوان محمود المجالي، **الوجيز في النظام الاقتصادي: دراسة في العلاقات الاقتصادية الدولية**، دار ورد الأردنية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2021.

64.شقيري نوري موسى، **الأسواق المالية وآليات التداول**، دار الكتاب الثقافي، إربد، الأردن، 2007.

65.شريط صلاح الدين، **أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2018.

66.خالد أحمد علي محمود، **اقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019.

❖ **رسائل والأطروحات:**

1. بوزيدي جمال، **دور سعر الفائدة في إحداث الأزمات المالية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، السنة الجامعية:2011-2012.
2. بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
3. بورزامة جيلالي، **عولمة أسواق رأس المال العربية في ظل الأزمات المالية العالمية–دراسة حالة أثر أزمة الرهن العقاري على البورصات المغاربية: الجزائر–المغرب–تونس**، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
4. بن دحان إلياس الأزهر، **دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي–دراسة حالة: "الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق العربي"**، مذكرة ماجيستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر–بسكرة، 2012 -2013.
5. بن عزوز عبد الرحمن، **دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية–مع الإشارة لحالة بورصة تونس**، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.
6. بن عيسي عبد القادر، **أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية –دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير– تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة، 2012.
7. كورتل فريد، **إشكالية التوفيق بين الوحدة النقدية والكفاءة الاقتصادية في ظل الأزمات المالية–حالة الوحدة النقدية الأوروبية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، السنة الجامعية: 2013-2014.
8. منصور عيساني، **أسواق الأوراق المالية العربية في ظل التقلبات الاقتصادية وعدوى الأزمات المالية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراة العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود، مالية

وبنوك، جامعة الجزائر3، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والعلوم التسيير، السنة الجامعية:2015-2016.

9. عبد الغاني بن علي، **أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2009-2010.

10. علاء محمد سليم عبد الجواد، **أزمة الديون السيادية العالمية" تقدير اقتصادي إسلامي"**، أطروحة دكتوراه في تخصص فلسفة الاقتصاد والمصارف، جامعة اليرموك، الأردن، 2013.

11. عماد غزازي، **الآثار الاقتصادية الكلية للأزمات المالية العالمية على البلدان النامية في ظل العولمة المالية–حالة الجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2013-2014.

12. عشوب ليلى، **آليات واستراتيجيات التصدي للأزمات المالية العالمية –دراسة حالة أزمة الديون السيادية الأوروبية 2010**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2019-2020.

13. صلاح الدين شريط، **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجربة جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"**، أطروحة دكتوراة علوم في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، السنة الجامعية:2011-2012.

14. قميري حجيلة، **واقع التأمين من الأزمة المالية العالمية: حالة الجزائر**، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، فرع: النقود والمالية، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية:2013-2014.

15. رديف مصطفى، **الهندسة المالية الإسلامية في ظل المالية الربوية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: اقتصاد مالي، جامعة الجيلالي ليابس، سيدي بلعباس، 2014-2015.

16. شدري معمر سعاد، **التقارير المالية للمراجع وآثارها على اتخاذ القرارات في ظل الأزمات المالية العالمية–حالة تقرير المراجع حول سونلغاز**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، السنة الجامعية: 2014-2015.

17.شيخي بلال، **تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية– الواقع والآفاق**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.

❖ **المقالات:**

1. ابراهيم سالم ياسمينة وآخرون، **أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية**، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية، أدرار، المجلد:2، العدد:3، 2014.
2. أمحمد عبد الحفيظي وآخرون، **كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال**، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد 1، العدد: 2، 2014.
3. إنعام عبد الزهرة دوش، **توظيف الخيارات المتقدمة لأغراض التحوط في مجال الإنتاج الصناعي – دراسة تطبيقية في عينة من شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد:14، العدد:3، 2017.
4. أسعد حمدي محمد ماهر وآخرون، **أزمة الديون السيادية –دراسة في الاقتصاد الإسلامي**، مجلة جامعة التنمية البشرية، السليمانية، العراق، المجلد:2، العدد:1، 2016.
5. بو الكور نور الدين، **أزمة الدين السيادي اليوناني: الأسباب، التداعيات والحلول**، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 15، العدد:2، 2013.
6. بوفاتح بلقاسم وآخرون، **دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية**، مجلة دراسات لجامعة الأغواط، العدد:38، جانفي 2016.
7. بزاز حليمة، **المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)**، مجلة الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، المجلد:1، العدد:1، 2012.
8. بن رقرق فارس وآخرون، **الأزمة المالية العالمية (2008) وانهيار توافق واشنطن، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية**، جامعة فرحات عباس، سطيف، المجلد:10، العدد:1، جوان 2020.
9. بن شريف مريم، **المشتقات المالية كآلية لتغطية المخاطر أو لصناعة الأزمات في ظل الاقتصاد الافتراضي**، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، المجلد: 4، العدد:9، ديسمبر 2013.
10. براق محمد وآخرون، **مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية**، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للأبحاث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر العاصمة، الجزائر، المجلد:6، العدد:2، 2006.

11.جهاد شريف صبري خليفة، **أثر الدين الخارجي على نصيب الفرد من النمو الاقتصادي خلال الفترة:1970-2021**، مجلة كلية السياسة والاقتصاد، جامعة بني سويف، مصر، المجلد:20، العدد :19، جويلية 2023.

12.جمال الدين زروق، **الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصادات الدول العربية**، ورقة بحثية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011.

13.همت محمد عصام الدين السويفي، **مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها (الدراسة الميدانية)**، مجلة البحوث المالية والتجارية، جامعة بورسعيد، كلية التجارة، المجلد:22، العدد الثالث، يوليو 2021.

14.ولد محمد عيسى محمد محمود، **آثار الأزمة الاقتصادية العالمية على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية**، مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، العدد:1، 2011.

15.وري منير وآخرون، **الأزمة المالية المكسيكية 1995م والحلول المقترحة من طرف خوزيه انجل جوريا**، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الوادي، المجلد:3، العدد:1، ديسمبر 2012.

16.حيدر جواد كاظم المرشدي، **التصنيف الائتماني لحجم الديون السيادية والعوامل المؤثرة فيها (دراسة تحليلية لدرجة التصنيف الائتماني للعراق حسب معايير وكالة Standard &Poor)**، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، المجلد:14، العدد:3، 2017.

17. حسين عبد المطلب الأسرج، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على التجارة الخارجية للدول العربية**، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، المجلد:9، العدد: 13، 1 أكتوبر 2009.

18.طالب محمد الأمين وليد وآخرون، **دراسة تحليلية لظاهرة عدوى الأزمات المالية" حالة الأزمة المالية العالمية 2007-2008"**، **مجلة** الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، جامعة تمنراست، المجلد: 8، العدد: 1، 2019.

19.طبي عائشة وآخرون، **دور نظم الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمات المالية وإدارتها**، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، المجلد: 3، العدد: 2، ديسمبر 2019.

20.طبني مريم، **الأزمة المالية العالمية–رؤية إسلامية**، مجلة الأندلس للعلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة الأندلس للعلوم والتقنية، الجمهورية اليمنية، المجلد:11، العدد:7، 2015.

21.طلال محمد بطاينة، **المديونية الخارجية وأثرها على اقتصاديات الدول النامية**، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، المجلد: 5، العدد:11، ديسمبر 2004.

22.طلبة أميرة، **محددات الجدارة الائتمانية للجدارة السيادية**، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، المجلد:6، العدد:1، جوان 2019.

23.يحياوي إلهام وآخرون، **مظاهر الأزمة الاقتصادية العالمية وآثارها على بعض الدول العربية وسبل معالجتها**، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية، أدرار، المجلد:2، العدد:2، سبتمبر 2014.

24.لطرش ذهبية وآخرون، **دور برامج الإنذار المبكر واختبارات الضغط في التنبؤ بالأزمات المالية**، المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد الأول، ماي 2018.

25.مداني أحمد، **دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها**، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد:10، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، جوان 2010.

26.مزيود ابراهيم، **قنوات تأثير الأزمات المالية على القطاع المالي والمصرفي العربي**، المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، جامعة يحي فارس، المدية، العدد: 1، أفريل 2014.

27.محمد يوسف محمد وآخرون، **قياس عدوى الأزمات المالية في الأسواق المالية –دراسة تحليلية على الأسواق المالية العربية مع إشارة خاصة إلى العراق**، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد:15، العدد:48، 2019.

28.محمد علي ابراهيم العامري وآخرون، **الأزمة المالية: الأشكال–النماذج–والعدوى المالية "دراسة نظرية تحليلية للأزمة الآسيوية"**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العراق، المجلد:15، العدد:56، 2009.

29. مسعداوي يوسف، **متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية–دراسة تحليلية لبورصة الجزائر**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، العدد 2، 31 ديسمبر 2014.

30.مروان جمعة درويش، **اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف**، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد:23، حزيران2011.

31.ناصر عبد الحميد، **حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة**، مركز الخبرات المهنية للإدارة، سلسلة إصدارات:117، الجيزة، مصر، 2014.

32.نبيلة بركان، **أزمة الديون السيادية اليونانية بين سياسات الحل وتأثيرها على الاتحاد الأوروبي**، مجلة السياسة العالمية، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، المجلد:6، العدد:1، جوان 2022.

33.نور الدين دلال، **العولمة المالية كسبب لانتقال عدوى الأزمات المالية إلى البورصات**، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، المجلد: 9، العدد: 1، جويلية 2019.

34.عبد الحميد مرغيث، **النقود والتمويل الدولي**، مركز البحوث والدراسات، معهد الإدارة العامة، المملكة العربية السعودية، 2019.

35.عبد الله غانم وآخرون، **أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها)**، مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، المجلد:8، العدد:11، 2016.

36.عبد الغاني بن علي وآخرون، **وكالات التصنيف الائتماني الكبرى: قراءة في النشأة ودورها في الأزمات المالية**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة، المجلد:14، العدد:1، جوان 2023.

37.عبير محمد جاسم وآخرون، **أسباب المديونية الخارجية وآثارها في دول عربية مختارة (الجزائر والأردن حالة دراسية) خلال المدة:2013-2014**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، بغداد، العراق، العدد:59، 2019.

38.عزاوي أعمر وآخرون، **تقييم كفاءة الأسواق المالية: دراسة قياسية لحالة سوق عمان للأوراق المالية خلال 2005-2009**، مجلة الحقيقة، جامعة أحمد دراية، أدرار، المجلد:12، العدد:2، جوان 2013.

39.عيساوي سهام وآخرون، **استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية**، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد:15، جوان 2014.

40.عيساني العارم وآخرون، **اختبار استدامة الدين العام في الجزائر على المدى الطويل–دراسة قياسية**، المجلة الجزائرية للاقتصاد والتسيير، جامعة محمد بن أحمد، وهران، المجلد:14، العدد:2، ديسمبر 2020.

41.فلاق علي وآخرون، **انعكاسات أزمة الديون السيادية في اليونان على الاقتصاد الجزائري للفترة 2009-2015**، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر 3، المجلد: 5، العدد: 2، 2016.

42.فراح صبرينة، **الأزمة المالية اليونانية الراهنة والدور الذي لعبه الإتحاد الأوروبي لحل الأزمة**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، الجزائر، العدد: 9، جوان 2018.

43.صوفان العيد، بولحية الطيب، **فعالية نظم الإنذار المبكر في التنبؤ بالأزمات المالية–الأزمة المالية العالمية 2007 نموذجا**، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد: 11، العدد:2، أوت 2017.

44.روابح عبد الرحمان، **الأزمة المالية والاقتصادية العالمية "أزمة الرهن العقاري"**، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد:4، العدد:3، أكتوبر 2010.

45.رنا البطرني، **أثر المتغيرات الاقتصادية في مؤشر سوق الأوراق المالية–دراسة تطبيقية**، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، معهد التخطيط القومي، القاهرة، مصر، العدد: 2، ديسمبر 2021.

46.رشام كهينة، **انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول ذات الانفتاحات المختلفة**، محلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، المجلد:6، العدد:9، جوان 2013.

47.شعبان رشيدة، **الأزمات المالية العالمية وآثارها على الأسواق المالية في الدول النامية**، مجلة القسطاس للعلوم الإدارية والاقتصادية والمالية، جامعة الجزائر 3، المجلد: 1، العدد: 1، ديسمبر 2019.

❖ **مؤتمرات وملتقيات:**

48.بوعشة مبارك، **الأزمة المالي: الجذور، الأسباب والآفاق**، بحوث أوراق عمل الملتقى العلمي الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

49.زايدي عبد السلام وآخرون، **الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية–دراسة حالة: الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر**، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل الملية المصرفية–النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.

50.كمال بن موسى وآخرون، **الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على البنوك الإسلامية**، الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري.

51.كمال رزيق وآخرون، **مكانة الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمة المالية العالمية الراهنة**، الملتقى الدولي الثاني (يومي 5-6 ماي 2009) – الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية: النظام المصرفي الاسلامي نموذجا، المركز الجامعي خميس مليانة.

52.علي عبد الله الزعبي وآخرون، **كفاية الإفصاح المحاسبي الإلزامي في ظل الأزمة المالية العالمية– دراسة ميدانية من الأردن**، المؤتمر الثاني العلمي حول مدى مساهمة العلوم المالية والمحاسبية في التعامل مع الأزمات المالية العالمية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، يومي: 28 و 29 أفريل 2010.

53.علي فلاح المناصير وآخرون، **الأزمة المالية العالمية: حقيقتها، أسبابها، تداعياتها، وسبل العلاج**، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومية، جامعة الزرقاء، 2009.

54.شريف غياط وآخرون، **التداعيات الناجمة عن عالمية أزمة الرهن العقاري (أزمة منطقة اليورو نموذجا)**، ملتقى بعنوان: أثر الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة على اقتصاديات الدول الأوروبية.

❖ **تقارير:**

55.ناجي النوني، **الأزمات المالية**، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد:29، السنة الثالثة، 2004.

56.عبد الوهاب علي حسن الغشم وآخرون، **الأزمات التي تمر بها سوق الأوراق المالية**، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، المجلد:11، العدد: 18، جانفي2011.

57.قلي محمد، **عدوى انتقال الأزمات المالية: أزمة الرهون العقارية الأمريكية وأزمة الديون السيادية الأوروبية نموذجا**، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البصيرة للأبحاث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، المجلد: 17، العدد:27، 2017.

58.رمضان علي الشراح، **الأزمة المالية العالمية: أسبابها–آثارها–انعكاساتها على الاستثمار بدولة الكويت**، اتحاد الشركات الإستثمارية الكويت، ماي 2009.

❖ **المواقع الإلكترونية:**

1. https://www.consilium.europa.eu/en/polivies/financialassistance-eurozone-members/greece-programme/
2. www.countryeconomy.com/ratings/greece
3. www.countryeconomy.co/deficit/euro-zone
4. www.countryeconomy.co/national-debt/euro-zone
5. https://fastercapital.com/arabpreneur/-أزمة-الديون-كشف-أسباب-وعواقب-أزمة-الديون-أسباب-أزمة-الديون-الخارجية.html#الخارجية
   https://www.elibraryimf.org/dispay/book89781557758880/ch03.xml?tabs=fulltext Jeffery M.Davis and others: Use of Privatization Proceeds, publication, 20/6/2000.
6. sdw.ecb.europa/quickview.do?SERIES_KEY=139.AME.A.ME.A.GRC.1.0.0.0.ZUTN&PeriodSortOrder=ASC
7. www.eu-arabic.org/greece.html
8. https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545850
9. www.imf.org/external/datamapper/LUR@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO WOELD
10. www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/RUS

11. https://www.imf.org/external/datamapper/DEBT1@DEBT/GRC-?zoom=GRC&highlight=GRC
12. https://www.macrotrends.net/countries/GRC/greece/trade-balance-deficit
13. https://www.macrotrends.net/datasets/global- metrics/countries/grc/greece/unemployment-rate
14. https://www.macrotrends.net/global-metrics/countries/grc/greece/inflation-rate-cpi
15. statistics.gr/en/statistics/-/publication

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Amilia scott et Al, economic policy mechanic, Publifye, 2025.See the link :https://www.google.dz/books/edition/Economic_Policy_Mechanics/vVNJEQAAQBAJ?hl=fr&gbpv=1&dq=amilia+scott+Strong+economic+growth+can+help+reduce+the+debt-to-GDP+ratio&pg=PT25&printsec=frontcover
2. Badi H. Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data,john Wiley and sons, England, Third Edition, 2005.
3. Bertrand Jacquilat, et autres, Marchés financiers (Gestion de portefeuille et des risques), 6éme édition, Dunold : Éditeur De Savoir, Paris, France, 2014.
4. BHARATI V PATHAK, The Indian Financial System (Markets, Institustions and Services), Third Edition, Pearson Education , Noida, India, 2011.
5. David leader: Clearing, Settlement And Custody, Butterworth Heinemann, oxford, united kingdom, 2002.
6. Eric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol de clos, L'essentiel des marché financiers-FRONT OFFICE, Post-Marché Et gestion Des Risques, EYROLLES édition d'Organisation, 2010.
7. SMÉ FAERBER, ALL ABOUT BONDS, BOND MUTUAL FUNDS, AND BOND ETFs, Third Edition, McGraw-Hill companies, Etats unis, 2009.
8. Felipe Meza, The monetary and fiscal history of mexico, 1960-2017, working paper, Macro Finance Rsearch Program, Chicago, United states, January 2019.
9. Fotios Pasiouras, Greek Banking :From the Pre-Euro Reforms to the Financial Crisis and beyond, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, Basingstoke, England, 2012.
10. Frederic S. Mishkin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Edition:12, Pearson Education Limited , Harlow, United kingdom, 2019.

11. George pagoulatos, Greece after the Bailouts :Assessment of a qualified Failure, Hellenic observatory European istitute , greese papers, Paper N°:130, November 2018.
12. Gurusamy, Capital Markets, Second edition, Tata Magraw Hill, New Delhi, India, 2009.
13. J.B.OBIENUGH, Honbull's stock guide :how to invest profiably in a volatile stock market, trafford publishing, Victoria, Canada, 2010.
14. James climent, Boom and Busts: An Encyclopedia of Economic History from Tulipmania of the 1630s to the Global Financial Crisis of the 21st Century,Taylor and Francis, New York, united states, 2010.
15. James E.Hoare, Susan Pares, A political and economic dictionary of east asia, Routledge, Waltham abbey, united kingdom, 2005.
16. Jamie Saettelle, Sentiment in the forex market (indicators and strategies to Profit from crowd Behavior and Market Extremes), John Wiley and sons, New Jersey, United states Of America, 2008.
17. Julia Lowell, and others, Financial crisis and contagion in Emerging Market Countries, RAND' National Security Research Division, Washington, United states Of America, 1998.
18. Kaifeng Yang, Gerald J.Miller, Handbook of Research Methods in Public Administration, CRC Press, second Edition, New york, United states, 2007.
19. Kristian Bondo Hansen, Financial contagion: problems of proximity and connectivity in financial markets, Journal of Cultural Economy, VOL: 14, N: 4, 2021.
20. Laurence M.Ball, Money, Banking, and Financial Markets, Deuxième édition Worth edition, New York, Etats unis, 2011.
21. Marcello Pericoli, Massimo Sbracia, A Primer on Financial Contagion, Journal Of Economic Surveys, Vol: 17, issue N: 4, Wiley Blackwell, Oxford, united Kingdom, P.574, July 2003.
22. Marc Mobius, Equities: An introduction to the core concepts, john Wiley and sons, Singapore, 2007.
23. Markos Katsanos, International Trading Strategies, Wiley and sons, southern gate, England, 2010.
24. Martin Feldstein, Argentina's Fall: Lessons from the latest financial crisis, Foreign affairs, Volume: 81, Issue: 2, 2002.
25. Moman Arched, and others, Are Karachi Stock Exchange Firms Investment Promoting ? Evidence of Efficient Market Hypothesis Using Panel Cointegration, Vol :7 ,N :02 ,Asian Development Policy Review , March 2019. See : www.aessweb.com
26. Morris Goldstein, and othersn Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets, Institute for International Economics, Washington DC, United states Of America, 2000.

27. Moulay El Mehdi Falloul, Yassine Louah, Les produits dérivés (instruments de la gestion des risques), édition universitaire européennes, saarbrucken, Allemagne, 2012.
28. Muhammad Akram et al, Contagion Effects of Greece crisis on euro-zone states,international journal of business and social science, Brooklyn, United states of America, vol:2, N:12, july 2011.
29. N.Gregory Mankiw, Macroeconomics, eighth edition, Worth Publishers, New York, United states Of America, First printing, 2012.
30. Nidhi Cupto, Et Autres, ABROAD OVERVIEW OF SUB PRIME CRISIS, ITS CAUSES AND THE REPERCUSSIONS, International Journal of Science Technology and Management, Vol:4, Special Issue N°:01, September 2015.
31. Pantelis Skalias et al, Business development and economic Governance in southern europe, 13th international conference on the economies of the balkan and eastern european countries (EBBEC), Pafos, Cyprus, 2021.
32. Patrick Artus, Jean-Paul Betbèze, Christian de Boissieu et Gunther Capelle-Blancard, La crise des subprimes, la documentation française, Paris, France, 2008.
33. Raghbendra Jha, Contemporary Macroeconomic THeory and Policy, Wiley Eastern Limited, New delhi, India, 1991.
34. Rober.A. Meyers , Comlex Systems in Finance and Econometrics (Selected entries from the Ensyclopedia of Comlexity and System Science) , Spring Science, New York, Etats unis, 2011.
35. Roy E. Allen and Donald Snyder, New thinking on the financial crisis, Journal of: critical perspectives on the international business, London, United Kingdom, Vol: 5, N°:1/2; 2009.
36. Suhail Abboushi, Analysis and Outlook of the Greek Financial Crisis, Journal of Global Business Management, volume: 7(1), issue: 1, 2011.
37. L.Gupta.Financial Ferivatives (Theory, Concepts and Problems), Published by Asoke K.PHI Learning Private Limited, Delhi, India, Second Edition, 2017.
38. Sundaram Janakiramanan, Derivatives and Risk Management, Dorling Kindersley, New Delhi, India, 2011.
39. SUNIL PARAMESWARAN, Fundamentals Of Financial Instruments: An Introduction to stocks, Bonds, Foreign Exchange, and derivatives, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd, Solaris South Tower, Singapore, 2011.
40. Takis S. Pappas, Populism and crisis Politics in Greece, Palgrave Macmillan, New York, United States, 2014.
41. Tony Van Gestel, Bart Baesens, Credit Risk Mangement: Basic concept: financial risk components, rating analysis models, economic and regulatory capital, Oxford university express, New York, USA, 2009.

42.Pierre-Olivier Gourinchas et al , The Analytics Of The Greek Crisis, NBER Working Papers No. 22370, Department of Economic , National Bureau Of Economic Research, Massachusetts, United States Of America, June 2016.

قائمة الملاحق:

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (1): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	STOCK	DEBT	GDP	INFLATION	M2	TRADEOP
Mean	8210.102	1.88E+17	2.95E+16	1.571987	8.03E+15	90.75347
Median	6126.060	1.70E+17	5.06E+10	1.200000	3.77E+12	81.21760
Maximum	41954.00	6.81E+17	6.50E+18	11.70000	1.02E+17	270.9300
Minimum	542.1200	3.12E+08	73421720	-6.100000	5.28E+10	45.56309
Std. Dev.	6745.446	1.96E+17	4.32E+17	2.197619	2.16E+16	40.42134
Skewness	1.828973	0.737930	14.86359	1.397226	2.553193	1.794515
Kurtosis	7.397231	2.295098	221.9596	7.456959	8.231348	6.114305
Jarque-Bera	610.7024	49.93427	911437.3	516.5711	997.5875	421.4938
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	3678126.	8.40E+19	1.32E+19	704.2500	3.60E+18	40657.55
Sum Sq. Dev.	2.03E+10	1.72E+37	8.34E+37	2158.800	2.09E+35	730346.5
Observations	448	448	448	448	448	448

الملحق رقم (2): نتائج اختبار التكامل المشترك لبدروني

Pedroni Residual Cointegration Test
Series: STOCK DEBT GDP M2 INFLATION TRADEOP
Date: 07/06/25 Time: 16:43
Sample: 2009Q1 2022Q4
Included observations: 448
Cross-sections included: 8
Null Hypothesis: No cointegration
Trend assumption: No deterministic trend
Automatic lag length selection based on SIC with a max lag of 10
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	0.846833	0.1985	0.643263	0.2600
Panel rho-Statistic	-0.743233	0.2287	-1.066721	0.1430
Panel PP-Statistic	-1.898015	0.0288	-2.424656	0.0077
Panel ADF-Statistic	-1.128267	0.1296	-0.280718	0.3895

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-0.208554	0.4174
Group PP-Statistic	-2.057958	0.0198
Group ADF-Statistic	-0.367416	0.3567

Cross section specific results

Phillips-Peron results (non-parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	HAC	Bandwidth	Obs
1	0.716	1607341.	1984337.	3.00	55
2	0.506	413438.4	429938.4	5.00	55
3	0.679	1309453.	1226549.	3.00	55
4	0.600	29303226	30894919	3.00	55
5	0.579	9704546.	8905398.	1.00	55
6	0.253	4034729.	3800178.	1.00	55
7	0.647	890067.3	890067.3	0.00	55
8	0.413	599430.9	599430.9	0.00	55

Augmented Dickey-Fuller results (parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	Lag	Max lag	Obs
1	0.346	1370474.	2	10	53
2	0.506	413438.4	0	10	55
3	0.774	1217316.	1	10	54
4	0.600	29303226	0	10	55
5	0.579	9704546.	0	10	55
6	0.661	3339588.	3	10	52
7	0.647	890067.3	0	10	55
8	0.413	599430.9	0	10	55

الملحق رقم (3): نتائج اختبار تحديد التأخيرات المثلى للنماذج المقدرة

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: STOCK DEBT GDP INFLATION M2 TRADEOP
Exogenous variables: C
Date: 07/06/25 Time: 16:49
Sample: 2009Q1 2022Q4
Included observations: 384

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-53616.41	NA	7.9e+113	279.2834	279.3451	279.3079
1	-51952.35	3267.447	1.6e+110	270.8039	271.2360	270.9753
2	-51770.04	352.2748	7.6e+109	270.0419	270.8444*	270.3602
3	-51675.60	179.5452	5.6e+109	269.7375	270.9103	270.2027*
4	-51624.53	95.49136	5.2e+109	269.6590	271.2022	270.2711
5	-51555.66	126.6072	4.4e+109*	269.4878*	271.4014	270.2468
6	-51536.37	34.86242	4.8e+109	269.5749	271.8588	270.4808
7	-51506.59	52.89033	5.0e+109	269.6073	272.2616	270.6601
8	-51469.07	65.46788*	4.9e+109	269.5993	272.6240	270.7991

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

الملحق رقم (4): تقدير معاملات نموذج FEM

Dependent Variable: STOCK
Method: Panel Least Squares
Date: 07/06/25 Time: 18:27
Sample (adjusted): 2010Q2 2022Q4
Periods included: 51
Cross-sections included: 8
Total panel (balanced) observations: 408

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1147.219	379.6746	3.021586	0.0027
STOCK(-1)	0.954607	0.052144	18.30705	0.0000
STOCK(-2)	0.004633	0.074173	0.062460	0.9502
STOCK(-3)	-0.020372	0.078604	-0.259165	0.7957
STOCK(-4)	-0.003293	0.082398	-0.039959	0.9682
STOCK(-5)	0.032085	0.056676	0.566112	0.5717
DEBT(-1)	2.89E-15	1.24E-15	2.332962	0.0203
DEBT(-2)	4.26E-16	1.38E-15	0.309365	0.7572
DEBT(-3)	-4.72E-16	1.36E-15	-0.346002	0.7296
DEBT(-4)	-3.25E-15	1.39E-15	-2.334833	0.0202
DEBT(-5)	3.74E-16	1.31E-15	0.286181	0.7749
GDP(-1)	-3.08E-16	3.08E-16	-1.001654	0.3173
GDP(-2)	4.10E-16	3.93E-16	1.043493	0.2975
GDP(-3)	-1.57E-16	4.22E-16	-0.371538	0.7105
GDP(-4)	-5.89E-17	3.99E-16	-0.147826	0.8826
GDP(-5)	-4.75E-18	3.16E-16	-0.015025	0.9880
M2(-1)	1.66E-14	1.11E-14	1.494328	0.1361
M2(-2)	1.35E-14	1.13E-14	1.193547	0.2335
M2(-3)	3.45E-14	1.18E-14	2.919821	0.0037
M2(-4)	1.97E-14	1.03E-14	1.911072	0.0569
M2(-5)	-6.27E-14	1.02E-14	-6.139894	0.0000
INFLATION(-1)	53.79127	102.7881	0.523322	0.6011
INFLATION(-2)	-132.4625	147.4098	-0.898600	0.3695
INFLATION(-3)	218.5168	145.4210	1.502650	0.1339
INFLATION(-4)	-8.399507	146.0912	-0.057495	0.9542
INFLATION(-5)	-204.1241	103.6494	-1.969371	0.0498
TRADEOP(-1)	-16.66426	15.78919	-1.055422	0.2920
TRADEOP(-2)	-5.563654	16.40039	-0.339239	0.7346
TRADEOP(-3)	15.18156	16.70912	0.908579	0.3642
TRADEOP(-4)	-2.969513	16.79860	-0.176772	0.8598
TRADEOP(-5)	0.095036	16.26191	0.005844	0.9953

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

Root MSE	1801.966	R-squared	0.930565
Mean dependent var	8225.345	Adjusted R-squared	0.913578
S.D. dependent var	6846.845	S.E. of regression	2012.810
Akaike info criterion	18.22820	Sum squared resid	1.32E+09
Schwarz criterion	19.02456	Log likelihood	-3637.553
Hannan-Quinn criter.	18.54332	F-statistic	54.78055
Durbin-Watson stat	1.980083	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم (5): تقدير معاملات نموذج REM

Dependent Variable: STOCK

Method: Panel EGLS (Period random effects)

Date: 07/06/25 Time: 18:28

Sample (adjusted): 2010Q2 2022Q4

Periods included: 51

Cross-sections included: 8

Total panel (balanced) observations: 408

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1143.631	371.6142	3.077470	0.0022
STOCK(-1)	0.963448	0.048144	20.01168	0.0000
STOCK(-2)	-0.003387	0.068692	-0.049311	0.9607
STOCK(-3)	-0.020346	0.073864	-0.275447	0.7831
STOCK(-4)	-0.031877	0.077874	-0.409336	0.6825
STOCK(-5)	0.054210	0.053042	1.022016	0.3074
DEBT(-1)	2.51E-15	1.16E-15	2.161645	0.0313
DEBT(-2)	5.53E-16	1.28E-15	0.432095	0.6659
DEBT(-3)	-2.23E-16	1.26E-15	-0.177747	0.8590
DEBT(-4)	-3.82E-15	1.29E-15	-2.963018	0.0032
DEBT(-5)	9.76E-16	1.22E-15	0.799792	0.4243
GDP(-1)	-2.22E-16	2.87E-16	-0.772919	0.4401
GDP(-2)	3.33E-16	3.66E-16	0.910538	0.3631
GDP(-3)	-5.04E-17	3.92E-16	-0.128640	0.8977
GDP(-4)	-1.02E-16	3.69E-16	-0.274775	0.7836
GDP(-5)	5.48E-17	2.92E-16	0.187604	0.8513
M2(-1)	2.02E-14	1.05E-14	1.929646	0.0544
M2(-2)	1.09E-14	1.07E-14	1.019375	0.3087
M2(-3)	3.67E-14	1.12E-14	3.284414	0.0011
M2(-4)	1.92E-14	9.74E-15	1.968015	0.0498
M2(-5)	-6.58E-14	9.71E-15	-6.782719	0.0000
INFLATION(-1)	89.19639	95.85973	0.930489	0.3527
INFLATION(-2)	-103.2240	137.6875	-0.749698	0.4539
INFLATION(-3)	129.8336	135.7799	0.956207	0.3396
INFLATION(-4)	-12.87852	136.2504	-0.094521	0.9247
INFLATION(-5)	-169.2202	96.21971	-1.758686	0.0794
TRADEOP(-1)	-12.61217	13.57884	-0.928811	0.3536
TRADEOP(-2)	-4.637520	14.22063	-0.326112	0.7445
TRADEOP(-3)	9.420563	14.19849	0.663490	0.5074
TRADEOP(-4)	-4.455177	14.50392	-0.307171	0.7589
TRADEOP(-5)	2.664811	13.90132	0.191695	0.8481

Effects Specification

	S.D.	Rho
Period random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	2012.810	1.0000

Weighted Statistics

Root MSE	1944.926	R-squared	0.919111
Mean dependent var	8225.345	Adjusted R-squared	0.912674
S.D. dependent var	6846.845	S.E. of regression	2023.311
Sum squared resid	1.54E+09	F-statistic	142.7897
Durbin-Watson stat	1.976244	Prob(F-statistic)	0.000000

Unweighted Statistics

R-squared	0.919111	Mean dependent var	8225.345
Sum squared resid	1.54E+09	Durbin-Watson stat	1.976244

الملحق رقم (6): نتائج اختبار هوسمان للتأثيرات العشوائية

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: EQ01
Test period random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	34.237050	30	0.2715

** WARNING: estimated period random effects variance is zero.

الملحق رقم (7): نتائج اختبارات السببية لنموذج PVAR المقدر

Pairwise Dumitrescu Hurlin Panel Causality Tests
Date: 07/06/25 Time: 18:32
Sample: 2009Q1 2022Q4
Lags: 5

Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
DEBT does not homogeneously cause STOCK	12.1530	5.35669	8.E-08
STOCK does not homogeneously cause DEBT	12.2369	5.42193	6.E-08
GDP does not homogeneously cause STOCK	6.28365	0.79341	0.4275
STOCK does not homogeneously cause GDP	20.5367	11.8748	0.0000
INFLATION does not homogeneously cause STOCK	8.57409	2.57416	0.0100
STOCK does not homogeneously cause INFLATION	30.9817	19.9955	0.0000
M2 does not homogeneously cause STOCK	7.31933	1.59862	0.1099
STOCK does not homogeneously cause M2	22.1314	13.1146	0.0000
TRADEOP does not homogeneously cause STOCK	4.49798	-0.59491	0.5519
STOCK does not homogeneously cause TRADEOP	4.21080	-0.81818	0.4133