

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 08 ماي 45 قالمة

قسم



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية  
العلوم الاقتصادية  
وعلوم التسيير

تخصص: نقود ومؤسسات مالية

# تغيرات أسواق المال الدولية:

- نماذج تقييمية للأثار -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

إشراف

فاطمة بن يوب

من إعداد الطلبة:

الأساتذة:

- سمير بوفنارة

- بلال بن غيدة

السنة الجامعية: 2011 / 2012

# تشكرات

من استعان بالله كان معانا في جميع أموره ومن لم يستعن به كان مخذولا في كل أموره

نحمده تعالى و نشكره هو الذي وفقنا في عملنا هذا وهبنا من نوره نستعين به تعالى ونستغفره

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذة المشرفة "بن يوب فاطمة"

التي لم تبخل علينا بتوجيهاتها و نصائحها القيمة و نشكرها على صبرها معنا لإنجاز هذا العمل

كما نشكر لجنة المناقشة على قبولها مناقشة هذا العمل

والى كل من ساهم في انجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد.

# بلال، سمير

# إهداء

الحمد والشكر لله تعالى الذي وفقنا وما كنا لولاه، ونسأله العافية في أمور الدين والدنيا.

بعد بسم الله والحمد لله أهدي جهدي هذا المتواضع إلى:  
من قال فيهما الرحمان في كتابه العزيز " واخفض لهما جناح الذل من الرحمة".

إلى التي حملتني وهنا أنارت دربي بعطفها وحنانها أمي الغالية "صورية"  
أطال الله في عمرها.

إلى الذي حرم نفسه لإسعادي وتحمل عناء الأيام، إلى الذي أعطاني الحب والحنان إلى مهبط العسل الرباني، وهدية الحرمان إلى رحيق العمر ومن تفنن في إنشاء أحلامي إلى نبراس دربي وتاج حياتي إلى أبي الغالي "بلقاسم" أطال الله في عمره.

إلى أختي "إيمان" وابنها "محمد" كما لا أنسى الكتكوتة "ياسمين" وأقول لها مشوار الدراسة مازال طويل وإخوتي "باديس ، بدري"  
إلى كل الأصدقاء الذي ساعدوني في إنجاز هذا البحث وأخص بالذكر "سمير و أنيس و حمزة"

# بإل

# إهداء

أهدي هذا العمل إلى الوالدين الكريمين  
إلى سندي في الحياة إخوتي وأخواتي  
إلى كل الأهل والأقارب  
إلى كل الأصدقاء

# سمير

## فهرس المحتويات

تشكرات

إهداءات

مقدمة عامة.....أ

إشكالية البحث.....ب

فرضيات الدراسة.....ب

أسباب اختيار الموضوع.....ب

أهمية الدراسة.....ب

أهداف الدراسة.....ج

منهجية الدراسة.....ج

تقسيمات البحث.....ج

التوثيق العلمي.....د

الدراسات السابقة.....د

صعوبات البحث.....هـ

## الفصل الأول: الأسواق المالية الدولية: دراسة في الماهية و المكونات

تمهيد.....02

1-عموميات حول الأسواق المال الدولية.....03

1-نشأة الأسواق المالية الدولية و مفهومها.....03

1-1-نشأة الأسواق المالية الدولية.....03

1-2-مفهوم الأسواق المالية الدولية.....04

2-خصائص الأسواق المالية الدولية و

وظائفها.....05

2-1-خصائص الأسواق المالية الدولية.....05

- 06.....2-2-وظائف الأسواق المالية الدولية.....
- 3-مقومات أسواق المال الدولية و شروط التعامل  
فيها.....07
- 07.....1-3-مقومات أسواق المال الدولية.....
- 2-3-شروط التعامل في أسواق المال  
الدولية.....08
- 08.....4-ترابط أسواق المال الدولية.....
- 1-4-عوامل الربط بين الأسواق المالية  
الدولية.....08
- 2-4-دوافع الترابط بين الأسواق المالية  
الدولية.....10
- 10.....3-4-آليات ربط الأسواق المالية الدولية.....
- 12.....4-4-الأطراف المساعدة في عملية الربط.....
- 2-تقسيمات أسواق المال الدولية و أهم  
منتجاتها.....14**
- 1-السوق النقدي الدولي.....14
- 1-1-تعريف السوق النقدي الدولي.....14
- 2-1-مزايا السوق النقدي الدولي.....14
- 3-1-تطور السوق النقدي الدولي.....15
- 2-سوق رأس المال الدولية.....17
- 1-2-تعريف سوق رأس المال الدولية.....17
- 2-2-مزايا سوق رأس المال الدولية.....17
- 3-منتجات التعامل في أسواق المال  
الدولية.....17
- 1-3-الأصول المالية البنكية.....18
- 2-3-السندات الدولية.....21

3-3- أدوات مالية أخرى.....23

3-4- أدوات التعامل الحديثة في أسواق المال

الدولية.....24

3-الاستثمار في أسواق المال الدولية.....26

1-آليات التعامل في أسواق المال الدولية.....26

1-1- المؤشرات الاقتصادية.....26

1-2- المؤشرات النقدية و المالية.....26

1-3- حجم التداول في البورصة.....27

2-تحليل واقع الاستثمار في الأسواق المالية

الدولية.....27

3-الثالوث الأقوى لأسواق المال الدولية.....28

3-1- البورصات الأمريكية.....28

3-2- البورصات الأوروبية.....29

3-3- البورصات اليابانية.....30

4-أهم مؤشرات المراكز المالية الدولية.....31

4-1- تعريف المؤشر.....31

4-2- أنواع المؤشرات.....31

4-3- أوجه استخدام المؤشرات.....32

4-4- بناء المؤشرات.....33

4-5- أهم مؤشرات البورصات العالمية.....34

خلاصة.....37

## الفصل الثاني: دراسة تحليلية للتغيرات في أسواق المال الدولية

تمهيد.....44

المال

لأسواق

الهيكلية

-التغيرات

I

الدولية.....45

- 1- الثورة العلمية.....45
- 1-1- مفهوم الثورة العلمية في المعلومات والاتصالات والتكنولوجيا.....45
- 1-2- خلفيات الثورة العلمية في المعلومات والاتصالات والتكنولوجية.....46
- 1-3- حصاد الثورة العلمية في التكنولوجيا والمعلومات والاتصال على أسواق المال الدولية.....46
- 2- التحرير المالي.....49
- 1-2- مفهوم التحرير المالي.....49
- 2-2- تحرير الأسواق المالية.....50
- 2-3- تحرير الأسواق المالية وظهور الأسواق المالية الناشئة.....50
- 2-4- تقييم تحرير الأسواق المالية.....51
- 3- الهندسة المالية.....52
- 1-3- نشأة الهندسة المالية ومفهومها.....52
- 2-3- أهداف الهندسة المالية.....53
- 3-3- انعكاسات الهندسة المالية على أسواق المال الدولية.....54
- II - أثر التغيرات الاقتصادية العالمية على أسواق رأس المال الدولية.....54**
- 1- زيادة ترابط البورصات ونجاح قطاع تكنولوجيا المعلومات.....54
- 2- سلبية أداء الأسواق الناشئة وتراجع عمليات الاندماج.....56
- 3- تزايد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة.....56
- III - أزمات أسواق المال الدولية.....60**



|          |   |            |          |          |   |         |
|----------|---|------------|----------|----------|---|---------|
| 61.....  | الإطار المفاهيمي للأزمة المالية         | 1-1- تعريف | الأزمة   | المالية  | و | 61..... |
|          |   | خصائصها    |          |          |   | 61..... |
| 61.....  | 2-1- أنواع الأزمات المالية              |            |          |          |   | 61..... |
| 62.....  | 2- إطلالة عن أزمات مالية سابقة          |            |          |          |   | 62..... |
| 62.....  | 1-2- انهيار 1929                        |            |          |          |   | 62..... |
| 64.....  | 2-2- أزمتي 1987 و 1989                  |            |          |          |   | 64..... |
| 65.....  | 3-2- أزمة المكسيك لعام 1994             |            |          |          |   | 65..... |
| 66.....  | 4-2- أزمة جنوب شرق آسيا                 |            |          |          |   | 66..... |
| 68.....  | 3- أزمة 2008-الماهية و المخلفات-        |            |          |          |   | 68..... |
| 68.....  | 3-1- نشأة الأزمة المالية العالمية 2008  |            |          |          |   | 68..... |
| 70.....  | 3-2- أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 |            |          |          |   | 70..... |
| العالمية | 3-3- تداعيات                            | الأزمة     | المالية  | العالمية |   | 72..... |
|          | 2008:                                   |            |          |          |   | 72..... |
| لمواجهة  | 4-3- الجهود                             | الدولية    | المبذولة | لمواجهة  |   | 75..... |
|          | الأزمة                                  |            |          |          |   | 75..... |
| 78.....  | خلاصة                                   |            |          |          |   | 78..... |

## الفصل الثالث: تجارب من الواقع لآثار تغيرات أسواق المال الدولية

|         |   |  |  |  |  |         |
|---------|---|--|--|--|--|---------|
| 84..... | تمهيد   |  |  |  |  | 84..... |
| 85..... | I-حقائق عن بعض الاقتصادات - النماذج المدروسة-         |  |  |  |  | 85..... |
| 85..... | 1-لمحة عامة عن الاقتصاد السعودي                       |  |  |  |  | 85..... |
| 85..... | 1-1- بيانات أساسية عن اقتصاد المملكة العربية السعودية |  |  |  |  | 85..... |
| 89..... | 1-2- سوق الأسهم السعودي                               |  |  |  |  | 89..... |

|   |    |
|---|----|
| 2-نظرة عن الاقتصاد الأردني.....               | 91 |
| 2-1- بيانات أساسية عن الاقتصاد الأردني.....   | 92 |
| 2-2-لمحة عن سوق عمان المالي.....              | 94 |
| 3-إطالة على اقتصاد منطقة اليورو.....          | 96 |
| 3-1-بيانات أساسية عن اقتصاد منطقة اليورو..... | 96 |

|   |            |
|---|------------|
| 3-2- أسواق المال الأوروبية.....           | 100        |
| <b>II-تحليل أداء أسواق المال المدروسة</b> | <b>101</b> |

|                                      |     |
|--------------------------------------|-----|
| 1-تحليل أداء سوق الأسهم السعودي..... | 101 |
| 2-تحليل أداء سوق عمان المالي.....    | 110 |
| 3-تحليل الأوربي.....                 | 117 |

|  |            |
|--|------------|
| <b>III- تحليل أثر التغيرات في الأسواق المالية المدروسة</b> | <b>118</b> |
|--|------------|

|   |     |
|---|-----|
| 1-أثر التغيرات على سوق الأسهم السعودي.....        | 118 |
| 1-1-نظام التداول الالكتروني.....                  | 119 |
| 1-2-زيادة تدفقات رؤوس الأموال.....                | 119 |
| 1-3-تداعيات أزمة 2008 على سوق الأسهم السعودي..... | 120 |

|   |     |
|---|-----|
| 2-أثر التغيرات على سوق عمان المالي..... | 121 |
|---|-----|

|   |     |
|---|-----|
| 1-2-ابتكار نظام جديد للتداول الالكتروني.....                  | 122 |
| 2-2- تنامي حجم تدفقات رؤوس الأموال.....                       | 122 |
| 2-3-أثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الأردني..... | 124 |

3-أثر التغيرات على أسواق منطقة اليورو.....125

3-1- تراجع حصة الدول الأوروبية من الاستثمارات الأجنبية.....125

3-2-الأزمة اليونانية.....125

خلاصة ..... 131

الخاتمة العامة

قائمة المراجع

الفهرس

## مقدمة عامة:

شهد الاقتصاد العالمي منذ نهاية القرن الماضي وحتى يومنا هذا العديد من التغيرات والتطورات الاقتصادية الهامة، والتي تعود أسبابها بالأساس إلي ترسيخ مبادئ الاقتصاد الحر، ولقد قادت هذه التغيرات إلى توسيع ظاهرة الاعتماد المتبادل وتزايد درجاته، الأمر الذي ساهم في ميلاد نظام قائم على التحرير المالي، إزالة القيود على حركة رؤوس الأموال ورفع درجة الاندماج بين أسواق السلع وأسواق المال الدولية، لاسيما بعدما تسارعت عمليات الاتصال بين المراكز المالية المتواجدة عبر مختلف دول العالم بفعل الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، حيث أدت هذه الأخيرة إلى جعل المعاملات الاقتصادية بشكل عام والمعاملات المالية بشكل خاص تتم في أقصر وقت، بأقل تكاليف، وبين نقطتين جغرافيتين جد متباعدتين.

وفي خضم ما يحدث على الساحة المالية الدولية من تغيرات ومستجدات سابقة، لم تسلم الأسواق المالية من ذلك حيث ساهم الاندماج المالي في الوصول بالأسواق المالية الوطنية إلي سوق مالي دولي أجزاء مترابطة وتابعة بالتبادل لبعضها البعض، يتعدى تلك الأسواق الوطنية، له محدداته، أدواته، وآلياته الخاصة.

كما ساهم التزاوج الحاصل بين عولمة رأس المال والتطورات التكنولوجية الحديثة في فك استقلالية الأنشطة المالية صلب السوق المالية الواحدة، خلق وابتكار منتجات مالية جديدة، تنامي المضاربة وانبعث الفقاعات المالية، زيادة التعاملات عبر الحدود بالأسهم والسندات، والصعود القوي دوليا للأسواق المالية الناشئة وتنافسيتها في اجتذاب رأس المال العالمي.

وبذلك أضحت التغيرات السابقة جزءا من الأسواق المالية الدولية بعدما انعكست ضمن أهم مراحل تطورها، وبفعل ما عرفته الأسواق المالية طيلة النصف الثاني من القرن الماضي وإلى حد اليوم من أزمات ظرفية متعاقبة، فابتداءً من أزمة المكسيك لسنة 1982، ومرورا بكل من أزمات 1987، 1990، 1994، 1997، ووصولاً إلى أزمة 2008 التي اعتبرت أضخم تلك الازمات على الإطلاق وأشدّها كلفة وتأثيراً، حيث تبين بشكل حاسم أن الأزمات المالية في ظل عولمة اسواق المال تنتقل بشكل سريع من سوق مالية لأخرى، وذلك بالنظر إلى الترابط الهيكلي المتوفر بينها، كما توضح أن الأسواق المالية الدولية اتسمت بتنوع المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها المستثمرين ، مع العلم أن هذه المخاطر يمكن أن تتفاوت درجاتها من دولة لأخرى وذلك بحسب الحالة الاقتصادية للبلد المعني.

ولم تكن الأسواق المالية العربية على الرغم من حداثة نشأتها وقلة انكشافها على الاقتصاد العالمي بمنأى عن كل تلك التغيرات السابقة، حيث أحدثت هذه الأخيرة تحولا كبيرا بأدائها وآليات عملها، وتم استحداث أدوات مالية جديدة بها، تطوير أنظمة متعلقة بالتداول، التسوية والمقاصة، بروز تغيرات هيكلية على هذه الأسواق المالية.

## إشكالية البحث:

إذا ما تم التأكد من تزايد أهمية الأسواق المالية الدولية يوماً بعد يوم ضمن المنظومة المالية العالمية من جهة، واعتباراً من أن هذه الأسواق لم تكن بمنأى عن كل المتغيرات الاقتصادية التي يشهدها المحيط المالي الدولي من جهة ثانية.

فإلى أي مدى ساهمت التطورات السابقة في إحداث تغييرات بالأسواق المالية الدولية؟

ولقد تفرع عن هذا الاشكال عدد من التساؤلات هي:

- ما المقصود بالأسواق المالية الدولية؟ وما هي آليات عملها؟
- ما هي مجمل المتغيرات الاقتصادية التي أثرت على الأسواق المالية الدولية؟
- ما تأثير تلك المتغيرات على بعض نماذج من أسواق رؤوس الأموال؟

#### فرضيات الدراسة:

وكإجابة مبدئية على هذه التساؤلات قمنا بوضع الفرضيات التالية:

- تنتم أسواق المال الدولية بحركية كبيرة في التعامل.
- تأثرت أسواق المال الدولية إيجاباً بالمتغيرات الاقتصادية التي عرفتها الساحة المالية العالمية.

- لم تتأثر الأسواق المالية العربية بأحد أهم المتغيرات الاقتصادية الأخيرة وهي الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

#### أسباب اختيار الموضوع:

تعود أسباب اختيار موضوع إلى:

- المكانة العالية التي تحتلها أسواق المال الدولية.
- نظراً للمتغيرات والتطورات التي تشهدها الساحة الاقتصادية العالمية و ما أحدثته من تأثيرات خاصة على القطاع المالي، نجد أن موضوع تغييرات أسواق المال الدولية من أبرز المواضيع التي لا بد من دراستها و تحليلها من أجل معرفة مدى استفادة أسواق المال الدولية من هذه المتغيرات .

#### أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذا البحث من خلال ما يلي:

- أن التعامل مع الأسواق المالية الدولية والنفوذ إليها مرتبط أساساً بتحليل تلك الأسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها، ومدى علاقة هذه الأسواق ببعضها البعض لغرض الوصول إلى النتائج التي من خلالها يتمكن المستثمر من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة حتى يتفادى المخاطر الكبيرة التي قد يتعرض لها.

- أن أزمة 2008 وما خلفته من انعكاسات وخيمة على الأسواق المالية الدولية سمحت بفتح نقاشات واسعة حول دور المتغيرات والتطورات الاقتصادية الجديدة في تكوين مجموعة من مسببات هذه الأزمة.

- أن الأسواق المالية العربية منها من استفادت من هذه المتغيرات وهو ما انعكس فعلياً على أداءها خلال السنوات الأخيرة هذا من جهة، كما توضح من خلال أزمة 2008 أن درجة ارتباط

الأسواق المالية العربية بنظيرتها الدولية قد اتسعت، حيث سرعان ما انتقلت عدوى الأزمة إليها، وإن كانت الآثار الناجمة عن ذلك لم تصل إلى مستويات عالية ولم يصعب احتواءها.

### أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- الوقوف على ماهية الأسواق المالية الدولية وآليات عملها.
- إبراز أهم التغيرات الاقتصادية الأخيرة التي أثرت في حركة رأس المال العالمي اتجاه الأسواق المالية الدولية.
- توضيح العوامل التي جعلت من الأسواق المالية العربية جاذبة للاستثمارات الأجنبية، وتبيان خصائصها ودرجة ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.

### منهجية البحث:

تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي كحتمية أملت لها طبيعة الموضوع لأننا بصدد جمع وتلخيص بيانات وحقائق مرتبطة بالأسواق المالية الدولية وآليات عملها، والأدوات المالية المتداولة بها. بالإضافة إلى توصيف لكل المتغيرات والتطورات الاقتصادية التي أثرت على هذه الأسواق، وتحليلها بمنهج إحصائي من خلال مختلف الأرقام والإحصائيات المتحصل عليها من هيئات وتقارير دولية اعتمدت كأدوات للتحليل عبر جداول وأشكال في النماذج التي تم اختيارها والموجزة ضمن أهم الأسواق المالية العربية والدولية بهدف تقييم الآثار واستنباط العبر والنتائج منها.

### تقسيمات البحث :

بهدف الإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا بتقسيم هذا البحث إلى ثلاث فصول رئيسية :  
الفصل الأول و يتناول مختلف الجوانب النظرية للموضوع إضافة إلى تحليل واقع الاستثمار في الأسواق المالية الدولية حيث تناولنا في المبحث الأول التأصيل النظري و التاريخي لأسواق المال الدولية و أهم خصائصها و مقوماتها، أما المبحث الثاني فقد خصص للتقسيمات الرئيسية لهذه الأسواق و منتجات التعامل بها، في حين تتطرق المبحث الثالث إلى تحليل واقع الاستثمار بهذه الأسواق.

أما الفصل الثاني فيختص بدراسة أثر التغيرات العالمية على أسواق رأس المال الدولية حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى عرض التطورات الحاصلة على الساحة الاقتصادية العالمية من ثورة علمية، تحرير مالي، إضافة إلى الهندسة المالية وما استحدثته من أدوات مالية حديثة، في حين أبرزنا أهم الآثار الناجمة عن هذه المتغيرات على أسواق رأس المال الدولية و هو ما جاء في المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فقد تم فيه إبراز الانهيارات المالية التي حدثت في الأسواق المالية الدولية .

و الفصل الثالث ختمنا به دراستنا من خلال استعراض نماذج تقييمية من الواقع لأثر التغيرات على الأسواق المالية الدولية، حيث خصص المبحث الأول لعرض حقائق عن مختلف الاقتصادات للنماذج المختارة -المملكة العربية السعودية، الأردن، إضافة إلى منطقة اليورو- كذا على الأسواق المالية لهذه النماذج أما المبحث الثاني فقد تم فيه تحليل أداء الأسواق المالية

المعنية بالدراسة و المبحث الأخير تم فيه تسليط الضوء على الآثار الناجمة عن التغيرات العالمية على أسواق المال للنماذج المختارة .

### **التوثيق العلمي:**

لغرض إثراء الدراسة اعتمدنا في سبيل حصر جوانب الموضوع على البحث المكتبي و ذلك لتغطية الجوانب النظرية للموضوع من خلال الاستعانة بكتب باللغة العربية و الأجنبية، و التي تعرضت للموضوع بصورة كلية أو جزئية، وكذا مجموعة من الملتقيات و المؤتمرات و المجالات و عدد من الرسائل العلمية، أما الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على مجموعة من الإحصائيات الحديثة المستخرجة من مختلف المواقع الالكترونية .

### **الدراسات السابقة:**

لقد اعتمدنا على مجموعة من الرسائل والتي تناولت جوانب مختلفة من الموضوع من قبل تمثلت في :

- عمر عبدة سامية، **ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال فترة قصيرة**، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم العلوم الاقتصادية، نقود و مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2003، 2004.

وقد وصلت الباحثة من خلال دراستها إلى زيادة ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية و هذا نتيجة لعولمة أسواق المال، التي سمحت بإزالة القيود و الحواجز أمام انتقال رؤوس الأموال الأمر الذي أدى إلى زيادة التعاملات على المستوى الدولي.

- حريدي عبد الغاني، **اثر التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية-دراسة حالة الجزائر-**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، تخصص نقود و مالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006-2007.

حيث تطرق الباحث إلى الانعكاسات و الآثار الناجمة عن زيادة تدفقات رؤوس الأموال نتيجة لإلغاء القيود على المعاملات المالية، و مدى استفادة الدول العربية بصفة عامة و الجزائر بصفة خاصة من تحرير قطاعها المالي .

### **صعوبات البحث :**

أثناء إعدادنا للبحث صادفتنا العديد من العراقيل يأتي على رأسها قلة المراجع التي تخدم الموضوع، الأمر الذي دعانا إلى الاعتماد على مواقع الانترنت .

أما في الجانب التطبيقي ونظرا لطبيعة الموضوع ارتأينا وضع نماذج من الواقع لبعض أسواق المال العربية السعودية، الأردن- وللأسف كانت هذه النماذج بعيدة عن الاقتصاد الجزائري باعتباره مازال بعيد عن حلقة الاقتصاد الدولي من ناحية الأسواق المالية.

## الفصل الأول: الأسواق المالية الدولية: الماهية و المكونات

### تمهيد

#### I-عموميات حول الأسواق المالية الدولية.

- 1- نشأة الأسواق المالية الدولية ومفهومها.
- 2- خصائص الأسواق المالية الدولية ووظائفها.
- 3- مقومات أسواق المال الدولية وشروط التعامل فيها.
- 4- ترابط أسواق المال الدولية.

#### II-تقسيمات أسواق المال الدولية وأهم منتجاتها.

- 1- سوق النقد الدولي.
- 2- سوق رأس المال الدولية.
- 3- منتجات التعامل في أسواق المال الدولية.

#### III-الاستثمار في أسواق المال الدولية.

- 1- آلية التعامل في أسواق المال الدولية.
- 2- تحليل واقع الاستثمار في أسواق المال الدولية.
- 3- الثالثوى الأقوى لأسواق المال الدولية.
- 4- أهم مؤشرات المراكز المالية الدولية.

### خلاصة.



## الفصل الثاني: دراسة تحليلية للتغيرات في أسواق المال الدولية

### تمهيد

#### I - التغيرات الهيكلية لأسواق المال الدولية

1- الثورة العلمية.

2- التحرير المالي.

3- الهندسة المالية .

#### II - أثر التغيرات الاقتصادية العالمية على أسواق رأس المال الدولية

1- زيادة ترابط البورصات ونجاح قطاع تكنولوجيا المعلومات.

2- سلبية أداء الأسواق الناشئة وتراجع عمليات الاندماج.

3- تزايد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

#### III - أزمات أسواق المال الدولية

1- الإطار المفاهيمي للأزمة المالية.

2- إطلالة عن أزمات مالية سابقة

3- أزمة 2008-الماهية و المخلفات-

### خلاصة

**تمهيد**

يشهد العالم الكثير من الأحداث، والتغيرات على الساحة الاقتصادية، التي تشكل في مجملها عالم جديد يتسم بتحول الجوهرى، نحو الأخذ بأسباب الاقتصاد الحر وآلياته، ومن جملة التطورات العالمية التي مست الأسواق المالية الدولية، الثورة الهائلة في مجال التكنولوجيا والمعلومات التي كان لها الأثر الكبير في تنقل الأموال بين الدول، حيث أصبحت تعقد صفقات ضخمة في وقت قصير جداً، إضافة إلى أن زيادة التعامل في أسواق رأس المال الدولية، أدى إلى خلق أدوات مالية جديدة متمثلة في الابتكارات المالية التي أدت إلى التقليل من المخاطر والتحول من وسائل تقليدية بطيئة إلى أدوات حديثة فعالة.

كل هذه التغيرات الاقتصادية أدت إلى زيادة الترابط بين الأسواق وزيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، إضافة إلى زيادة حدوث الأزمات المالية التي أدت إلى زعزعت النظام المالي الدولي.

**I - التغيرات الهيكلية لأسواق المال الدولية**

شهدت الأسواق المالية الدولية نمو سريعاً وتغيراً مؤسسياً كبيراً منذ السبعينات والثمانينات، وأصبحت الأسواق المالية الوطنية أقل تجزأً والمراكز المالية الرئيسية أكثر تكاملاً، وذلك نتيجة للتغيرات الهيكلية التي شهدتها أسواق المال الدولية، والمتمثلة أساساً في الثورة التكنولوجية، التحرير المالي، إضافة إلى الابتكارات المالية.

**1- الثورة العلمية**

لاشك في أن التطور الكبير الملحوظ الذي طرأ على وسائل الاتصال بظهور الثورة العلمية والتي تتجسد في ثلاث ثورات و هي ثورة المعلومات والاتصالات والتكنولوجيا في القرن العشرين، ونموها بشكل هائل في الحقبة الأخيرة منه، و بداية الحقبة الأولى من القرن الحادي والعشرون، قد أثر بشكل واضح في الأنشطة الحياتية، وبدء التحول التدريجي من الأنشطة العادية إلى الأنشطة الإلكترونية، وخصوصاً مع تعاظم الاستفادة من إمكانيات شبكة المعلومات.

### 1-1- مفهوم الثورة العلمية في المعلومات والاتصالات والتكنولوجيا

تمثل الثورة العلمية في المعلومات والاتصالات والتكنولوجيا مرحلة من مراحل التطور التكنولوجي امتزجت فيها ثلاث ثورات هي: (1) (محمد إبراهيم منصور، 2004، ص ص 45-47).  
- **ثورة المعلومات:** وتتمثل في الانفجار المعرفي الضخم في ذلك الكم الهائل من المعرفة، في أشكال تخصصات عديدة وتضاعف الإنتاج الفكري في مختلف المجالات، وظهور الحاجة إلى تحقيق أقصى سيطرة ممكنة على حجم المعلومات المتدفقة وإتاحته للباحثين والمهتمين ومتخذي القرارات، في أسرع وقت وبأقل جهد عن طريق استخدام أساليب وبرامج معاصرة في تنظيم المعلومات، تعتمد بدرجة أولى على الحاسوب واستخدام التكنولوجيا الاتصالية لمساندة مؤسسات المعلومات ودفع خدماتها لتصل عبر القارات.

- **ثورة وسائل الاتصال:** المتمثلة في تكنولوجيا الاتصال الحديثة، التي بدأت بالاتصالات السلكية واللاسلكية، مروراً بالتلفزيون والنصوص المتلفزة وانتهت الآن بالأقمار الصناعية والألياف البصرية والانترنت.

- **ثورة الحاسبات الإلكترونية:** وتعني التطور الغير المتناهي في إنتاج أنظمة المعلومات المختلفة و في إدارة نظم وشبكات المعلومات، وقد اعتمدت نظم المعلومات المتطورة على ركيزتين هما الكمبيوتر أو الاتصالات أو ما يطلق عليه "COM and COM".\*

إن هذه الثورات الثلاث قد أدت إلى سيادة نظم جديدة للمعلومات تنتقل، عن طريق ما يسمى بطريق المرور الضوئي السريع، والذي يمثل شبكة آليات ضوئية تربط المعلومات للدول كما تربط الطرق السريعة بينها، وتعتبر شبكة الانترنت الأمريكية الشهيرة أحسن مثال على ذلك، بحيث يتم تخزين معلومات واردة من 21 ألف شبكة معلومات، بشكل منظم و منسق يسهل عملية استرجاعها بواسطة أي مستخدم، وذلك من خلال الحاسبات الإلكترونية، كما تقوم بعد ذلك بواسطة تقنيات الاتصال المتطورة، التي توظف الهاتف والأقمار الصناعية في توصيلها إلى 33 مليون مشترك في جميع أنحاء العالم. (2) (محي محمد سعيد، 2007، ص 24).

### 1-2- خلفيات الثورة العلمية في المعلومات والاتصالات والتكنولوجية

عرف تطور الثورة العلمية في المعلومات والاتصالات والتكنولوجية، محطات كثيرة قبل أن تتخذ هذه الظاهرة الصورة التي نتسم بها اليوم، رغم أن ملامحها لم تكتمل بعد، ويمكن الاستدلال عن ذلك من خلال مايلي: (3) (ممدوح محمود منصور، 2003، ص 22).

- سنة 1866 بدأ تشغيل أول كابل للاتصالات التلغرافية عبر المحيط الأطلنطي.
- سنة 1884 بدأ العمل بتوقيت غرينتش لينسق المواقيت عبر العالم.
- سنة 1918 بدأت خدمة البريد الجوي لأول مرة.
- سنة 1926 تم أول تليفون عبر المحيط الأطلنطي.
- سنة 1976 تم أول بث عبر الأقمار الصناعية.

واستمرت التدفقات الفائقة في وسائل المعلومات والاتصالات تتوالى على العالم، إلى أن تم الوصول إلى أهم تطور في مجال الاتصال ألا وهو تشغيل أول شبكة للاتصالات الدولية الشيء الذي سمح بترابط العالم بشكل كبير جدا إلى جانب خلق وطن إعلامي يستخدم فيه ما يقارب 500 قمر صناعي تدور حول الأرض، وتبين إحصائيات اليونسكو أن هناك 300 شركة إعلامية هي الأولى في العالم توجد بينها 144 شركة أمريكية و 80 شركة أوروبية و 49 يابانية.

### 1-3- حصاد الثورة العلمية في التكنولوجيا والمعلومات والاتصال على أسواق المال الدولية

نتيجة التطبيق الواسع لتكنولوجيا الحاسبات الالكترونية والاتصالات في الأسواق المالية، تمكنت هذه الأسواق من معالجة حجم أكبر من المعاملات، وحتى عام 1979 لم يكن التعامل في بورصة نيويورك يتسع لأكثر من 30 مليون سهم في اليوم، وإذا فاق هذا القدر تطلب إنجازه استمرار العمل فترة أطول بعد الوقت المقرر اعتياديا، إلا أنه نتيجة التطور التكنولوجي واستعمال الحاسب الآلي ارتفع حجم التعامل عام 1986 إلى حوالي 140 مليون سهم وقد بلغت المبيعات الذروة في سبتمبر 1986، إذ سجلت رقما قياسيا جديدا عن مستوى 240.5 مليون سهم في يوم واحد.

كما أدى استعمال التكنولوجيا المتطورة في أسواق المال إلى زيادة توصيل التطورات على نحو أسرع وأوسع، والاستجابة بسرعة أكبر للمعلومات الجديدة وابتكار أدوات وإجراءات وربط الأسواق التي تقع في مناطق مختلفة من العالم، وكانت النتيجة أن ازدادت التدفقات داخل أسواق رأس المال الدولية، بسرعة تفوق كثيرا معدل نمو الدخل القومي الاسمي في البلدان الصناعية الرئيسية، كما زاد المعدل اليومي لتداول العملات الأجنبية في الأسواق الرئيسية (لندن، نيويورك وطوكيو).

وأدت التطورات في تكنولوجيا الاتصالات إلى زيادة التكامل العالمي للأسواق المالية، وأصبح الاقتصاد العالمي محصورا في رقعة صغيرة. (4) (ضياء مجيد، 2003، ص ص 70-71).  
فقد مكنت الثورة التقنية من العمل في الوقت الحقيقي عبر أرجاء العالم، مما ساعد على تطوير الاندماج بين أسواق المال الدولية وتسارع حركة العولمة المالية بالقضاء على الحواجز المكانية، والزمانية بين الأسواق. حيث حدث انخفاض كبير في تكلفة النقل والاتصالات السلكية واللاسلكية، كما أن الثورة المعلوماتية رفعت من سيولة الأسواق المالية، لسهولة تدفق رؤوس الأموال والحصول عليها بسرعة، وما حدث في الأخير نشوء حركة مليارات من الدولارات دون السيطرة عليها من طرف السلطات النقدية والمالية ولا مراقبتها، وهذا راجع لجملة تلك التطورات الحاصلة في المجال التقني والتكنولوجي. (5) (بن يوب فاطمة، 2004، ص ص 55-56).

ومن أجل تسهيل عملية التعامل الدولي ارتبطت شبكة التعامل دوليا، بواسطة نظام يعرف باسم "بيغ بانغ" الذي استحدثه العقل البريطاني، فأصبحت البورصات العالمية مرتبطة ببعضها البعض، وقيل عند بدأ العمل في هذا النظام أن نظام "بيغ بانغ" هو ثورة التكنولوجية في نهاية القرن 20 وبداية القرن 21، حيث أصبح باستطاعة المستثمر شراء أو عرض أي سهم لأي شركة في أي بورصة عالمية في مدى ثوان فقط، وهذا يعني أن بورصات العالم أصبح بورصة واحدة. (6) (ضياء مجيد، 2003، ص 72).

لقد سمح التطور التكنولوجي للمنافسين الجدد، باقتراح أنظمة تداول بديلة في الأسواق المالية، هذه الأنظمة هي نوعا ما الشكل الذي تعكسه التجارة الالكترونية في السوق المالية، ولقد

تمكنت شبكات الاتصال الالكترونية (ECNs) خلال سنوات قليلة من الاستحواذ على قسم هام من السوق في أنشطة كانت تحتكرها البورصات خلال النصف الأول من سنوات التسعينات. وتوفر هذه التكنولوجيا الجديدة للمستثمر المعلومات الضرورية بطريقة مباشرة وفورية، كما غيرت كلياً مجمل سير تداول الأوراق المالية، وأدت إلى ظهور منافذ جديدة للتسويق وتشكيلات مبتكرة للأدوات المالية، هذه التغيرات تثبت أن صناعة الخدمات المالية المدعومة بالابتكارات التكنولوجية تمثل أحد المجالات التي تعولم بسرعة.

وتمر الأسواق المالية حالياً بمرحلة اندماج على المستوى الدولي، مما يوفر إمكانيات لم تكن متاحة من قبل، وفي هذه السوق الجديدة يمكن للشركات والمؤسسات الباحثة عن التمويل الاستفادة من المدخرات العالمية لتمويل استثماراتهم، أما المستثمرون والمدخرون فيمكنهم تنويع أصولهم والاستفادة من طرق جديدة في تسيير المخاطر.

ويمكن إبراز أهم تأثيرات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على أسواق المال فيمالي: (7) (عمر عبدة سامية، 2004، ص ص 46-47).

- اتجاه العديد من الأسواق المالية نحو التحالف والاندماج لتشكيل سوق قادرة على مواجهة المنافسة المتزايدة، ومن أمثلة هذه التحالفات ما يحاول نازداك القيام به من زيادة تحالفاته العالمية، مثل نازداك اليابان، نازداك هونغ كونغ، نازداك سنغافورة..... الخ بالإضافة إلى تشكيل la bourse de Voleurs a revenu Variable globale سنة 2000 والتي تضم بورصة نيويورك، طوكيو، البورصة الأسترالية وبورصة باريس، بروكسل، أمستردام، تورنتو، هونغ كونغ، المكسيك وساوا باولو.

- سيطرة المؤسسات المالية مثل شركات المضاربة، صناديق المعاشات، شركات التأمين..... الخ على الأسواق، حيث تدير هذه المؤسسات العملاقة اليوم، مبالغ كبيرة من المال تحركها باستمرار من سوق لآخر.

- ساعد التطور في تكنولوجيا الاتصال السلكية واللاسلكية التجار والمستثمرين من كل أنحاء العالم على تنفيذ أوامر فورية في أسواق أجنبية.

- الحصول على معلومات واقعية تسمح للمستثمرين بمتابعة الأسواق المالية، وتقييم أثر المعلومة على ربحية استثماراتهم.

- سمحت التكنولوجيات المتطورة للحاسبات باستخدام أساليب جديدة للتغطية الآجلة ضد المخاطر.

- بسبب كبر حجم الاستثمار بالأسواق وقطاع الخدمات المالية، أصبحت رؤوس أموال تنتقل بدرجة كبيرة عبر الحدود الوطنية.

- ظهور مبادرات تنظيمية دولية تستهدف توحيد المحاسبة ومطالب الإفصاح المحاسبي والمعلوماتي عبر الأسواق العالمية، مما يتيح الحصول على معلومات حقيقية عن المراكز المالية للشركات.

كما ساهمت تكنولوجيا الاتصال والمعلومات في ظهور: (8) (عمر عبدة سامية، 2004، ص 48).

### -السمسرة الالكترونية:

هي أفضل تمثيل لأثر الانترنت على عمل الأسواق المالية، وتوفر للمستثمر إمكانية التداول والتفاوض على أوراقه المالية في الأسواق المتواجدة في مختلف أنحاء العالم، من على شاشة الكمبيوتر وانطلاقاً من منزله، هذه السهولة في التداول مضافاً إليها سوقاً للأوراق المالية ذات التكنولوجية العالية، قد شكلت شغفاً حقيقياً للمدخرين فيما يخص القيم المتداولة في السوق المالية.

**-المضاربة اليومية:**

شجعت التكنولوجيات الحديثة تنمية نشاط آخر في أسواق المال، وهو ما يعرف بالمضاربة اليومية day trading وهو نشاط تداول يسمح للمستثمرين بإجراء عمليات بيع وشراء من أجل تحقيق أرباح سريعة، ناجمة عن عدم الاستقرار اليومي لأسعار بعض الأوراق المالية، هذا النشاط يستدعي تعاملات كثيرة، سيولة كبيرة وكذلك الإلمام بتقنيات السمسرة الالكترونية وتكوين تكنولوجي متخصص.

**-أنظمة التداول البديلة:**

هي نظم تداول الكترونية خارج البورصة تسمح بالمعالجة والمزاوجة الالكترونية لأوامر الشراء والبيع حسب قواعد وضعت مسبقا وتستعمل خصيصا من قبل المستثمرين التأسيسيين، ظهرت أنظمة التداول البديلة ( SNA ) في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1995 وخلال مدة قصيرة استطاعت أن تستحوذ على حصة سوقية تقدر ب 35% من أوامر التعامل على القيم المتداولة في نازدك، وحوالي 10% من أوامر بورصة نيويورك وأكثر هذه الشبكات شهرة Instinent والتي تديرها "رويترز"، Trade book island والتي تديرها "bloomberg"، nesetrade archipelago/terra nova هذا بالإضافة إلى بعض الشبكات صغيرة الحجم.

ولم تقف هذه الشبكات عند هذا الحد، بل اتجهت بعضها إلى التحول إلى بورصات الكترونية فقد قدمت شبكة ( ILE ) طلب للجنة الأوراق المالية والتداول ( SEC ) من أجل تسجيلها كبورصة، وتقدمت jway trade point بنفس الطلب في المملكة المتحدة، وبالتالي أصبحت شبكات الاتصال الالكترونية تهدد البورصات الراسخة بما توفره من تنفيذ أفضل للأوامر، وصفقات أرخص وبفعالية أكثر، مما يعزز الاتجاه نحو تقليل عدد البورصات التقليدية وبالفعل أعلنت Pacific EXchanges Archipelago SNA في منتصف مارس 2000 عن نيتهم في تشكيل البورصة الالكترونية الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية.

وتجدر الإشارة إلى أنه رغم ما توفره الابتكارات التكنولوجية من إمكانيات وطرق تعامل ومتدخلين جدد في السوق، في نفس الوقت تحدث تقلبات كبيرة في السوق المالية، مما يفرض على هذه الأخيرة مواجهة تحدي استيعاب هذه الابتكارات من خلال تأطير فعال للسوق يسمح بحماية المستثمرين.

**2-التحرير المالي**

يعد التحرير المالي ظاهرة حديثة نسبيا وقد بدأت منذ بداية عقد الستينات في العديد من الدول المتقدمة ثم تلتها الدول المتخلفة من خلال الإصلاحات والتحول الاقتصادي، الذي شمل مجموعة من الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية.

**1-2- مفهوم التحرير المالي**

يمكن أن نعرف التحرير المالي على أنه حالة مرور من التقييد إلى حالة من التحرير، وهذا يتطلب إزالة عدد معين من القيود أهمها مايلي:

- التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع.
- رقابة إدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينة، وتقديم قروض لبعض القطاعات بأسعار فائدة تفضيلية.
- فرض قيود صارمة على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية سواء كانت تدفقات داخلية أو خارجية.

"كما يقصد بالتحريك المالي محاولة تخفيف القيود الحكومية على المؤسسات المالية وعلمها وأدواتها". (9) (جميل سرمد كوكب، 2001، ص 39).

والتحريك المالي بالمعنى الواسع هو "مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً. (10) (حسن كريم حمزة، 2011، ص 54).

وبهذا يمكن القول أن التحريك المالي يسير وفق خطتين أساسيتين هما: (11) (ضياء مجيد، 2003، ص ص 72-73).

- تخفيف قيود الأسعار والكميات، حيث كانت أهم تدابير التحريك هي تخفيف قيود الصرف في البلدان الصناعية الرئيسية، حيث سمح هذا التخفيف لرعايا هذه الدول على الاستثمارات بالعملة الأجنبية مما زاد إمكانية الاستبدال بين الأصول المحلية والأجنبية.
  - تخفيف القيود على أنواع معينة من النشاط المالي، حيث تم تخفيف القيود على وصول المقترضين الأجانب إلى الأسواق المحلية وعلى قدرتهم على الاقتراض بالعملة الوطنية، مما زاد من تكامل الأسواق المالية المحلية الدولية.
- وشملت تدابير التحريك كذلك تخفيف القيود على الحق في إقامة المؤسسات وعلى الأنشطة المالية وعلى حوافز الأوراق المالية التي يجوز للمؤسسات المالية حيازتها، وخاصة من حيث آجال الاستحقاق وأنواع الصكوك وللمساهمين في السوق الحق بإصدار صكوك لم يكن مسموحاً بها من قبل\*، كما يشمل التحريك كذلك تحرير أسعار الفائدة، وإزالة السقوف المفروضة عليها لكي تتحدد وفقاً لآليات الطلب والعرض وتوفير حرية الدخول والخروج في عمليات الوساطة المالية. (12) (عازم وليم أندراوس، 2007، ص 198).

لقد أدى التحريك المالي إلى تقليل تجزؤ الأسواق المالية المحلية وزاد تكامل المراكز المالية الدولية، وقد شجعت عمليات التحريك تحقيق كفاءة أكبر في الأسواق المالية المحلية وزيادة فرص وصول المؤسسات المحلية إلى مصادر التمويل الدولية.

## 2-2- تحرير الأسواق المالية

يمكن أن نعرف تحرير أسواق الأوراق المالية بأنه يتضمن حذف كل القيود ضد حيازة المستثمرين الأجانب للأوراق المالية للشركات المحلية والمتداولة والمسعرة في بورصة القيم المنقولة وإلى الحد من إجبارية توطيق رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد مع توفير حرية دخول وخروج في عمليات الوساطة المالية.

وهناك عدة أهداف تستهدفها سياسات تحرير الأسواق المالية عبر العالم من أبرزها: (13) (حريدي عبد الغاني، 2006، ص 42).

- تحقيق فعالية أعلى وكفاءة أكبر لعمل الأسواق المالية عبر العالم بهدف تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل اقتصادياتها وزيادة معدلات الاستثمار فيها وزيادة فرص وصول المستثمرين والمقترضين المحليين إلى مجالات الاستثمار ومصادر التمويل الدولية.
- تتزامن سياسات تحرير الأسواق المالية مع النزعة الشديدة نحو تحرير التجارة الدولية، وإضفاء الطابع الدولي للمعاملات المالية.
- تعزيز درجة المنافسة فيما بين الأسواق المالية عبر العالم، للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية.

بناء على ذلك يمكن القول بأن تحرير الأسواق المالية عبر العالم يهدف إلى جعل هذه الأسواق تعمل بكفاءة أعلى وفعالية أكبر، إذ تكون لديها القدرة على المنافسة مع بقية الأسواق المالية الدولية.

### 2-3- تحرير الأسواق المالية وظهور الأسواق المالية الناشئة

نتج عن تحرير الأسواق للدول المتلقية والدول المصدرة لرأس المال تزايد في تكامل الدول النامية مع النظام المالي الدولي، حيث عمدت كثير من الدول النامية على فتح أسواق الأوراق المالية وتحريرها من القيود والسعي لاستيعاب المستجندات في الأدوات والمؤسسات المالية. حيث أدى فتح أسواق الأوراق المالية إلى تطورات عميقة وسريعة فيها وبالتالي كان عليها أن تعمل على زيادة جاذبية أسواقها وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية واجتذاب الاستثمارات المحلية والأجنبية، الأمر الذي ترتب عليه ظهور ما يسمى بالأسواق المالية الناشئة ويمكن أن يطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ سوق ناشئ إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين: (14) (حريدي عبد الغاني، 2006، ص43).

- إذا كان تواجد هذا السوق في اقتصاد نامي.
- إذا كان السوق ذاته بصدد نمو من حيث الحجم وجودة الأدوات.

### 2-4- تقييم تحرير الأسواق المالية

لقد أدى التزايد نحو التحرير المالي إلى آثار إيجابية وآثار سلبية وفيما يلي أهم الآثار: (15) (حريدي عبد الغاني، 2006، ص44).

#### \*الآثار الإيجابية

- يرى أنصار ودعاة تحرير الأسواق المالية الدولية أن لذلك عدة مزايا هي تختلف من كون الدولة المعنية نامية أو متقدمة ويمكن إجمالها في النقاط التالية:
- يتيح الانفتاح المالي للدول فرصة الوصول إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة في الموارد المحلية.
- تؤدي إجراءات تحرير وتحديث الأسواق المالية وخلق مناخ مشجع للاستثمار، إلى الحد من هجرة رؤوس الأموال إلى الخارج وأيضا استعادة رؤوس الأموال في الخارج.
- يؤدي تحرير الأسواق المالية إلى المزيد من المنافع في مجال نقل المعرفة والتكنولوجيا ويشمل ذلك معرفته أفضل الممارسات الإدارية ومعالجة البيانات في هذا المجال.
- تسمح حركة الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية النامية بالابتعاد وتقليل الاقتراض الخارجي، الأمر الذي يترتب عليه عدة مشاكل التي تنتج عن هذا الاقتراض المتمثلة في زيادة مدفوعات خدمة المديونية عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، كذلك ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر.
- لعل تحرير الأسواق المالية لما يحمله من تدفق لرؤوس الأموال من الخارج، سيؤدي حتما إلى انخفاض الأسعار المحلية الأمر الذي يؤثر إيجابيا على نمو حجم الاستثمار ومن جهة أخرى تصبح تلك الأسعار حقيقية، مما يساهم في تشجيع نمو الادخارات.
- تمكن عمليات التحرير من تعميق وتوسيع الأسواق المالية، من خلال حجم المعلومات ونوع الأدوات المتداولة وذلك بظهور أدوات جديدة مثل المبادلات، الخيارات والمشتقات.
- المساهمة في علاج-إلى حد ما- مشكلة الدين الخارجي، من خلال تقنية توريق الدين والتي تتمثل في عملية تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية.



- إضافة إلى تلك الميزات التي تنتج عن التحرير المالي، فإن هناك ميزة أخرى لا تقل أهمية والمتمثلة في تكوين مستويات عالية من الاحتياطات من النقد الأجنبي، والتي تعتبر من أهم عناصر الثقة "الجدارة المالية" في الأسواق المالية الدولية.

### \*الآثار السلبية لتحرير الأسواق المالية

- لعل إلزام دول العالم بتحرير الأسواق المالية والدخول في العولمة المالية له انعكاساته السلبية ويفرض تهديداته على تلك البلدان ويمكن تلخيص هذه السلبيات والمخاطر فيما يلي:
- مخاطر هروب رؤوس الأموال الوطنية للخارج، وهو ما يحدث فعلاً لدى بعض البلدان النامية التي حررت أسواقها المالية، وأصبحت تتعامل مع الأسواق المالية الدولية بحيث أصبحت مدخراتها تفضل لاعتبارات مختلفة توظيفها خارج أوطانها.
- مخاطر تعرض الاقتصاد القومي لهجمات المضاربين الماليين المدمرة خاصة في ظل نظام تعويم الصرف وماله من مساهمة في فتح المضاربة على العملة، حيث يشير البعض إلى أنه إذا ما اتفقت كافة البنوك المركزية في العالم فيما بينها على اتخاذ موقف معين لحماية ما في هجوم المضاربين فإن أقصى ما يمكن أن تجمعها البنوك المركزية حوالي 14 مليار دولار يومياً، بينما يستطيع المضاربون الماليون العالميون جمع حوالي 800 مليار دولار في السوق يومياً وهذا ما يعني أن إمكانياتهم تفوق 55 مرة البنوك المركزية الموجودة في العالم مجتمعة.
- نجد أنه مع تزايد تحرير الأسواق المالية عبر العالم، يصبح في إمكان المستثمرين المحليين استثمار أموالهم في أي سوق لارتفاع معدل العائد المتوقع، وفي الحالات التي يتأثر فيها الاستثمار بالاعتبارات الضريبية يلجأ كبار المستثمرين في البلدان الصناعية، خاصة الشركات المتعددة الجنسيات إلى الخروج باستثماراتهم إلى الدولة التي تتخفف فيها معدلات الضرائب على الدخل والأرباح وهناك تسابق الآن على تخفيض الضرائب إلى أدنى الحدود كوسيلة لجذب الاستثمارات الأجنبية، الأمر الذي أدى ليس فقط إلى خفض حصيلة موارد الدولة السيادية من الضرائب بل وإلى إضعاف فعالية السياسة المالية في تحقيق أهدافها.

### 3-الهندسة المالية

إن ظهور الهندسة المالية وأدواتها أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكارات متعددة ومتطورة في المستقبل المنظور والبعيد، انطلاقاً من الدور الذي تلعبه وتؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية إذ أن الغرض الأساسي لها هو التحوط ونقل المخاطرة. إلا أن استعمالها قد توسع بصورة كبيرة خلال السنوات الماضية ليشمل أغراض الاستثمار والمضاربة ولازالت عملية تطوير الأدوات الجديدة واستعمالاتها مستمرة وبصورة متزايدة حتى الآن.

### 3-1-نشأة الهندسة المالية ومفهومها

#### 3-1-1-نشأة الهندسة المالية

شهدت أسواق المال الدولية منذ بدايات الستينات من القرن الماضي ثورة في مجالات الابتكارات المالية، والتي شكلت اللبنة الأولى لتبلور مفهوم الهندسة المالية، هذه الأخيرة التي اهتمت بابتكار الأدوات الحديثة وأدوات إدارة المخاطر بالشكل الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها من جهة، ومن جهة أخرى ضمان المردود الإيجابي لاقتصاديات الدول ككل من خلال تطوير أسواق رأس المال، وإمدادها بالأدوات والآليات التمويلية التي تحقق أهداف جميع المتعاملين. (16) (هاشم فوزي دباس العبادي، 2008، ص 30).

ومن أهم عوامل ظهور الهندسة المالية: (17) (سمير رضوان عبد الحميد حسن، 2008، ص 17).

1- انهيار اتفاقية برتين وودز وهو الأمر الذي ترتب عليه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف.

2- انهيارات أسواق الأوراق المالية العالمية المتتالية دفعت المستثمرين للبحث عن حماية أصولهم المالية من خلال ابتكارات مالية جديدة.

### 3-1-2 مفهوم الهندسة المالية

الهندسة المالية "تعني التصميم والتطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة".

أو هي "الصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل" والتعريف المتقدم يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة هي: (18) (سمير رضوان عبد الحميد حسن، 2008، ص 19).

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقة الائتمان.
  - ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري من خلال الشبكة العالمية والتجارة الإلكترونية.
  - ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعادة الصيغ التمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة.
- من خلال ما سبق يمكن إعطاء التعريف التالي للهندسة المالية:
- " الهندسة المالية تعني ابتكار أدوات مالية جديدة تماما، أي لم تكن موجودة سابقا، أو تطوير أدوات مالية قديمة، وموجودة سابقا " .

### 3-2-أهداف الهندسة المالية

تعد الهندسة المالية هي شريان الحياة للإبداع المالي ولديها العديد من الأهداف لعل أهمها

هو:

- خفض حجم المخاطرة المالية وذلك عادة يكون بإيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدث التي يمكن عن طريق هندستها وبتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأقل صورة ممكنة وتجنبها. (19) (هاشم فوزي دباس، 2008، ص 30).
- إعادة هيكلة التدفقات النقدية لإدارة مالية أفضل مثل استخدام المقابضة لتغيير المعدلات المتغيرة للقروض إلى معدلات ثابتة لأغراض ضريبية أو لقدرة أفضل على التنبؤ بالتدفق المالي.
- تعزيز فرص تحققي الأرباح من خلال إيجاد الأدوات الجديدة التي يمكن استعمالها في عملية الاستثمار والمضاربة والتحوط.
- تحسين سيولة السوق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من الأدوات الجديدة والتي تتميز بالسيولة اللازمة.

إن الهندسة المالية قد أسهمت مساهمة واضحة في تحين الأداء وذلك من خلال سرعة التنفيذ للعمليات وتخصيص تكلفتها كل ذلك في الوقت الذي تحقق فيه مكاسب لكافة الأطراف، بما يضمن لتلك العمليات المبتكرة الصمود والاستمرار.

### 3-3-انعكاسات الهندسة المالية على أسواق المال الدولية

ولقد انعكست آثار الهندسة المالية جليا في أسواق المال الدولية حيث ساهمت في ابتكار صكوك جديدة تطور هيكل الأسواق المالية، حيث تنقسم هذه الصكوك إلى فئتين عامتين، صكوك لخلق الائتمان أو السيولة، وصكوك لتحويل المخاطر، وفي الفئة الأولى كانت زيادة استخدام

الأصول القابلة للتبادل التي يصدرها المقترض مباشرة (التحويل إلى سندات) هي أهم عنصر، وإلى جانب هذا التحول من الائتمان المصرفي إلى السندات شملت عملية التحويل إلى سندات جميع أصول لم تكن من قبل قابلة للتبادل (مثل الائتمانات المصرفية والرهونات ومستحقات الشركات) في أصول قابلة للتداول.

وجرت ابتكارات تحويل المخاطر في مجال صكوك التغطية الآجلة مثل الخيارات المالية والعمليات الآجلة المالية ومقايضات أسعار الفائدة والعملات، وتتداول مثل هذه العقود في بورصات أمستردام وشيكاغو وفرانكفورت ولندن ونيويورك وباريس وسنغافورة وطوكيو، ويسمح تحسين فرص التغطية في الأسواق بتحمل تقلبات أسعار أكبر مع المحافظة على حجم السيولة وحجم الوساطة، غير أن هذه الصكوك تسمح كذلك للمستثمرين بتحمل مخاطر إضافية مما قد يضعف الوساطة المالية ويؤدي إلى سرعة تغير أكبر في الأسواق المالية حيث في أكتوبر 1987-الاثنتين الأسود- حاولت بعض المؤسسات المالية طرح ملايين الدولارات من المستقبلات لتعويضهم عن الخسائر التي لحقت بالأسهم العادية، إلا أن السوق لم تعد تستوعب الكم الكبير من المستقبلات وباعت محاولاتهم بالفشل. (20) (ضياء مجيد، 2003، ص ص 75-76).

## II - أثر التغيرات الاقتصادية العالمية على أسواق رأس المال الدولية

تتأثر أسواق رأس المال الدولية بالتغيرات والأحداث التي تتم في الاقتصاد العالمي وذلك بدرجات تختلف وفقا لدرجة الارتباط والتكامل بين الأسواق، كما تختلف أيضا فيما بين الأسواق المتقدمة والأسواق الصاعدة، ومن الأمثلة على وجود ارتباط بين الأسواق العالمية ما حدث في أوائل شهر أبريل 2000 حيث بدأ كل من مؤشر دواجونز و مؤشر ناسداك في الهبوط الملحوظ وتسجيل معدلات مرتفعة في تقلب الأسعار وسجلا عائد سلبيًا يقدر بنسبة 6% و 30% على التوالي خلال الفترة من 1-16 أبريل وقد تأثرت هذه الأسواق بالتطورات العالمية الحاصلة.

### 1- تزايد ترابط البورصات ونجاح قطاع تكنولوجيا المعلومات

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات في مناطق عديدة من العالم، وأصبحت أسواق المال الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات، وتنويع محفظة الاستثمار ولقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تجديد الأدوات المالية وزيادة حجم التداول، كما ترتب عن ذلك زيادة شركات الوساطة المالية وسماسة الأوراق المالية ذات الطابع الدولي في أسواق الأسهم والسندات وأسواق العملات والعقود الآجلة، واستفادة البورصات من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الحديثة وشبكات المعلومات القومية والدولية.

والجدير بالذكر أن التوسع في عدد ونوع وحجم المؤسسات المالية في العالم قد دعى إلى ضرورة الربط بين البورصات الدولية، ونظرا لتشابك المصالح والتوسع في استخدام الأدوات المالية والدولية (21) (عمر عبدة سامية، 2004، ص 64)، تلعب بنوك الائتمان طويل الأجل وشركات التأمين وبنوك الاستثمار وصناديق التأمين والمعاشات وصناديق الادخار دورا هاما في الربط الدولي للبورصات واتجاهاتها للعالمية بسبب:

- التوسع في فروع الشركات متعددة الجنسيات.
- التوسع في نشاط البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.
- التوسع في أسواق القروض الدولية "أسواق السندات الدولية".
- انتشار الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر.

ولقد زاد بشكل ملفت ترابط الأسواق، فأصبحت أكثر تكاملا وترابطا وبشكل خاص في العقد التاسع من القرن الواحد والعشرون وحدثت قفزة هائلة في التدفقات المالية بين تلك الأسواق، فقد تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات للبلدان الصناعية المتقدمة من 10% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1980 إلى ما يزيد عن 402% بالنسبة للولايات المتحدة و 453.1% بالنسبة لفرنسا و 354.6% بالنسبة إلى إيطاليا و 372% بالنسبة إلى كندا عام 2005. كذلك تطور بالمقابل تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي فقد ارتفع متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف من 200 مليار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى 1.2 ترليون دولار أمريكي في منتصف التسعينات. (22) (حريدي عبد الغاني، 2006، ص 36).

كما أن زيادة ترابط البورصات لم يقتصر على الدول المتقدمة فحسب، بل شملت الدول النامية حيث عرفت أسواق هذه الأخيرة ارتباط وثيقا بالأسواق الدولية، ففي دراسة للبنك الدولي عام 1997 لأكثر من 60 دولة نامية تبين أن أكثر من نصف هذه الدول قد تكاملت وارتبطت في السوق الدولية للخدمات المالية وتعاملت في الأسواق المالية الدولية منذ عام 1990. (23) (طارق عبد العال، 2003، ص 19).

ويرجع سبب ذلك إلى تنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي والانفتاح على العالم الخارجي، سواء يتعلق الأمر بالتعامل التجاري أو المالي، أو تشجيع شركات متعددة الجنسيات على الدخول إلى أسواقها، بالإضافة إلى إعادة توظيف بعض عمليات الإنتاج في الدول النامية، الأمر الذي يمثل نقله نوعية وفعالة في استراتيجيات التنمية، هذا ما زاد ترابط أسواق الدول النامية مع الاقتصاد العالمي. (24) (عمر صقر، 2002، ص 9).

أما فيما يتعلق بالأسواق المالية العربية ومدى ارتباطها خارجيا مع الأسواق المالية الدولية فتبقي درجات الارتباط ضعيفة وهذا بسبب تدني حجم الاستثمارات العالمية وذلك كونها أسواق ناشئة وحديثة نسبيا، كما وأن بعضها (الأسواق المالية الخليجية مثلا) لا تسمح للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم والسندات، إضافة إلى أنها تفتقر إلى التنوع والعمق المطلوبين، مما يؤثر على عائد الاستثمار في تلك الأسواق وهذا ما يؤكد عدم جاذبية الأسواق المالية العربية للمستثمر الأجنبي (25) (تشام فاروق، 2003، ص 15).

أما فيما يتعلق بقطاع تكنولوجيا المعلومات فلقد بدا نجاحه واضحا من خلال أنشطة الاندماج والاستحواذ التي تمت بين الشركات المتعددة الجنسيات على المستوى العالمي في قطاعات المواصلات والتقنية والاتصالات وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا حيث كانت السوق الأمريكية واليابانية والأسواق الأوروبية أكثر الأسواق جاذبية لاهتمامات المؤسسات المالية وشركات إدارة الاستثمار. (26) (بن يوب فاطمة، 2004، ص 57).

## 2- سلبية أداء الأسواق الناشئة وتراجع عمليات الاندماج

لقد تأثر أداء الأسواق الناشئة سلبيا بالتقلبات السلبية التي شهدتها الأسواق العالمية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الصناعية المتقدمة، حيث يسهل انتقال هذا التذبذب في الاقتصاد والبورصة عبر مختلف آليات التجارة والسياحة والاستثمار المباشر وغير المباشر، فقد شهد مؤشر أسعار IFCG انخفاضا لأغلبية الأسواق بدول أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا ودول أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا، ولقد بلغ متوسط التغير في مؤشر الأسعار بالانخفاض للأسواق ككل وفقا لمؤشر IFCG حوالي 30% وهو ما يعني تدهورا في أغلبية مؤشرات الأسعار للأسواق الصاعدة بوجه عام (27) (محمد بن سعدو الجرف، 2004، ص 6)

أما عمليات الاندماج فقد تراجعت بين الشركات العملاقة في البلدان المتقدمة المختلفة وبخاصة في أوروبا والولايات المتحدة، تلك الاندماجات التي كانت السبب الرئيسي في رفع قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم خلال النصف الثاني من تسعينات القرن العشرين على نحو استثنائي، كما كانت السبب في رفع حصة الدول الصناعية المتقدمة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم من 56% عام 1997 إلى 82.3% من تلك الاستثمارات في عام 2000، بحيث أصبح التوزيع النسبي للاستثمارات الأجنبية المباشرة في عام 2000 هو 82.3% للدول الصناعية المتقدمة ونحو 15.9% للدول النامية، ونحو 1.8% للدول الاشتراكية السابقة في أوروبا الوسطى والشرقية. (28) (محمد بن سعدو الجرف، 2004، ص 7).

### 3- تزايد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتراجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة

هناك فرق بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتتجلى هذه الفروقات فيما يلي:

- الاستثمار الأجنبي المباشر هو الذي يتجسد واقعياً من خلال سعي القائم به تحقيق التمتع بحق الإشراف والرقابة وليس فقط تحقيق الأرباح مقارنة بالاستثمار المحفظي الذي يسعى من وراءه فقط تحقيق الأرباح.
  - إن القائم بالاستثمار المباشر والذي يتمتع بحق الإشراف والرقابة يتحمل مسؤولية ما يتحقق من نتائج المؤسسة المعنية بذلك سواء كانت أرباح أو خسائر وذلك بشكل جزئي أو كلي، تبعاً لنسبة من رأس المال التي ساهم بها في تلك المؤسسة، مقارنة بالقائم بالاستثمار المحفظي الذي لا يمكنه تحمل المسؤولية لكونه لا يتمتع بالحق في الأداة واتخاذ القرارات.... الخ.
  - الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن اعتباره وسيلة لتمويل الحديث كونه غير منسئ للمديونية فهو يحقق علاقات دائمة ومتينة مع المؤسسة في البلد المضيف، لا يقتصر على مجرد الحصول على الأرباح بل تتعداها إلى إستراتيجية البحث عن نمو المؤسسة وهو بذلك يختلف عن الاستثمار المحفظي الذي يخصص مجرد امتلاك أوراق مالية من أجل الحصول على دخل مالي سريع أو امتلاك حصة من رأس المال مؤسسة ما، حيث يهدف من وراءه تحقيق عائد.
  - الاستثمار الأجنبي المباشر هو بمثابة رؤوس أموال تم نقلها، وتحويلها لغرض تجسيدها في أصول حقيقية خلافاً للاستثمار المحفظي البسيط، الذي قد يتخذ شكل المشاركة في تكوين رأس المال ثابت للمؤسسة. (29) (فارس فضيل، 2004، ص 18).
- ولقد زادت التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وذلك للأسباب التالية: (30) (عمر عبدة سامية، 2004، ص 40)

- **انخفاض معدلات الفائدة العالمية:** يشير الاستثمار الأجنبي المباشر في محفظة الأوراق المالية إلى ارتفاع معدلات الفائدة في البلدان المتطورة نتيجة للتنافس في الأسواق المالية مما ساعد على تحويل المستثمرين لأموالهم في المحافظ المالية إلى بلدان أقل معدلات فائدة.
- **عوامل في الدول المتقدمة:** ساهمت بعض التطورات الأخيرة داخل الدول ذات التطور الصناعي العالي في عولمة الأسواق المالية، وتتضمن هذه التطورات الإلغاء السريع للقيود التنظيمية في أسواقها المالية.

كل هذه العوامل ساهمت بتزايد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية هذا الأمر سمح بانتقال رؤوس الأموال اتجاه أسواق المال لدول النامية التي حققت نجاحاً كبيراً في برامجها للإصلاح الاقتصادي، وحققت معدلات نمو مرتفعة أصبحت معها مغرية لتدفق رؤوس الأموال إليها ومن

بين هذه الدول التي اجتازت تجارب الإصلاح الاقتصادي بنجاح وأصبح لديها أسواق مال نشطة وناشئة: الأرجنتين، البرازيل، تايوان، وتايلاند، فنزويلا، وسنغافورة، وتركيا، والبرتغال، والهند واندونيسيا وماليزيا والمكسيك واليونان، الصين وهونغ كونغ، وشيلي وكوريا الجنوبية. وتعتبر أسواق تلك الدول أهم الأسواق المالية النامية الصاعدة التي تلقي قبولا من المستثمرين الأجانب للاستفادة من النمو المرتفع بها والحصول على أفضل ربح.

أما عن حجم ما دفعه المستثمرون (رؤوس الأموال الغربية) في مختلف أنحاء العالم إلى الأسواق الناشئة فسنجده في عام 1993 وحده وصل إلى 61 مليار دولار بزيادة قدرها 20% عن المستثمر عام 1986، مما أدى إلى رفع أسعار الأسهم إلى مستويات الأرباح بنسبة تتراوح ما بين 45% و 50% خلال عام 1993 وبداية 1994 وقد استأثرت الأسواق الآسيوية بالنسبة الكبرى من هذه الأموال. (31) (نزىة عبد المقصود مبروك، 2007، ص 59). والجدول التالي يوضح الأموال المستمرة في تدفقات الحوافز المالية إلى البلدان النامية.

جدول رقم (03): الأموال المستثمرة في تدفقات الحوافز المالية إلى البلدان النامية (بمليارات الدولارات)

| المناطق                   | 1989 | 1990 | 1991  | 1992  | 1993  |
|---------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| شرق آسيا ومحيط الهادي     | 2.88 | 3.14 | 4.04  | 10.00 | 15.92 |
| أوروبا ووسط آسيا          | 2.20 | 1.91 | 0.80  | 5.17  | 9.32  |
| أمريكا اللاتينية والكاربي | 1.39 | 3.77 | 14.92 | 20.48 | 28.20 |
| صناديق الاستثمار العالمية | 0.80 | 0.04 | 0.25  | 0.14  | 2.64  |
| مناطق أخرى                | 0.48 | 0.47 | 0.22  | 0.93  | 0.82  |
| جميع بلدان النامية        | 8.02 | 9.33 | 20.27 | 36.81 | 55.79 |

المصدر: نزىة عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 59.

يلاحظ من الجدول أن التدفقات النقدية للاستثمار في محفظة الأوراق المالية في تزايد مستمر خاصة اتجاه الأسواق المالية النامية، التي لم تصل بعد إلى مرحلة التشبع والجدول التالي يبين بالتفصيل صافي التدفقات النقدية للاستثمار في محفظة الأوراق المالية لدول النامية.

جدول رقم (04): صافي التدفقات النقدية للاستثمار في محفظة الأوراق المالية لبعض الدول النامية بملايين الدولار.

| الدولة    | 1990 | 1998 |
|-----------|------|------|
| الأرجنتين | 843  | 9087 |
| شيلي      | 313  | 789  |
| أورغواي   | 16   | 332  |

|      |     |           |
|------|-----|-----------|
| 1951 | 129 | البرازيل  |
| 332  | 374 | ماليزيا   |
| 1809 | 362 | تايلاند   |
| 2860 | 48  | الصين     |
| 109  | 338 | اندونيسيا |
| 922  | --  | ج إفريقيا |
| 2    | --  | نيجيريا   |
| 40   | 60  | تونس      |
| 02   | 16  | جزائر     |
| 174  | --  | مغرب      |

المصدر: نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 52.

بالنسبة لتدفقات أسهم المحافظ المالية المسجلة لإفريقيا (جنوب الصحراء) فقد وصلت إلى 17 مليون دولار عام 1993 وقفزت إلى 641 مليون عام 1994 وشهدت تدفقات أسهم المحافظ المالية إلى جنوب أفريقيا زيادة كبيرة حيث ارتفعت من 144 مليون عام 1992 إلى 4.6 مليار دولار عام 1990 وهو أكبر تدفق في الدول النامية.

أما فيما يتعلق بالاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم فقد تراجعت حصة الدول الصناعية المتقدمة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم في عام 2001 إلى 68.4% من إجمالي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم مقارنة بنحو 27.9% للدول النامية، ونحو 3.7% لدول شرق ووسط أوروبا، لقد تراجعت قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة عبر العالم من 1491.9 مليار دولار عام 2000 إلى 735.2 مليار دولار عام 2001 بنسبة انخفاض قدرها 50.7% كما استقبلت الولايات المتحدة وفقا لبيانات الأمم المتحدة استثمارات أجنبية قيمتها 301 مليار دولار عام 2000 شكلت أكثر من خمس قيمة الاستثمارات المباشرة، التي تدفقت عبر العالم في العام المذكور والتي بلغت قيمتها 1491.9 مليار دولار، أما في عام 2001 فقد انخفضت قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تدفقت للولايات المتحدة إلى 124.4 مليار دولار بنسبة انخفاض قدرها 58.7% عن قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تدفقت للولايات المتحدة عام 2000، حيث يرجع ذلك إلى الأسباب التالية: (32) (محمد بن سعدو الجرف، 2004، ص 7-9).

● المخاوف التي خلفتها أحداث 11 سبتمبر في الولايات المتحدة في عام 2001 بشأن انتقال رأس المال.

● التباطؤ الاقتصادي وتعثر الكثير من الشركات الكبرى نتيجة لذلك.

● فضائح الفساد الهائلة التي هزت الولايات المتحدة في عامي 2001، 2002 والتي أسهمت أيضا في كبح حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في العالم في عام 2002 أيضا، نظرا لأن الولايات المتحدة هي إحدى الدول الرئيسية المصدرة للاستثمارات الأجنبية المباشرة ولأنها سوق رئيسي يتدفق إليه جانب مهم من تلك الاستثمارات.

ولقد أصاب ظهور الفساد في كبرى الشركات الأمريكية البورصة والاقتصاد في الولايات المتحدة بصدمة كبيرة فتدهورت أسعار الأسهم على نحو درامي وانخفض مؤشر داو جونز عند أدنى مستوى له عام 2002 بنسبة 31.0% عن أعلى مستوى بلغه في العام نفسه، وهو تدهور يفوق ما حدث للأسهم الأمريكية من انخفاض بعد أحداث 11 سبتمبر عندما بلغت نسبة انخفاض

مؤشر داو جونز في أدنى مستوى له خلال عام 2001 بعد تلك الأحداث عن مستواه قبلها بنحو 17.9% فقط، وفي نهاية عام 2002 كان مؤشر داو جونز الرئيسي في بورصة وول ستريت الأمريكية أقل بنسبة 17.2% عن مستواه في بداية العام المذكور، كما كان مؤشر ناسداك لشركات التكنولوجيا المتطورة عند أدنى مستوى له في عام 2002، يقل بنحو 45.9% عن أعلى مستوى كان قد حققه خلال العام المذكور قبل انفجار فضائح الفساد الأمريكية التي طالت عددا من شركات التكنولوجيا المتطورة المدرجة في هذا المؤشر، وكانت قيمة هذا المؤشر في نهاية عام 2002 أقل من قيمته في بداية العام بنحو 32.5% كذلك تراجع مؤشر ستاندارد أندبورز بمقدار 500 نقطة أي بنسبة 33.8% عن أعلى مستوى له في عام 2002، وكانت قيمة هذا المؤشر في نهاية عام 2002 تقل بنسبة 23.8% عن قيمته في بداية العام.

وفي ذروة صدمة انفجار الفساد الأمريكي قام المستثمرون بسحب 49 مليار دولار من صناديق الاستثمار في الأسهم الأمريكية بما يشكل نحو 1.6% من إجمالي أصولها، وهو ما يعد أضخم موجة سحب في تاريخ هذه الصناديق حسب شركة ليبير العاملة في مجال بيانات وأبحاث صناديق الاستثمار، علما بأن المستثمرون كانوا قد سحبوا نحو 30 مليار دولار أو نحو 1% من أصول تلك الصناديق في أعقاب أحداث 11 سبتمبر 2001.

وقد أثر ذلك على حركة مؤشر أسعار الأسهم اليابانية نيكاي الذي اتخذ اتجاهها تراجعيا طويل الأجل حتى أنه أنهى عام 2002 عند مستوى 8579 نقطة فقط، بعد أن كان يبلغ نحو 38 ألف نقطة في 1990.

أما نصيب الدول العربية من إجمالي التدفقات المالية العالمية من الاستثمار الأجنبي المباشر بقي في مستوى 4.8% في عامي 2005، 2006 حيث بلغ حجم تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول العربية في عام 2007 مبلغ 75 مليار دولار.

أما القارة الإفريقية فقد شهدت تراجعا في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إليها وبلغ مجموع ما تلقتة في عام 2006 حوالي 12.3 مليار دولار.

والجدول التالي يلخص حجم تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر عبر العالم.

**جدول رقم (05): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر عبر العالم خلال الفترة (1980-2010)**

|            |    |     |       |     |     |     |       |     |       |       |       |      |      |      |
|------------|----|-----|-------|-----|-----|-----|-------|-----|-------|-------|-------|------|------|------|
| عالم       | 50 | 155 | 350   | 370 | 735 | 537 | 565.2 | 734 | 973.3 | 1461  | 1979  | 1697 | 1114 | 1400 |
| دول متقدمة | -  | -   | 203   | 534 | 503 | 347 | 361   | 414 | 613.1 | 972.8 | 10035 | 1035 | 6962 | 565  |
| دول نامية  | -  | -   | 113.3 | 188 | 205 | 157 | 184   | 290 | 329   | 433   | 529   | 620  | 478  | -    |

المصدر: [www.unctad.org.websiteunctad-org-16596](http://www.unctad.org.websiteunctad-org-16596)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في تزايد مستمر عبر مختلف العالم، غير أننا نجد هذا الاستثمار يتجه بصفة كبيرة نحو البلدان المتقدمة بدول نامية، لكن يلاحظ أن توجه الاستثمار الأجنبي المباشر نحو هذه الدول قد تراجع.

### III-أزمات أسواق المال الدولية

لقد شهد القرن العشرين عددا من الأزمات الاقتصادية، أهمها أزمة الكساد الكبير في الثلاثينات وأزمات الثمانينات وأزمة المكسيك 1994، وانتقال عدواها لباقي دول أمريكا اللاتينية،



وكذلك أزمة جنوب شرق آسيا في 1997 التي امتدت آثارها إلى الدول المتقدمة، وأخيرا الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ أوت 2007 ولكن قبل الخوض في خصائص هذه الأزمات نرى من الضرورة تحديد المعنى العام للأزمة المالية بصفة شاملة وكذا الأنواع الممكن أن تتخذها.

## 1-الاطار المفاهيمي للأزمة المالية

### 1-1-تعريف الأزمة المالية و خصائصها

تعرف الأزمة المالية على أنها: " التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام البنكي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس سلبا على قطاع الإنتاج والعمالة مؤديا إلى انهيار الأسواق المالية وانكماش اقتصادي حاد". (33) (جبوري محمد، 2009).

وهناك من يعتبرها: " تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا مهما في الاقتصاد، بحيث أن الانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي مباشرة من خلال تأثير على قرارات الأفراد والشركات وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى، والموازنات المالية للوسطاء الماليين كالبنوك. (34) (عبد الحكيم مصطفى الشراوي، 2003، ص 32).

من التعريفات السابقة نصل للقول بأن الأزمة المالية هي تلك التذبذبات التي تؤثر إما جزئيا أو كليا على المتغيرات المالية كحجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، إجمالي القروض والودائع وسعر الصرف.

مما سبق يتضح إلينا أن الأزمة المالية تتسم بمجموعة من الخصائص هي:

- الأزمة نقطة تحول أساسية ومرحلة حرجة، وأحداث متتابعة ومتسارعة تصيب الكيانات المالية وتهدد وجودها. (35) (عمر يوسف عبد الله عبابنة، 2011، ص 18).
- المفاجأة والسرعة الفائقة في حصول الأزمة. (36) (محمد سرور، 2010، ص 137).
- تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمواجهة الأحداث والمجريات المتسارعة، نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال وفي ظل ندرة المعلومات ونقصها. (37) (بوكساني رشيد، 2006، ص 174).

### 1-2-أنواع الأزمات المالية

ويمكن تصنيف الأزمات المالية إلى عدة أنواع وهي:

#### ✓ الأزمة البنكية:

تحدث عندما تتعرض البنوك لطلبات كبيرة ومفاجئة من جانب المودعين لسحب ودائعهم، بحيث لا تغطي سيولتها المتوفرة حجم السحوبات المطلوبة. (38) (عمر يوسف عبد الله عبابنة، 2011، ص 20).

وهذا بسبب إفراط هذه البنوك في منح الائتمان وعدم تقيدها بالاحتياطي القانوني المحدد من البنك المركزي، مما يجعلها تعجز عن توفير السيولة النقدية الكافية لتلك السحوبات (39) (ساعد مرابط، 2009) والأزمة البنكية تتخذ شكلين هما: " أزمة بنكية عادية" والتي قد تهتز فيه قدرة بعض البنوك عن الوفاء بالتزاماتها و "الأزمة البنكية النظامية" أين يصاب النظام البنكي برمته بالشلل الكامل. (40) (الطاهر هارون والعقون نادية، 2009)

## ✓ أزمة العملة:

يطلق عليها أحيانا أزمة الصرف الأجنبي، أو أزمة سعر الصرف، أو أزمة ميزان المدفوعات وتحدث عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها. (41) (زايدى عبد السلام ومقران يزيد، 2009).

## ✓ أزمة الأسواق المالية:

وهي أزمة تتميز باضطرابات شديدة في الأسواق المالية تضعف من قدرتها على العمل بكفاءة، ويحدث هذا النوع من الأزمات في أسواق المال بسبب ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة" أي عندما ترتفع أسعار الأصول بحيث تتجاوز قيمتها العادية على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو المضاربة على سعره وليس شراء من أجل الاستثمار لتوليد الدخل، حيث يصبح انهيار أسعار هذه الأصول مسألة وقت فقط. (42) (محمد العربي ساكر، 2006، ص 192).

## ✓ أزمة الديون:

تحدث إما عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة. (43) (بلعوز بن علي، محمدي الطيب محمد، 2008، ص 52).

## 2- إطلاقة عن أزمات مالية سابقة

لقد عرف الاقتصاد العالمي عدة أزمات مالية طيلة القرن 19 وحتى يومنا هذا، فالبداية كانت بأزمة 1929، ليمر بعدها الاقتصاد العالمي منذ 1936 وحتى مطلع السبعينات بفترة ازدهار أو ما يعرف بفترة "ثلاثينات الرفاه" ثم أزمة 1987 والتي اندلعت ببورصة وول ستريت وانتشرت بأسواق المال الأخرى لكنها لم تدم إلا أسابيع قليلة فقط لتليها أزمة أخرى في 1989 وأخيرا أزمته 1994 و 1997، فالأولى حدثت بعدما أخذت قيم المؤشر ببورصة المكسيك تعرف انخفاضات كبرى والثانية حدثت بأسواق مال دول جنوب شرق آسيا بعد ثلاثة سنوات من النمو السريع.

## 2-1- انهيار 1929

حدثت في يوم الخميس 24 أكتوبر ببورصة وول ستريت، حيث تم عرض 13 مليون سهم بالسوق دون أن يقابلها أي طلب من قبل المشترين، وفقد مؤشر داو جونز يومها 22.6% من قيمته، كما بلغت الخسائر ببورصة نيويورك خلال الفترة من 22 أكتوبر وحتى 13 نوفمبر 1929 ما قيمته 30 مليار دولار في حين فقد مؤشر داو جونز نسبة 89% من قيمته في 1932. ويمكن حصر الأسباب المؤدية إلى الأزمة فيما يلي :

## ❖ نسبة هامش الأمان في البيع النقدي والجزئي (البيع بالهامش):

والتي كانت تتصف بالضالة 10% ولأن عددا من المتعاملين لم تتوفر لديهم السيولة المطلوبة للرفع من مساهماتهم، إضافة إلى أن العدد الآخر كان فاقد الثقة في أن السوق ستستعيد توازنها وبالتالي فإن الكثير قد اتجه إلى تصفية معاملتهم المرتبطة بالشراء النقدي الجزئي وذلك

## تحليلية للتغيرات في أسواق المال الدولية

ببيع الأوراق محل المعاملة وهو ما أدى إلى الرفع من عرض الأوراق ونجم عن ذلك المزيد من التدهور في الأسعار. (44) (منير إبراهيم هندي، 2002، ص 174).

❖ **البيع على المكشوف:**

حيث سارع المضاربون الراغبون في التغطية إلى الزيادة في بيع الأسهم على المكشوف، وذلك ببيع الأسهم التي ليس في ملكيتهم، بأسعار محددة سلفاً على أمل شرائها عند انخفاض السعر وتسليمها للمشتري بعد جني الأرباح ولعل الانتشار الواسع لهذا النوع من البيوع قد ساعد كثيراً في تعميق الأزمة. (45) (منير إبراهيم هندي، 2002، ص 175).

❖ **الممارسات غير الأخلاقية:** ومن أهمها مايلي: (46) (منير إبراهيم هندي، 1990، ص 84).

## أ- البيع الصوري:

ويقصد به إيهام المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت للورقة المالية، في الوقت الذي لا يكون فيها تعامل كان يقوم الأفراد ببيع الأوراق المالية صوريا لابنه أو أحد أفراد أسرته أو قيامهم أيضا بشراء وبيع في ذات اليوم لشخص يتفق معه على ذلك، مع إعادة بيع الورقة إلى الشخص الذي اشتراها منه في نفس اليوم بسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق.

## ب- الشراء بغرض الاحتكار:

وهي شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية ما ثم بيعها على المكشوف للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه مناسباً والمضارب يلتزم برد الأسهم محل صفقة البيع على المكشوف في أي وقت يقرره مقرض الأسهم.

## ج- استغلال ثقة العملاء:

وهي قيام السماسرة بإبرام صفقات سواء كانت مربحة أو غير مربحة نيابة عن عملائهم، أو تشجيعهم على إبرامها والهدف من هذه الممارسات حصولهم على عمولة السمسرة.

## د- اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية:

وهي تتم بواسطة شخصين أو أكثر وتستهدف اتفاقية التلاعب في أسعار الأوراق المالية إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية، بغرض تحقيق الربح ويقوم بهذه الاتفاقيات سماسرة عاملين في بعض المؤسسات التي لها أوراق متداولة.

أما فيما يتعلق بنتائجها فتتمثل في: (47) (مروان عطوان، 2000، ص 101-103).

- انهيار أسعار الأوراق المالية بنسبة 90% بالولايات المتحدة الأمريكية، وانخفاض مستويات سعر الفائدة إلى 2.6% خلال الفترة 1930-1933 بعدما كانت قيمتها 5.2% في 1929.
- انخفاض حجم الودائع بالبنوك بنسبة 33% وعمليات الخصم والإقراض بمقدار مرتين، إضافة إلى إفلاس أكثر من 10.000 بنك بالو.ج. منذ بداية الأزمة، وحتى منتصف 1933 أي بنسبة 40% من إجمالي عدد البنوك الأمريكية الأمر الذي أنجر عنه ضياع الكثير من مدخرات صغار المودعين.
- انخفاض قيمة العملات الرئيسية الدولية بحوالي 50% مقارنة بمستويات ما قبل الأزمة، وذلك بسبب تزايد عجز الموازنات العامة وموازن المدفوعات وبفعل انخفاض الاحتياطات الذهبية.

## 2-2- أزمته 1987 و 1989

حيث اندلعت الأولى في 19 أكتوبر 1987 ببول ستريت، عندما أراد المتعاملون التخلص مما في حوزتهم من الأوراق المالية لاسيما عندما تحول الكثير منهم إلى الاستثمار في السندات الحكومية أو استبدال أصولهم المالية طويلة الأجل بأصول قصيرة الأجل، لتسهيل عملية تسيلها

وأيضاً يرجع هذا التحول إلى توقع المتعاملين-بفعل استمرار العجز في الميزان التجاري الأمريكي وتزايد حجم المديونية- لجوء السلطات النقدية إلى تخفيض قيمة الدولار وهو ما يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للأصول المالية المحررة بالدولار.

وكنتيجة لما سبق حدث تدهور في قيمة الأسهم بنسبة 26% وأيضاً انخفضت قيمة مؤشر داو جونز بنسبة 21.6% عن أعلى مستوى له حتى بداية الأزمة، كما قدرت الخسائر ببورصة وول ستريت بـ 800 مليار دولار. (48) (مروان عطون، 2000، ص 188-192).

أما فيما يتعلق بأسباب الأزمة فيمكن إيجازها فيما يلي: (49) (منتديات ستار تايمز، 2010).

- نشاط السوق المالية الدولية بشكل مدهل حيث بلغ ذروته سنة 1987.
- ضخامة الصفقات و العمليات المتداولة في الأسواق المالية العالمية.
- تنوع الأصول المتعامل بها.
- استخدام أحدث الأساليب في الاتصال و أكثر التقنيات تطوراً في إدارة الأنشطة و العمليات ساعد على سرعة انتقال الأزمات من سوق لآخر.
- قوة العلاقات النقدية و المالية كان من أهم قنوات انتقال الأزمة و مثال ذلك العملات الرئيسية كالدولار تسببت تدهور قيمته في تفاقم الأزمة المالية الدولية في أكتوبر 1987 .
- بعدها نتناول أزمة 1989 والتي حدثت إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن رفع أسعار الجملة والتجزئة في شهر سبتمبر 1989 بنسبة 9% و 5% على التوالي مع امتناع البنك المركزي الأمريكي عن تخفيض أسعار الفائدة وفي 13 أكتوبر 1989 انخفض مؤشر داو جونز بنسبة 190 نقطة أي بمقدار 7% ومؤشر نيكاي في طوكيو فقد 647 نقطة أي حوالي 6.4% أما مؤشر كاك في باريس فأكثر من 7%. (50) (مروان عطون، 2000، ص 219-220).
- ويمكن إرجاع أسباب حدوث أزمة أكتوبر 1989 للأسباب التالية: (51) (بن يوب فاطمة، 2004، ص 95-96).

- نقص السيولة: يتمثل في فشل شراء عدة شركات عن طريق بورصة نيويورك، وذلك لعدم توفر مبالغ الصفقات، وهذا الفشل يعني بالدرجة الأولى فشل النظام المستعمل آنذاك وهذا النقص في السيولة أدى إلى انعدام الثقة في أوساط المتعاملين الشيء الذي زاد في تعميق الأزمة.
- ارتفاع أسعار الفائدة: لقد قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الإبقاء على أسعار فائدة مرتفعة نسبياً للتخفيض من مستوى التضخم السائد ولم تقتصر موجة الارتفاع هذه على الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها، بل سادت في أوروبا واليابان لعدم وجود تنسيق محكم بني الدول الغربية.
- كذلك من بين الأسباب التي أدت إلى حدوث الانهيار هو تصاعد نسبة التضخم في أمريكا مع ارتفاع أسعار الجملة والتجزئة وأيضاً التعاملات الغير نظيفة، مثل البيع على المكشوف والمضاربة بالإضافة إلى أن بعض الكتاب اعتبروا أن الأزمة ما هي إلا تصحيح للأوضاع التي تمر بها البورصات والعودة بالأسعار إلى مستواها الطبيعي، حيث أن مؤشر داو جونز ارتفع بنسبة 30% مطلع السنة، مسجلاً رقماً قياسياً تاريخياً حيث وصل 412791 نقطة، لذلك يعتبر التراجع الذي عرفته بورصة وول ستريت يعود أساساً إلى الارتفاع الغير عادي لأسعار الأسهم، كما أن لإجراءات الاكتتاب دور في أزمة 1989 حيث أنها تسببت في تنفيذ أوامر بيع متشابهة بأسعار مختلفة.

لقد آثار حدوث الأزمة بعد عامين من أزمة 1987 الذعر في أوساط المستثمرين لكنها لم تكن بدرجة حدتها وذلك لعدة أسباب منها:

- تحسن الظروف الاقتصادية وعدم توافر ما يدل على اقتراب حدوث الأزمة.
- نظرا لارتفاع عوائد الأسهم بسبب ارتفاع مستوى نشاط معظم الشركات وتحسن أرباحها، ولم تكن هناك دوافع لبيع الأسهم، لهذا كانت زيادة عرض الأسهم للبيع بعيدة عن إحداث تدهور في الأسعار.
- اقتصار بيع الأوراق المالية على المستثمرين الصغار دون تدخل الشركات الكبيرة، مما يعني ضعف حجم ونطاق العمليات وبالتالي عدم تسببها في التأثير بشكل كبير على الأسعار.
- إسراع المستثمرين عام 1987 لبيع أسهمهم تسبب فعلا في انخفاض الأسعار، أما عام 1989 فضل المستثمرون عدم الاستعجال بالبيع مما ساعد على تهدئة الأسواق والحد من انخفاض الأسعار.

### 2-3- أزمة المكسيك لعام 1994

هذه الدولة التي استحوذت خلال السنوات الأولى من عقد التسعينات على أكثر من 60% من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية نحو أمريكا اللاتينية و 70% من استثمارات الحافظة المالية، فترجم ذلك في أن أصبحت بورصة المكسيك خلال الفترة الممتدة ما بين 1990-1994 تسير ما قيمته تتراوح ما بين 10 إلى 20 مليار دولار كاستثمارات أجنبية سنويا، وانعكس ذلك على قيمة المؤشر الذي ارتفع من 100 نقطة سنة 1989 إلى 130 نقطة قبل الأزمة، لكن سرعان ما أخذت المنطقة تنذر بحدوث أزمة مالية خاصة بعد أن قررت السلطات المكسيكية تعويم العملة في 20 ديسمبر 1994، حيث وخلال أسبوع واحد خسر البيزو 40% من قيمته مقابل الدولار، ثم استقرت قيمته في مارس 1995 عند أقل من 55% من قيمته عند الانطلاق، كما سجل مؤشر البورصة المكسيكية هو الآخر انخفاض بنسبة 65% لذلك أصبح يقال أنه في ظل هذا الوضع المتردي فإن أي مستثمر أجنبي يثبت وضعيته بالسوق المكسيكية سوف يخسر في حوالي شهرين ونصف 80% من قيمة استثماراته. (52) (jean Franais Dufour, 1999, p 29).

- ويمكن تلخيص أهم أسباب هذه الأزمة بالنقاط التالية: (53) (عبد المطلب عبد الحميد، 2001، ص 245).
  - إن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك أخفى حقيقة العجز في العمليات الجارية والتدهور في المدخرات الخاصة والتقييم المغالي فيه للعملة الوطنية.
  - إن المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو أدى إلى ارتفاع شديد في الاستهلاك ومن ثم زيادة في الواردات.
  - تردي الوضع السياسي ببلاد المكسيك ساهم هو الآخر بتسرب رؤوس الأموال إلى الخارج، الأمر الذي ينتج عنه انخفاض شديد في قيمة الاحتياطات الأجنبية.
  - إن التساهل في السياسة النقدية لعام 1994 أدى إلى توسيع سريع في الائتمان الممنوح من البنك المركزي المكسيكي، وفي الائتمان الممنوح من البنوك التجارية وبنك التنمية للقطاع الخاص.
  - إن الانخفاض الشديد في قيمة البيزو والارتفاع الشديد في أسعار الفائدة تسبب في ارتفاع قيمة القروض المتعثرة، كما أدى إلى ارتفاع حجم القروض بالدولار.
- وأمام هذا الوضع لجأت الحكومة المكسيكية إلى احتواء الأزمة من خلال القيام بـ:

- إجراء إصلاحات اقتصادية كلية كاستجابة للانخفاض الشديد في تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل.
- إعادة تمويل الديون العامة الدولارية قصيرة الأجل بحوالي 30 مليار دولار أمريكي.
- الحفاظ على قدرة البنوك من خلال حماية مدخرات المودعين وإيجاد حلول للمقترضين المتعثرين.
- الخضوع لصندوق النقد الدولي بالحصول على شريحة الإنقاذ الطارئ التي بلغت قيمتها 52 مليار دولار منها 20 مليار دولار حصلت عليها من الولايات المتحدة الأمريكية.

#### 2-4- أزمة جنوب شرق آسيا

حدثت بعد ثلاثة عقود من النمو السريع، تمكنت بفضلها كل من كوريا الجنوبية، هونغ كونغ، تايوان، سنغافورة، اندونيسيا، ماليزيا وتايلندا من تحقيق نجاح اقتصادي باهر، نتج عنه أن أطلق عليهم اسم النمو الآسيوية، إلا أن ذلك لم يدم طويلا حيث سرعان ما بدأت تظهر للعيان بوادر أزمة مالية خطيرة، بفعل ما تعرضت له هذه المنطقة لسلسلة من الهجمات المضاربية التي تسببت في هروب مكثف لرؤوس الأموال إلى الخارج، لتتفاقم بعدها الأزمة ابتداء من السادس الثاني لسنة 1997 نظرا لهشاشة القطاع المالي وضعف في التسيير والإدارة على مستوى الشركات وعلى مستوى القطاعين المالي والحكومي، ولقد انطلقت الأزمة في بادئ الأمر بتايلندا في جويلية 1997 بعد أن قام ستة من كبار تجار العملة بالمضاربة على خفض سعر البات، فقاموا بعرض كميات كبيرة منه للبيع الأمر الذي أدى إلى تراجع قيمته بالسوق وأمام هذا الوضع فشلت الحكومة التايلندية في الحفاظ على قيمة العملة الوطنية خاصة بعد أن تآكل احتياطي النقد الأجنبي لديها، لذلك لجأت إلى تخفيض في قيمة عملتها مما أدى إلى تراجع أسعار الأسهم، الأمر الذي تبعه انسحاب للمستثمرين الأجانب من السوق المالية التايلندية ثم أخذت آثار العدوى تنتشر عبر كامل الأسواق المالية المجاورة فانخفضت قيمة العملة الماليزية ب 40% وعملة اندونيسيا ب 24.6% والفلبين ب 26.4%، أما بالنسبة لعملتي سنغافورة وهونغ كونغ فقد انخفضتا بنسبة أقل من العملات السابقة وهي على التوالي 8.2% و 5%. (عبد المطلب عبد الحميد، 2001، ص 198).

وتشير الأرقام إلى أنه خلال الفترة الممتدة من 30 جوان 1997 إلى 1 أكتوبر 1998، عرفت العملات الآسيوية انخفاضات متتالية مقابل العملة الأمريكية حيث انخفضت قيمة البات التايلندي والريغنت الماليزي بنسبة 34% مقابل الدولار الأمريكي، كما انخفضت الروبية الاندونيسية بالنسبة للدولار الأمريكي ب 78% أما فيما يخص عمليتي الفيليبين وكوريا الجنوبية فقد عرفت انخفاضات مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 40% و 36% على التوالي.

ولا يمكن حصر أسباب هذه الأزمة في عمليات المضاربة فقط بل توجد كذلك عدة أسباب أخرى نختصرها في النقاط التالية: (55) (محمود عبد الفضيل، 2001، ص 197).

- التوسع الكبير في تمويل عجز الحساب الجاري لهذه الدول من خلال الاقتراض من الخارج في شكل تدفقات رأسمالية قصيرة الأجل، إذ أن نسبة كبيرة من تلك التدفقات كانت تأخذ صورة أموال ساخنة أي تستثمر بدرجة أولى في شكل أسهم وسندات بالأسواق المالية حتى تسهل عملية تسيلها عند الطلب.
- ارتفاع معدلات الفائدة بالبنوك حيث أنه نتيجة لتزايد المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية لهذه الدول، لجأت هذه الأخيرة إلى رفع أسعار الفائدة على صرف هذه العملات بالبنوك حتى يتسنى لها وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأخرى خاصة

- الدولار الأمريكي، الأمر الذي نتج عنه تحويل المستثمرين لأموالهم من الأسواق المالية إلى البنوك دون اكتراث بإمكانية توفر من يشتري أوراقهم المالية بالسوق.
- تميز سياسة الإقراض المصرفي في هذه البلدان بارتفاع في نسبة قروض المجاملة كنتيجة للفساد والتوسع في التمويل العقاري والمضاربات، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع في نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها حيث بلغت 20% من جملة القروض الممنوحة من قبل البنوك التايلندية وحوالي 17% ممنوحة من طرف البنوك الاندونيسية أما فيما يخص بنوك كوريا الجنوبية وماليزيا فقد بلغت نسبتها حوالي 16%.
  - التوسع الكبير في التعامل بالمشتقات المالية وفتح المجال واسعا أمام المضاربات التي تتسم دائما بالمخاطر المتزايدة.
  - اختلال وضعف وفساد الجهاز المصرفي والنظام المالي في معظم دول جنوب شرق آسيا بسبب تميزه بانتشار الفساد والرشوة وعدم توفر المعلومات والشفافية والمتابعة.
  - ضعف نظام سعر الصرف، حيث عملت دول جنوب شرق آسيا لفترة طويلة على إتباع نظام سعر صرف ثابت يقوم على ربط عملاتها بالدولار الأمريكي حيث أن هذا الربط لم يوفر المرونة الكافية للحفاظ على تنافسية صادرات هذه الدول كما سهل مهمة المضاربين وعملية اقتراض البنوك والشركات المحلية من الخارج بشكل مغامر دون الخوف من مخاطر سعر الصرف. (56) (زكرياء سلامة عيسى شظناوي، 2009، ص 174).
  - زيادة ما يسمى بالاستثمار السلبي\* حيث انتهجت هذه الدول سياسات اقتصادية تشجع الادخار وانخفاض الطلب المحلي والاعتماد على الصادرات كمحرك أساسي للنمو الاقتصادي. (57) (زكرياء سلامة عيسى شظناوي، 2009، ص 174).
- وبالنظر إلى ما سبق نرى بأن الأزمة اتسمت بطول مدتها كما تميزت بانتقال تأثيرها إلى اقتصاديات خارجة عن نطاق الإقليم، كما أن ولتخفيف حدة الأزمة أقر صندوق النقد الدولي وبعض الدول الأخرى توفير 16 بليون دولار، وقيام الحكومة التايلندية بتقليص العجز في ميزانيتها والعمل على الحد من التضخم. (58) (حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، 2011، ص 63).
- أما عن نتائج الأزمة فتتضح في: (59) (أنور قوهان شان، 2008).
- تراجع متفاوت النسب بأسعار الأسهم في كل من كوريا الجنوبية، ماليزيا، اندونيسيا، تايلندا والفيليبين وسنغافورة وتعدي تأثيرات الأزمة إلى بلدان أمريكا اللاتينية وشرق أوروبا وروسيا.
  - توجه الدول الأكثر تضررا (اندونيسيا، تايلندا وكوريا الجنوبية) إلى صندوق النقد الدولي للحصول على موارد مالية جديدة.
  - فقدان الين ما نسبته 20.4% من قيمته، إضافة إلى تراجع بورصة طوكيو ب 39.1% وانكماش اقتصاد اليابان بنسبة -1.8% سنة 1997 ثم ب -2.8% سنة 1998.
- ### 3- أزمة 2008 -الماهية والمخلفات-
- بدأت كأزمة رهن عقاري في أوت 2007 ثم تحولت إلى انهيار متواصل في أسعار بورصة وول ستريت منذ أكتوبر 2008 لاسيما بعدما عرفه النظام البنكي العالمي من إفلاس لعدد من البنوك ووصول عدد كبير منها إلى حافته لولا تدخل الدول لإنقاذها من خلال تأميمها أو عرضها للبيع، ليعلن بذلك عن بداية أزمة مالية واقتصادية كبيرة ضربت النظام الرأسمالي بالولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشرت بأوروبا وآسيا وحتى إفريقيا.
- ### 3-1- نشأة الأزمة المالية العالمية 2008

يكاد يجمع العالم بجميع قاراته على مسؤولية الولايات المتحدة الأمريكية عن الأزمة المالية العالمية، وهو ما لم تنكره الولايات المتحدة نفسها وإن أكدت في نفس الوقت على مشاركة المجتمع الدولي لها في حدوث هذه الأزمة وعلى ضرورة مشاركتها لها في اتخاذ الإجراءات الكفيلة بمواجهتها والتغلب عليها.

إن الاقتصاد الأمريكي رغم اعتلائه عرش الاقتصاديات العالمية حتى الآن، بتملكه ما يقرب من ثلث إلى ربع قيمة كل هذه الاقتصادات، إلا أن الكثيرين من الأسر الأمريكية لا تمتلك منازل للسكن، وقد حملت القيادة السياسية في هذا البلد شعارا بتوفير منزل لكل مواطن، فساعد هذا على انتشار المكاتب العقارية والبنوك الاستثمارية في المجال العقاري، وأصبح يمكن لكل مواطن الحصول على منزل في مقابل دفع ثمنه على أقساط شهرية تعادل في بداية القرض-قيمة الإيجار الشهري لهذا المنزل وربما تقل عن ذلك، فدفع ذلك بالكثير من الأسر إلى السير في هذا الاتجاه.

ونظرا لأن أثمان العقارات-بحسب طبيعتها-في ارتفاع مستمر، فضلا عن أنها شهدت خلال السنوات الخمس السابقة عن الأزمة روجا غير مسبوق في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد أغرى هذا المقترضين وقد تملكوا هذه العقارات على رهنها أو رهن بعضها في مقابل الحصول على قروض لإنفاقها على شراء منازل أخرى، وهم على يقين من قدرتهم على سداد الأقساط الشهرية المطلوبة منهم باعتبارها كانت تقع في حدود المبالغ التي كانوا يدفعونها من قبل كإيجار لمساكنهم وبالنظر أيضا إلى الارتفاع المستمر لقيم العقارات التي تملكوها.

غير أن عقد القرض الذي كان يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض نظير تمويله لشراء المنزل، كان يتضمن شروطا مجحفة به أهمها:

- أن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
- أن أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.
- أنه إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط من القرض يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف ثلاث مرات.

- أن المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار، إلا بعد مرور ثلاث سنوات. وهكذا كان يجد المقترض نفسه بعد فترة من حصوله على القرض العقاري، وبسبب لا يد له فيه، مثل ارتفاع سعر الفائدة من البنك المركزي، أو تزايد القسط الشهري بتقدم الزمن طبقا لعقد القرض، أن أسعار الفائدة ارتفعت بالنسبة له هو أيضا، وأن قيمة الأقساط من القروض المستحقة عليه شهريا قد ارتفعت فيتأخر المقترض عن السداد، بسبب عجزه عن تدبير قسط القرض ويترتب على ذلك مضاعفة الفائدة إلى ثلاثة أضعافها حسب نص العقد، فيعجز عن الوفاء وتتراكم عليه الفوائد الإضافية على التأخير.

ولم تكن المؤسسات المالية التي اعتادت على تقديم هذه القروض تتوقف عند ذلك الحد، حيث كانت تقوم بتوريق القروض العقارية في شكل سندات وتطرحها في سوق الأوراق المالية، فنتحول المخاطر إلى المستثمرين حاملي هذه السندات، الذين يحصلون على عوائد سنداتهم من مدفوعات المقترضين من أقساطهم الشهرية وعند التوقف عن الدفع يتم بيع العقار لدعم السندات.

أما حاملو هذه السندات فقد ألفوا رهنها على اعتبار أنها أصول مقابل الحصول على قروض جديدة للاستثمار في شراء مزيد من السندات، أي أنهم استخدموا ديون كضمان للحصول على مزيد من الديون بضمان العقار المثقل بقرض، الأرجح أن صاحبه عاجز عن الوفاء به بسبب



الشروط القصرية التي يلتزم بها اتجاه المقرض، وهنا ظهرت المشكلة الكبرى، حيث تساهلت البنوك كثيرا في عمليات منح الائتمان حتى أنها منحت القروض لمن لا دخل له. وهكذا نجد المنزل الذي اشتراه المقرض وقد أصبح مطالبا بضمان قيمة الأقساط التي يلتزم بها صاحبه (المقرض) وقيمة القرض الذي حصل عليه بعد ذلك بضمانه وقيمة السندات التي بيد المستثمرين وقيمة القروض التي يحصل عليها حاملو هذه السندات بضمانها، أي أنه أصبح مطالبا بضمان أموال تعادل أضعاف قيمته.

وللتغلب على هذه المشكلة، ابتكرت البنوك العاملة في مجال الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية طرق جديدة لتقوية ضمان هذه السندات، بتوجيه حامل السند إلى التأمين عليه لدى إحدى شركات التأمين لحصول على قيمتها، مما أدى إلى تعدي الأزمة المالية التي أصابت قطاع البنوك إلى شركات التأمين هي الأخرى، فكانت النتيجة من كل هذه الأحداث إثارة الذعر والهلع في الأسواق المالية واندلاع الأزمة المالية العالمية. (60) (إبراهيم عبد العزيز النجار، 2009، ص 41-52).

### 3-2- أسباب الأزمة المالية العالمية 2008

يمكن حصر الأسباب المؤدية للأزمة فيما يلي: (61) (العديد من المراجع د (علي لطي 2009) (زكرياء بلة ياسين، 2009)

- توسع البنوك الأمريكية منذ السنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين في منح الائتمان دون تطبيق قواعد وضوابط منح الائتمان المعتمد والمتعارف عليها، الأمر الذي كشف عن وجود فساد كبير في منح هذه القروض.
- توسع شركات التمويل العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من عام 2005 حتى عام 2008 بشكل غير طبيعي في منح القروض العقارية ورهن المنازل التي يشتريها الأمريكيون بقروض بلغت في بعض الحالات 100% من قيمة العقار ودون دراسة قدرة المشتري على السداد، وفي عام 2007، تعثر عدد كبير من المشتريين في السداد بسبب قيام البنك المركزي الأمريكي برفع أسعار الفائدة مما أدى إلى زيادة الأعباء على المشتريين السابقين للمساكن بالتقسيم، وكذلك تراجع سوق العقارات بصورة متسارعة فقامت شركات التمويل العقاري باسترداد المنازل وعرضها للبيع فزاد العرض وانخفضت الأسعار مما أدى إلى ظهور أزمة سيولة في شركات التمويل العقاري.
- ضعف الرقابة على المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين وشركات التمويل العقاري وشركات التوريق، حيث أن هذه المؤسسات لم تكن تخضع في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية لرقابة كافية من الجهات الرقابية، وليس أدل على ذلك من أن الأزمة المالية قد بدأت من القطاع المالي، ومن جهة أخرى فإن انهيار الحدود والحوافز التقليدية بين الأسواق والمؤسسات المالية أدى إلى أنه في حالة تعرض أحد أنشطة القطاع المالي (بنوك، شركات تأمين، شركات تمويل عقاري، شركات التوريق) لأزمة معينة فإن هذه الأزمة تنتقل سريعا إلى بقية أنشطة القطاع المالي.
- النمو غير العادي للتجارة في الأصول التمويلية واللجوء إلى توريق بعضها فمن المعروف أن الأصول التمويلية تشمل العملات والأسهم والسندات، وتدل الأرقام على أن التجارة في الأصول التمويلية تزيد بحوالي مئة مرة عن حجم الاتجار في السلع، ومما زاد من هذه الأزمة

التوسع في السنوات الأخيرة في استخدام تقنية "التوريق" وهو يتلخص في إصدار أوراق أخرى وليس أصولاً عينية كإصدار سندات تستند إلى سندات سبق إصدارها.

- ظهور وتنامي أدوات مالية جديدة للتعامل في البورصات كالمشتقات، والتي تتيح المضاربة على ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم والسندات، والخطر الأكبر يكمن في عدم وجود تنظيم قانوني وعدم وجود رقابة كافية على المشتقات بأنواعها "المستقلبيات" و "الخيارات" و "المبادلة" في حين أن التعامل بالهامش يتلخص في قيام المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار بالتعامل في أسواق المال عن طريق الاقتراض أي التعامل على محافظ استثمارات تفوق ما لدى هذه المؤسسات من سيولة نقدية، وحينما تنخفض أسعار الأسهم لسبب أو لآخر تصبح هذه المؤسسات المالية غير قادرة على سداد القروض.

**جدول رقم (06): تطور حجم المشتقات على الصعيد العالمي في نهاية ديسمبر من كل عام (القيمة بالتريليون دولار)**

| 2007    | 2006    | 2005    | نهاية ديسمبر                     |
|---------|---------|---------|----------------------------------|
| 596.004 | 414.178 | 297.666 | إجمالي قيمة المشتقات             |
| 56.238  | 40.271  | 31.360  | سوق الصرف                        |
| 29.144  | 19.882  | 15.873  | العقود الآجلة                    |
| 14.347  | 10.792  | 8.504   | عقود المبادلة                    |
| 12.748  | 9.597   | 6.984   | عقود الخيارات                    |
| 393.138 | 291.582 | 211.970 | سعر الفائدة                      |
| 26.599  | 18.668  | 14.269  | اتفاقات العقود الآجلة            |
| 8.509   | 7.488   | 5793    | عقود الملكية المرتبطة            |
| 2.233   | 1.767   | 1.177   | العقود الآجلة والمبادلات         |
| 57.894  | 28.650  | 13.908  | مبادلة الديون                    |
| 56.238  | 40.271  | 31.360  | إجمالي مبادلات المنتجات بالأسواق |

المصدر: علي لطفی، الأزمة المالية: الأسباب-التداعيات-المواجهة، مؤتمر شرم الشيخ، مصر، مارس 2009.

- تدهور الاقتصاد الأمريكي في السنوات الثماني الأخيرة تدهورا شديدا مما جعله لا يستطيع أن يصمد في مواجهة بدايات الأزمة المالية الأمر الذي أدى إلى تفاقمها وتزايدها يوما بعد يوم، وفيما يلي بعض الأرقام التي توضح مدى تدهور الاقتصاد الأمريكي في السنوات الأخيرة: - تراجع فائض الموازنة العامة للدولة من حوالي 255 مليار دولار عام 2000 إلى 92 مليار دولار عام 2001 ثم تحول إلى عجز بلغ 230 مليار دولار عام 2002، وأخذ هذا العجز يتزايد

## تحليلية للتغيرات في أسواق المال الدولية

سنة بعد أخرى حتى وصل إلى حوالي 455 مليار دولار في عام 2008/2007 ويعود ذلك إلى التزايد غير الطبيعي في الإنفاق العسكري.

- ارتفاع معدل التضخم حيث بلغ سنة 2007 حوالي 5% بعد أن كان يتراوح بين 2% و 3% سنويا.

- انخفاض معدل النمو الاقتصادي حيث لم يتعدى 2% سنويا في المتوسط في السنوات الأخيرة بعد أن كان قبل ذلك حوالي 4% سنويا في المتوسط في السنوات الأخيرة من القرن العشرين.

- تزايد عجز الميزان التجاري سنة بعد أخرى حتى بلغ عام 2008/2007 حوالي 850 مليار دولار.

- تزايد المديونية الخارجية بحيث أصبحت الولايات المتحدة هي أكبر دولة مدينة في العالم. ويكفي أن نذكر أن صافي المديونية الخارجية للولايات المتحدة قد بلغت عام 2008/2007 حوالي 3 تريليون دولار.

### 3-3-3- تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008:

#### 3-3-1- تداعيات أزمة 2008 على اقتصاديات الدول المتقدمة:

نظرا لاستقرار عقيدة المستثمرين باتجاه الاقتصاد العالمي إلى الكساد في مستهل الأزمة المالية العالمية، فقد أمت بهم حالة من الذعر قادتهم إلى الاندفاع لبيع أسهمهم رغم تسابق جهود حكوماتهم لإنعاش أسواق الائتمان والعمل على عودة مستويات الإقراض إلى حدودها الطبيعية قبل الأزمة، حيث تشير الإحصاءات إلى أن قيمة الأوراق المالية الأمريكية على سبيل المثال بلغت في أول أكتوبر 2008 حوالي 10 تريليون من الدولارات كانت ملكيتها موزعة كمايلي:

- الحكومة الأمريكية 4.2 تريليون دولار.
- الصناديق الأجنبية 2.7 تريليون دولار.
- الشعب الأمريكي 3.1 تريليون دولار.

وترتب عن الأزمة المالية أن المستثمرين (الصناديق السيادية والبنوك المركزية الأجنبية والمستثمرون الآخرون) بدأوا يتخلون عن ملكية الأسهم ويلجئون إلى شراء السندات على الخزنة الأمريكية، نظرا ل ضماناتها القوية ولجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك وشراء الأصول الخطرة والأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية قيمتها الفعلية غير معروفة بسعر سوقي عادل. (62) (إبراهيم عبد العزيز النجار، 2009، ص ص 61-62).

فمن المعلوم أن الولايات المتحدة الأمريكية قد مرت بفترات متعاقبة من الركود الاقتصادي وكان متوسط انخفاض أسواق المال خلال هذه الفترات حوالي 31.1% باستثناء فترتين من هذه الفترات هما فترتي 1973-1974، و 2001-2002، حيث وصل معدل الانخفاض إلى حوالي 50% أما أثناء فترات الكساد فكان الأمر مختلفا، حيث شهدت الأسواق المالية أسوأ انهيار عام 1932 وانخفضت الأسهم بنسبة 90% تقريبا بعد أن كانت في أوجها. والجدول التالي يوضح أول تداعيات الأزمة المالية لسنة 2008 على البورصة الأمريكية.

#### جدول رقم (07): أهم المؤشرات المتضررة في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية

| اسم المؤشر | القيمة قبل الأزمة | مقدار الانخفاض | القيمة بعد الأزمة |
|------------|-------------------|----------------|-------------------|
| داو جونز   | 9258              | 679            | 8579              |
| ستاندرد    | 984.9             | 75             | 909.9             |
| ناسداك     | 1740.2            | 95.2           | 1645              |

المصدر: إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، دار الجامعة، الإسكندرية، 2009، ص 72.

وما حدث في البورصة الأمريكية حدث مثله في كل البورصات على مستوى العالم، ويمكن التعرف على حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية وقيمة تأثير الأوراق المالية وقدر الانخفاض الذي لحق بالأوراق وأهم الأنشطة التي تأثرت بالأزمة المالية خلال الفترة منذ بداية 2008 وحتى 14-15 نوفمبر 2008 وهو ما سنستعرضه من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (08): نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول مجموعة العشرين

| الدولة         | قيمة الانخفاض | أكبر القطاعات المتضررة من الأزمة  |
|----------------|---------------|---|
| الو.م.أ        | 36%           | قطاع البنوك والعقارات والسيارات   |
| اليابان        | 46%           | قطاع السيارات والصادرات   |
| ألمانيا        | 41%           | قطاع البنوك والسيارات والدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا اقتصاديا |
| بريطانيا       | 34%           | قطاع البنوك والعقارات، والدولة الأولى في العالم التي تواجه ركود اقتصادي   |
| كندا           | 34%           | العقارات، وهي الدولة الصناعية الوحيدة التي حققت نمو أثناء الأزمة          |
| فرنسا          | 42%           | قطاع البنوك والسيارات   |
| الصين          | 50%           | النشاط الصناعي، واضطرت الدولة للإعلان عنه بعد تكتم لانخفاض الصادرات       |
| الهند          | 50%           | النشاط الصناعي، رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن دون 7%           |
| المكسيك        | 33%           | قطاع البترول  |
| إيطاليا        | 49%           | قطاع الطيران و إعلان إفلاس شركة "اليانيا" للطيران                         |
| روسيا          | 66%           | قطاع البترول، وتدخل الدولة لإغلاق البورصات أكثر من مرة                    |
| اندونيسيا      | 50%           | قطاع الأخشاب وتراجع معدل النمو من 10% إلى 6%                              |
| كوريا الجنوبية | 42%           | قطاع التصدير  |
| تركيا          | 53%           | وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصات بها                              |
| السعودية       | 40%           | قطاع البترول  |
| جنوب إفريقيا   | 36%           | وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصات بها                              |
| استراليا       | 42%           | قطاع الزراعة وأكبر انخفاض في البورصة خلال 20 عاما                         |
| البرازيل       | 44%           | قطاع المعادن والأخشاب والسيارات   |
| الأرجنتين      | 65%           | بسبب عدم تعافي اقتصادا بصفة كاملة من أزمة 2001                            |

**المصدر:** إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، دار الجامعة، الإسكندرية، 2009، ص 75.

أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم حوالي 25 بنك (لأكثر من 300 مليار دولار من قيمة أصولها) نتيجة لانخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة، بقروض عقارية منذ 2008، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين، وهناك تقديرات بأن تصل القيمة إلى حوالي 400 مليار دولار بنهاية هذا العام. (63) (شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، 2008، ص ص 262-263).

- تقلص التجارة الخارجية بين دول العالم، حيث أن حجم التبادل العالمي تقلص إلى 2.7% وما لذلك من تأثير خطير على دول العالم أجمع.
- ازدياد نسبة البطالة إلى أرقام غير مسبوقة، فقد شهدت الكثير من الدول المتقدمة وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية زيادات في معدلات البطالة لتصل إلى 8.5% في مارس 2009 مقارنة بنسبة 6.8 التي كانت في سبتمبر 2008.

### 3-3-2- تداعيات الأزمة على اقتصاديات الدول النامية:

نتيجة للارتباط الوثيق بين الأسواق المالية الدولية ومع الريادة الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية انتقلت الأزمة إلى المؤسسات المالية والمصرفية الأوروبية والآسيوية والنامية، فإذا كانت آثار الأزمة تتجلى بشكل واضح في البلدان المتقدمة التي تفجرت فيها، فهذا لا يعني التهوين من تداعياتها على الدول النامية التي تنتقل إليها هذه التداعيات من خلال التجارة الدولية وتدفقات الاستثمار الأجنبي وتعاملات أسواق المال وانتقال الأفراد وما يصاحبه من تحويلات مالية إلى الوطن الأم، ويكمن التحدي الأكبر الذي تواجهه البلدان النامية في كيفية توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية من أجل الحفاظ على معدلات النمو الاقتصادي المرتفع، ففي ظل الأزمة المالية من المنتظر أن تتناقص المعونات والقروض الأجنبية وأن تتراجع الاستثمارات الأجنبية، فضلا عن انكماش حركة التجارة الدولية الأمر الذي يلقي عبئا كبيرا على البلدان النامية في إيجاد مصادر بديلة أو إضافية لتمويل عمليات التنمية. (64) (فيصل محمد أحمد الكندري، 2010، ص ص 109-110).

### 3-3-3- تداعيات الأزمة على الدول العربية:

ويمكن إيجازها فيما يلي:

- تراجع مؤشرات البورصات العربية لاسيما تلك المرتبطة بسوق الولايات المتحدة الأمريكية وتعتبر بورصة دبي الأعلى ارتباطا بنسبة 0.55 ثم السعودية ب 0.52، وقدر صندوق النقد العربي خسائر الأسهم العربية بنحو 367 مليار دولار بعدما تراجعت قيمتها السوقية إلى 769.5 مليار دولار من 1.13 تريليون دولار عام 2007 وذلك بسبب الانخفاض الحاد الذي سجلته الأسواق المالية العربية وبحسب التقرير السنوي للصندوق حول أداء الأسواق المالية العربية لعام 2008 فقد بلغت خسائر الأسهم السعودية 272.7 مليار درهم تشكل نحو 74% من إجمالي خسائر الأسواق المالية العربية، كما انخفضت أيضا مؤشرات الأسواق العربية خلال 2008 باستثناء بورصة الأوراق المالية في تونس، ومقارنة بأداء أسواق الأوراق المالية الدولية، يبين المؤشر المركب للصندوق أن أداء أسواق الأوراق المالية العربية في عام 2008 تراجع بنسبة أعلى من التراجع الذي شهدته معظم الأسواق المالية الناشئة، فقد انخفض مؤشر "ستاندرد أند بوزر 500" بنسبة 38.5% ومؤشر "فوستي 100" بنحو 31.3% في حين

## تحليلية للتغيرات في أسواق المال الدولية

انخفض مؤشر "نيكاي" ب 42.1% ومؤشر "كاك40" ب بنحو 42.7%. (65) (عبد الفتاح بوخمخ، محمد صالح، 2009).

- تدهور قيمة الإيرادات النفطية بالنسبة للدول النفطية بفعل انخفاض سعره وتراجع الطلب العالمي عليه. (66) (حازم شعار، 2007).
- انخفاض القوة الشرائية للعملة العربية المحلية المرتبطة بسعر صرف الدولار بفعل انخفاض هذا الأخير.

وتبعية السياسة النقدية بهذه الدول لما تتخذه السلطات النقدية الأمريكية من قرارات بهذا الشأن، أيضا بالنسبة للدول التي تملك احتياطات نقدية مقومة بالدولار فإن قيمتها الحقيقية ستتآكل بفعل انخفاض سعر صرف الدولار، كما سوف لن تسلم الاحتياطات النقدية العربية المقومة بالأورو لأنه هو الآخر يشهد أزمة خانقة تعتبر الأكثر خطورة منذ نشأته، وذلك بفعل تداعيات أزمة اليونان. (67) (جاسم المناعي، 2008).

### 3-4-الجهود الدولية المبذولة لمواجهة الأزمة

يمكن إيجازها فيما يلي:

#### 3-4-1-الولايات المتحدة الأمريكية:

قامت بمجموعة من الإجراءات لمواجهة الأزمة منها: (68) (محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، 2010، ص 63).

- ضخ 700 مليار دولار لشراء الديون الهالكة.
- مساهمة الدولة في رؤوس أموال الشركات المستفيدة من الخطة.
- منح إعفاءات ضريبية بنحو 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.
- إنقاذ السلطات الأمريكية شركتي (فان ماي) و (فريدي ماك) للرهن العقاري من إفلاس محقق وإنقاذ بنك (بير ستيرنز) والمساعدة في بيعه لشركة (جي بي مورجان). (69) (جيشي فتيحة، 2009، ص 9).

#### 3-4-2-الدول الصناعية السبعة

وتتكون من الولايات المتحدة الأمريكية/بريطانيا/فرنسا/ألمانيا/اليابان و كندا حيث وضعت خطة لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وتعهد أعضاؤها بمنع إفلاس المصارف الكبرى، ووافقت القمة على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم النمو الاقتصادي العالمي، واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة، وأعربت المجموعة عن استعدادها للقيام بكل ما هو ضروري من أجل تحريك سوق قروض الرهن الذي كان سببا في الأزمة. (70) (بلعوز بن علي، عبو هودة، 2009، ص ص 20-21).

#### 3-4-3-دول منطقة اليورو:

أعلن قادتها عن خطة إنقاذ مالي تعتمد على تأمين جزئي للمؤسسات المالية المتضررة وتستند أساسا إلى ضخ أموال عامة في البنوك المتضررة وضمان الودائع، كما تسعى إلى ضمان القروض بين البنوك، مع إمكانية اللجوء إلى إعادة تمويلها، وأعلن الرئيس الفرنسي أن حكومات الدول 15 التي تعتمد على اليورو كعملة رسمية لها مستعدة لتملك حصص في البنوك، أما قادة هذه المنطقة فتعهدوا بالمساعدة والاكتتاب المباشر لرفع الديون عن البنوك لفترات تصل إلى 5 أعوام في تكملة لجهود البنك المركزي الأوروبي لاستئناف عمليات التسليف بين البنوك.

ولم تكتفي دول هذه المنظمة بالاتفاقات فقط، بل عمدت كل دولة إلى تطبيق كل الإجراءات والحلول المقترحة في اجتماعات قادة منطقة اليورو للخروج من الأزمة بأقل الأضرار.

ففي فرنسا اقترحت الحكومة خطة لإنقاذ البنوك بمبلغ 360 مليار يورو أي ما يعادل 491 مليا دولار وتم اعتمادها من قبل البرلمان الفرنسي، وتسعى الخطة إلى إنهاء أزمة الثقة في الأسواق المالية وضمان إعادة تمويل البنوك خاصة المتعثرة منها. (71) (بلغوز بن علي، عبو هودة، 2009، ص ص 22-23).

أما بألمانيا فقد تم تأسيس صندوق لإعادة الاستقرار إلى الأسواق وخصصت له 400 مليار يورو أي ما يعادل 540 مليار دولار وتحقيق ميزانية متوازنة وتقييد رواتب مسؤولي البنوك التي تستفيد من حزمة الإنقاذ الحكومية، كما منح حوالي 35 مليار يورو ما يعادل 50 مليار دولار لإنقاذ أكبر شركة للتمويل العقاري بألمانيا وهي (هيو ريال ستريت). (72) (عبد الفتاح بوخمخ، محمد صالح، 2009).

في حين أقرت بريطانيا خطة تضخ بموجبها 250 مليار جنيهه (نحو 450 مليار دولار) من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلاد وتشمل الخطة عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام البنكي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل. (73) (عبد الفتاح بوخمخ، محمد صالح، 2009).

أما في روسيا أقر البرلمان بها خطة لإنقاذ القطاع البنكي ب 63 مليار يورو (84 مليار دولار) وسيتم توفير مبالغ الخطة من الاحتياطي النقدي الروسي وبتنفيذ من بنك التنمية حيث ستحصل البنوك المتعثرة على القروض من هذه المبالغ، وأقر البنك المركزي الروسي تخفيض الاحتياطي الإلزامي للبنوك في خطوة مؤقتة إلى 0.5% بغية زيادة السيولة في القطاع المصرفي وإرساء الاستقرار في السوق المالية الداخلية وتعزيز السيولة في القطاع البنكي الروسي. (74) (بلغوز بن علي، عبو هودة، 2009، ص 23).

### 3-4-4-الدول العربية:

يمكن تقسيمها من حيث مدى تأثرها بالأزمة إلى 3 مجموعات:

#### \*المجموعة الأولى:

ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة، وهي دول مجلس التعاون الخليجي وقد اتخذت هذه الدول إجراءات عديدة لمواجهة الأزمة المالية كمايلي: (75) (محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، 2010، ص ص 67-68).

#### -الإمارات العربية المتحدة:

أتاح مصرف الإمارات المركزي تسهيلات بقيمة 50 مليار درهم (13.61 مليار دولار)، لمنح المصارف قروض قصيرة الأجل، و خصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية استثنائية بهدف تخفيف التوترات في القطاع المصرفي، ومنحت التسهيلات للبنوك لإعادة شراء كل شهادات الإيداع التي تكون الفترة المتبقية من أجلها 14 يوم أو أكثر، كما ألغى المصرف المركزي قاعدة الأيام الستة للسحب على المكشوف من الحسابات الجارية بصفة مؤقتة لإتاحة سيولة للبنوك في الأجل القصير، وقد أعلن بنك الإمارات دبي الوطني الحد من القروض الكبيرة والسماح للزبائن بإعادة القروض دون أن يتحملوا أي رسوم خلال أسبوع.

- قطر:

اشترت هيئة الاستثمار ما بين 10% و 20% من رأس مال المصارف المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية لتعزيز الثقة في السوق، وضخ سيولة لتعزيز قدرة المصارف القطرية على تمويل مشروعات التنمية في المرحلة القادمة بشكل أوسع وتأكيد الثقة الكبيرة في أوضاعها المالية. -المملكة العربية السعودية:

أعلن المصرف المركزي (مؤسسة النقد العربي السعودي) أنه سيوفر أي سيولة تحتاجها المصارف، وأن مصارف المملكة تملك أوراقا مالية حكومية قيمتها نحو 200 مليار ريال (53.1 مليار دولار) ولديها خيار اقتراض 75% من قيمة هذه الأوراق أي نحو 150 مليار ريال. \*المجموعة الثانية:

وهي الدول العربية ذات درجة الانفتاح المتوسطة أو فوق المتوسطة ومنها مصر، الأردن، وتونس وتأثرها بالأزمة اقل من دول المجموعة الأولى باستثناء تأثر البورصات فإنه في مستوى تأثر بورصات المجموعة الأولى.

\*المجموعة الثالثة:

الدول ذات درجة الانفتاح المنخفضة ومنها السودان وليبيا لأن درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي محدودة على الدولتين والخطر المفروض على الثانية آنذاك، كان التأثير محدودا أيضا.

## خلاصة

في ظل التغيرات الهيكلية التي تشهدها الأسواق المالية الدولية على الساحة الاقتصادية، من تطور تكنولوجي في الأدوات المستخدمة والاستغناء التدريجي عن الأدوات التقليدية و استبدالها بأدوات حديثة فعالة. جعل التداول في هذه الأسواق يتم بصورة سريعة الأمر الذي سمح بإبرام عدد كبير من الصفقات المالية خلال وقت وجيز، كما شهدت أسواق المال الدولية إزالة تامة للقيود على حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول، الأمر الذي سمح و أدى إلى زيادة ترابط الأسواق المالية فيما بينها، إضافة إلى توفر حجم كبير من السيولة المالية و زيادة وتيرة انتقال رؤوس الأموال بين الدول أو ما يسمى بالأموال الساخنة.

إن زيادة التعامل في الأسواق المالية الدولية، سمح بابتكار أدوات مالية جديدة من خلال ما يسمى بالهندسة المالية و التي عملت على التقليل و خفض حجم المخاطرة المالية وذلك عادة يكون بإيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة التي يمكن عن طريق



هندستها وبتوليفات معينة بناء مراكز التعرض للمخاطرة وإدارة هذه المخاطر بأقل صورة ممكنة وتجنبها.

إن التطورات العالمية السابقة الذكر من زيادة الانفتاح و التحرير المالي، كان له الأثر الكبير في حدوث الأزمات المالية التي تشهدها الأسواق المالية الدولية، و تعد الأزمة المالية الحالية من أعنف الأزمات التي شهدتها الساحة الاقتصادية لما خلفته من إفلاس العديد من البنوك بالإضافة إلى انهيار عدد كبير من الأسواق المالية.

### هوامش الفصل الثاني:

(1)-محمد إبراهيم منصور، العولمة وتداعياتها على الوطن العربي، سلسلة كتب المستقبل، بيروت، 2004.

(\* )Computer and Communication.

(2)-محي محمد سعيد، ظاهرة العولمة- الأوهام والحقائق-، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 2007.

(3)-ممدوح محمود منصور، العولمة دراسة في المفهوم والظاهرة والأبعاد، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003.

(4) ، (6) ، (11) ، (20)-ضياء مجيد، البورصات، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

(5) ، (26) ، (51)-بن يوب فاطمة، العولمة المالية جذور واقع وآفاق- مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 1945، قالمه، 2004-2003.

(7) ، (8) ، (21) ، (30)-عمر عبدة سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 1945، قالمه، 2004-2003.

(9)-جميل السرمد، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، الحامد انشر والتوزيع بغداد، 2001.

- (10)-حسن كريم حمزة، **العولمة المالية والنمو الاقتصادي**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- (\*) من الصكوك التي لم يكن مسموحاً بها مثلاً السندات بسعر عائم في ألمانيا، شهادات الإيداع في فرنسا وألمانيا واليابان، والأوراق التجارية في فرنسا وبريطانيا.
- (12)-عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- (13) ، (14) ، (15) ، (22)-حريدي عبد الغاني، **اثر التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية-دراسة حالة الجزائر-**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، 2006-2007.
- (16) ، (19)-هاشم فوزي دباس العبادي، **الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية**، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- (17) ، (18)-سمير رضوان عبد الحميد حسن، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر**، دار النشر للجامعات، 2005.
- (23)-طارق عبد العال، **التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- (24)-عمر صقر، **العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- (25)-تشام فاروق، **العولمة المالية وأثرها على القطاع المصرفي ونمو الاقتصاد**، في بلدان العربية، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير، جامعة وهران، 2003/5/14/12.
- (27) ، (28) ، (32)-محمد بن سعدو الجرف، **اثر التغيرات الاقتصادية العالمية (العولمة) على أسواق رأس المال الدولية**، قسم الاقتصاد الاسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2004.
- (29)-فارس فضيل، **أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر مع دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر والمملكة السعودية**، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، فرع تحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، مارس، 2004.
- (31)-نزيه عبد المقصود مبروك، **الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- (33)-جبوري محمد، **الأزمة المالية العالمية وآثارها-محاولة دراسة حالة الاقتصاد الجزائري باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي-**، الملتقى الأول حول الأزمة المالية العالمية الراهنة، جامعة بجاية، 11/12/2009 أكتوبر/2009.
- (34)-عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، **العولمة المالية وإمكانات التحكم-عدوى الأزمات المالية-**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2003.
- (35) ، (38)-عمر يوسف عبد الله عباينة، **الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي**، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011.
- (36)-محمد سرور، **إدارة الأزمات-المشكلات الاقتصادية والمالية والإدارية-**، دار البداية، عمان، 2010.
- (37)-بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل مواجهتها**، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.

- (39)-ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية:2008: الجذور والداغيات، ملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- (40)- طاهر هارون، العقون نادية، الأزمة المالية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الإسلامية، كلية الأدب والعلوم الإنسانية، قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 6-7/أفريل/2009.
- (41)-زايدي عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية وانعكاساتها على اقتصاديات العربية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6/ماي/2009.
- (42)-محمد العربي ساركر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر لنشر وتوزيع، مصر، 2006.
- (43)-بلعوز بن علي محمدي، الطيب محمد، دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
- (44) ، (45)-منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية، وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- (46)-منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق مالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- (47) ، (48) ، (50)-مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
- (49)-منتديات ستار تايمز، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، 2010/2/3 عن الموقع:
- <http://www.startimes.com/f.aspx?t=21773117>
- (52)-jean.Francois Dufour,les rarches Emergent,Amand colin, Février, 1999.
- (53) ، (54)-عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- (55)-محمود عبد الفضيل، العرب والتجربة الآسيوية-الدروس المستفادة-،مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2001.
- (56) ، (57)-زكريا سلامة عيسى سنطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار نفائس لنشر وتوزيع، الأردن، 2009.
- (\*)الاستثمار السلبي يحدث عندما يتجاوز نمو الاستثمارات معدل زيادة الطلب الداخلي عن الإنتاج المحلي، والطلب الخارجي عن الصادرات.
- (58)-حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، دار جليس الزمان، الأردن، 2011.
- (59)-أنور قوهان شان، 2008، عن الموقع:

<http://www.badr-cu34.ibda3.156243-bibi3.org>

- (60) ، (62)-إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- (61)-العديد من المراجع :
- علي لطفي، الأزمة المالية:الاسباب-التداعيات-المواجهة، مؤتمر شرم الشيخ، مصر، مارس 2009.
  - زكرياء بلة باسي، الأزمة المالية العالمية: الجذور و أبرز الأسباب و العوامل المحفزة و الدروس المستفادة من منظور الاقتصاد الاسلامي، مؤتمر الازمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي و الاسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 14/13مارس 2009.
- (63)-شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- (64)-فيصل محمد أحمد الكندري، الأزمة المالية العالمية، وانعكاساتها على قطاع الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010.
- (65) ، (72) ، (73) ، (74)-عبد الفتاح بوخمخ، محمد صالح، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على اقتصاديات الدول العربية، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، ماي 2009.
- (66)-حازم شعار، الأسباب والتأثيرات: الدولار يتهاوى تحت ضربات اليورو، جريدة الثورة، 2007/10/1 عن الموقع:
- <http://www.ihawra.alwehda.gov.s.y>
- (67)-جاسم المناعي، التغير في البيئة الاقتصادية الدولية والاقتصاديات العربية (الفرص والتحديات) ،مؤتمر العرب في بيئة دولية متغيرة، مركز الخليج لدراسة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 8/7/ماي/2008.
- (68).(75)-محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية: قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- (69)-حبشي فتيحة، الأزمة المالية الحالية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي، الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، ماي 2009.
- (70) ، (71) ، (74)-بالعزوز بن علي، عبو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها، الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، مارس 2009.



## الفصل الثالث: تجارب من الواقع لآثار تغيرات أسواق المال الدولية

### تمهيد

#### I-حقائق عن بعض الاقتصادات - النماذج المدروسة-

1-لمحة عامة عن الاقتصاد السعودي.

2-نظرة عن الاقتصاد الأردني.

3-إطلالة على اقتصاد منطقة اليورو.

#### II-تحليل أداء أسواق المال المدروسة.

1-تحليل أداء سوق الأسهم السعودي.

2-تحليل أداء سوق عمان المالي.

3-تحليل أداء أسواق منطقة اليورو.

#### III- تحليل أثر التغيرات في الأسواق المالية المدروسة.

1-أثر التغيرات على سوق الأسهم السعودي.

2-أثر التغيرات على سوق عمان المالي.

3-أثر التغيرات على أسواق منطقة اليورو.

### خلاصة.

**تمهيد :**

تأثرت أسواق المال الدولية بالتغيرات الحاصلة على الساحة العالمية وأهم ما ساعدها في ذلك العولمة المالية والاقتصادية وما رافقهما من انفتاح اقتصادي وتحرير مالي، إضافة إلى التطورات التكنولوجية في مجالات الاتصال والنقل والوسائط المتعددة والمشتقات المالية الحديثة، التي أدت إلى ظهور تدفقات مالية ومصرفية ضخمة، كل هذه التغيرات كانت بمثابة الشرارة الأولى لحدوث الأزمات المالية وما تحدثه حركات رؤوس الأموال عبر الدول من حالات عدم الاستقرار المالي والاقتصادي في الأجل القصير ولعل انفجار فقاعة العقارات المالية وما نتج عنها من اضطرابات في أسواق المال الدولية خير مثال على ذلك.

وعلى هذا الأساس خصص هذا الفصل كمحاولة لإسقاط التغيرات العالمية الاقتصادية على بعض الأسواق المالية منها (السعودية، الأردن و أسواق منطقة اليورو) كنماذج للتحليل وإبراز درجة تأثير وتأثر هذه الأسواق بالتغيرات العالمية.

**I-حقائق عن بعض الاقتصادات - النماذج المدروسة-**

سنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على الإحصائيات الاقتصادية لكل من المملكة السعودية والأردن بالإضافة إلى منطقة اليورو، وذلك قبل 2008 وبعدها، من أجل إظهار درجة تأثر هذه الاقتصاديات بالأزمة المالية العالمية.

### 1-لمحة عامة عن الاقتصاد السعودي

يعتمد اقتصاد المملكة العربية السعودية بصفة رئيسية على النفط ومن الثابت أنها تمتلك أكبر احتياطي من النفط الخام في العالم، كما تحتل المملكة المرتبة الأولى كأكبر منتج ومصدر للبتروول في العالم، أما فيما يخص اقتصاد المملكة فقد سجل نمواً كبيراً خلال الفترة من 2003 إلى أواخر عام 2008 على خلفية ارتفاع الإنتاج النفطي والأسعار وقد لعب القطاع غير النفطي خاصة قطاع الإنشاءات والعقار دوراً اقتصادياً هاماً، حيث أدت زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر والإنفاق الحكومي إلى تطوير مساهمة القطاع غير نفطي بشكل كبير ومؤثر، وبعد عدة سنوات من النمو في الإيرادات النفطية انخفض الطلب العالمي على الطاقة بسبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية مما أدى إلى انخفاض أسعار النفط حيث تأثرت كافة الدول بالأزمة بما فيها المملكة.

#### 1-1- بيانات أساسية عن اقتصاد المملكة العربية السعودية

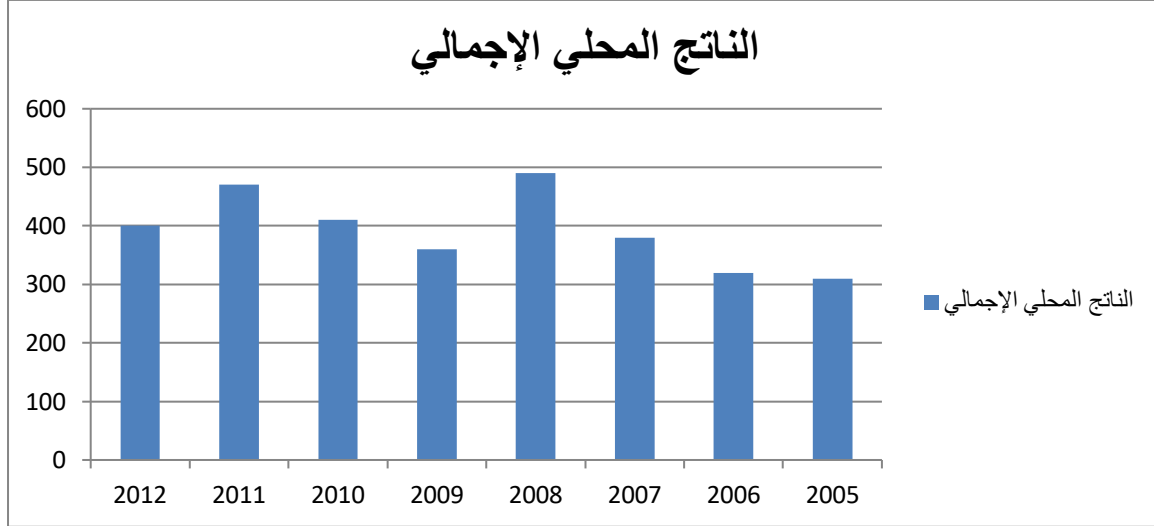
##### \*الناتج المحلي الإجمالي:

لقد حقق اقتصاد المملكة أعلى مستوى من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي ببلوغه 475.73 مليار دولار أمريكي عام 2008 بنسبة 23.5%، كما شكلت زيادة بنسبة 90% في أربعة أعوام مقارنة بعام 2004، ويرجع ذلك إلى الارتفاع الاستثنائي والكبير في أسعار النفط والإنتاج حتى عام 2008، وتعجيل الإجراءات الإصلاحية ونمو الموجودات الأجنبية التابعة لمؤسسة النقد العربي السعودي، وزيادة السيولة في السوق والنمو القوي للقطاع الخاص وارتفاع ربحية الشركات. وقد أدى ظهور الأزمة المالية في عالم الأعمال في عام 2008 إلى انخفاض حاد في الطلب العالمي على النفط مما أدى إلى انخفاض أسعاره، حيث انخفض الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بنسبة كبيرة بلغت 22.3% إلى 369.67 مليار دولار في عام 2009 ومن المتوقع أن يستعيد الناتج المحلي الإجمالي الاسمي الارتفاع بنسبة 18.5% ليصل إلى 438 مليار دولار أمريكي في عام 2010، ونسبة 9% ليصل إلى 477.3 مليار دولار في عام 2011، حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 4.6% في 2008 مقارنة ب2007، ولكن انخفض معدل النمو بشكل طفيف ليصل إلى 0.15% في عام 2009 بسبب الأزمة المالية في حين من المتوقع أن ترتفع معدلات النمو الحقيقي إلى 3.7% في عام 2010 و4% في عام 2011. (1) المملكة العربية السعودية، 2012) والشكل رقم(04) يوضح ذلك. ووفق تقرير الاقتصاد السعودي في عام 2012 فإنه من المتوقع أن يتباطأ النمو في الاقتصاد إلى 3.1% في 2012 ويعود ذلك التراجع الحاد إلى



الهبوط المتوقع في إنتاج وأسعار النفط، إلا أن النمو في الاقتصاد غير النفطي سيرتفع إلى 4.7% (2) (صحيفة الحياة السعودية، 2012)

الشكل رقم(04): الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار أمريكي)



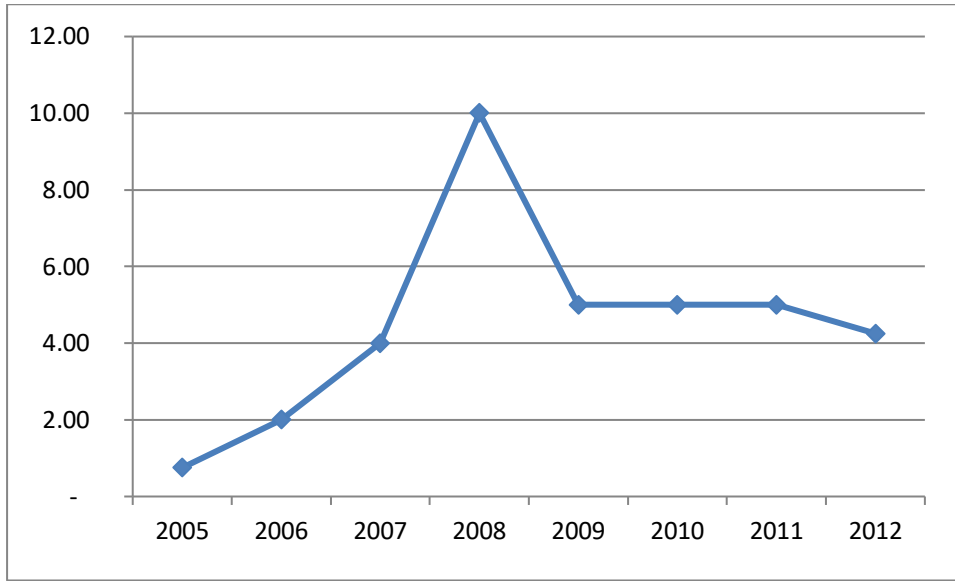
المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى إحصائيات اقتصاد المملكة السعودية و صحيفة الحياة السعودية.

#### \*التضخم

أثبتت المملكة قدرة فائقة في إبقاء معدلات التضخم منخفضة جدا خلال فترة طويلة حتى عام 2005، حيث ارتفع مؤشر أسعار المستهلك بنسبة 9.9% في عام 2008 مقارنة بارتفاع قدره 4.4% في عام 2007 ويرجع ارتفاع معدل التضخم إلى ارتفاع الإيجارات بنسبة 17.5% وأسعار المواد الغذائية بنسبة 14.1%، وقد انخفض التضخم لمؤشر أسعار المستهلك في عام 2009 بنسبة 5.1%، وأظهرت أحدث البيانات بأن التضخم السنوي لمؤشر أسعار المستهلك انخفض إلى 4.9% في عام 2010. وبالنظر إلى الإدارة الحكيمة للسياسات المالية والنقدية في المملكة فمن المتوقع أن ينخفض التضخم بنسبة 5% في عام 2010 و 2011 (3) (المملكة العربية السعودية، 2012). والشكل رقم (05) يبين ذلك.

كما أوضح تقرير الاقتصاد السعودي أنه من المتوقع أن يتراجع التضخم قليلا لعام 2012 وأن يبلغ معدلة السنوي حوالي 4.4%. (4) (صحيفة الحياة السعودية، 2012)

الشكل رقم(05): مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي %

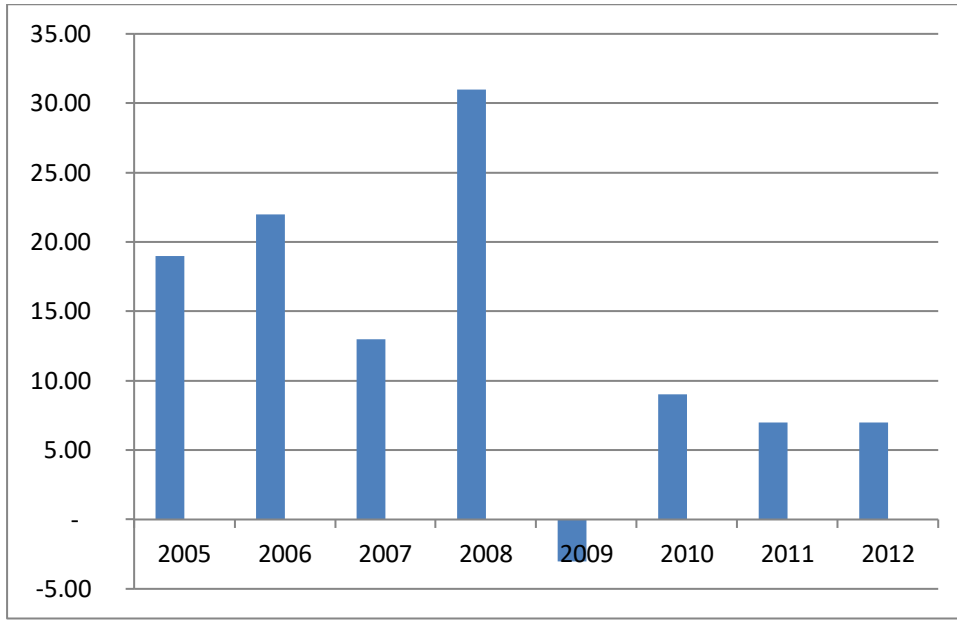


**المصدر:** من إعداد الباحثان بالاستناد إلى إحصائيات اقتصاد المملكة السعودية و صحيفة الحياة السعودية.

### \*الوضع المالي

حققت المملكة أكبر فائض موازنة بلغ 155 مليار دولار أمريكي (32.6% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2008 مقارنة بعام 2007 حيث بلغ 47.07 مليار دولار ( ما نسبة 12.2%) وذلك بسبب الزيادة الكبيرة في الإيرادات النفطية واستمرت الطفرة الاقتصادية من 2004 إلى 2008، ولكن ظهور الأزمة المالية في 2008 أدت إلى عجز في الموازنة بلغ -12 مليار دولار (حوالي -3.2% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2009، وقد أعلنت المملكة عن موازنتها لعام 2010 البالغة 540 مليار ريال سعودي (حوالي 144 مليار دولار) بنسبة زيادة قدرتها 13.7% مقارنة بموازنة 2009. ومن المتوقع أن تحقق المملكة فوائض مالية تصل إلى 4.7% من الناتج المحلي الإجمالي في عام و2010 و 4% عام 2011. (5) (المملكة العربية السعودية، 2012) والشكل رقم (06) يوضح ذلك.

الشكل رقم (06): الموازنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي (الفائض / العجز)

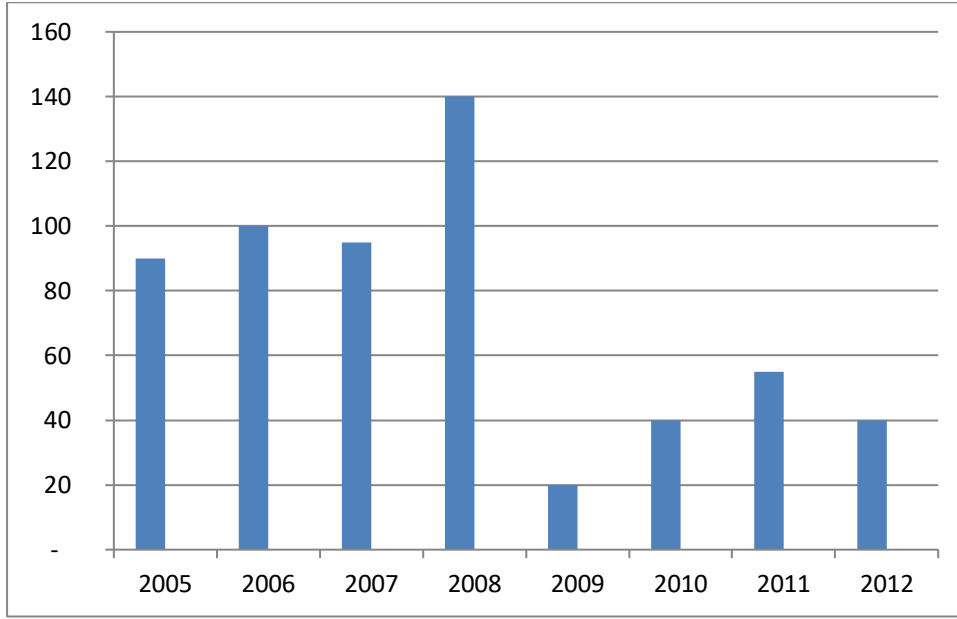


المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى إحصائيات اقتصاد المملكة السعودية

### \*الحساب الخارجي

حققت المملكة مستويات مرتفعة من فوائض التجارة والحساب الجاري، وذلك على خلفية قوة الطلب في سوق النفط العالمية خلال الفترة 2003 حتى عام 2008 حيث حقق الحساب الجاري للمملكة أعلى فائض بلغت قيمته 132.5 مليار دولار أمريكي وما يمثل 28 % من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2008 مقارنة بـ 2007 حيث كان 93.5 مليار دولار أمريكي (حوالي 24.3% من الناتج المحلي الإجمالي) ويرجع ذلك إلى ارتفاع عوائد الصادرات النفطية وغير النفطية وانخفاض فائض الحساب الجاري للمملكة ليصل إلى 20.5 مليار دولار أمريكي ( ما نسبته 5.5% من الناتج المحلي الإجمالي) بسبب الأزمة المالية وتراجع سوق النفط، في حين حققت فائض في الحساب الجاري ليصل إلى 39.9 مليار دولار أمريكي (حوالي 9.1% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2010 و 51.6 مليار دولار عام 2011. (6) (المملكة العربية السعودية، 2012) و الشكل رقم (07) يوضح ذلك.

الشكل رقم (07): ميزان الحساب الجاري (مليار دولار أمريكي)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى إحصائيات اقتصاد المملكة السعودية

## 1-2-1 سوق الأسهم السعودي

إن سوق الأسهم السعودي هو أكبر الأسواق في منطقة الخليج وهو الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة.

### 1-2-1-1 نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي

بدأت الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية نشاطها في الثلاثينات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية في عام 1934م، وهي الشركة العربية للسيارات وفي عام 1954 تم تأسيس شركة الإسمنت العربية تم تبعتها ثلاث شركات كهرباء، وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة.

ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة إلى نهاية السبعينات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ، وقامت الحكومة بعد ذلك بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة مما أدى إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين، بالإضافة إلى قيامها بسعودة البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام، وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم، وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم. ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب، استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم إلى الأفضل، مما أدى بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق. (7) (اقتصاديات دول

## الواقع لأن آثار تغييرات أسواق المال الدولية

الخليج، 2012)، وقد شهدت سوق الأسهم السعودية تطوراً كبيراً مر بثلاث مراحل أساسية يمكن إيجازها فيما يلي: (8) (سوق الأسهم السعودية، 2012)

### المرحلة الأولى: (1954- أوائل الثمانينات)

بلغ عدد الشركات المساهمة في هذه المرحلة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 1.7 مليون ريال، وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات كان هناك حوالي 14 شركة مساهمة، مما يعني تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ كما برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم، مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول ومع بداية الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

### المرحلة الثانية: (أوائل الثمانينات-2003)

تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل سوق الأسهم السعودية، أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابة على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشوراً يوضح أسلوب تداول الأسهم.

### المرحلة الثالثة: (2003-2005)

في هذه المرحلة تأسست هيئة السوق المالية وهي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام نظام السوق في المملكة العربية السعودية.

#### 1-2-2-متطلبات الإدراج في سوق الأسهم السعودية:

تتمثل متطلبات الإدراج في النقاط التالية: (9) (جريدة العرب الدولية، 2012)

\* أن تكون شركة مساهمة عامة تتداول أسهمها وفقاً لنظام الشركات السعودية.

\* لا يجوز تداول الأسهم المكتتب فيها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين.

\* تقديم الشركة طلب الإدراج مرفقاً بقائمة عن أعضاء مجلس الإدارة.

#### 1-2-3- هيئة السوق المالية:

تأسست هيئة السوق المالية السعودية بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 1424/06/02هـ، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتولى الهيئة القيام بالمهام التالية: (10) (هيئة السوق المالية السعودية، 2012)

- \* الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية.
- \* إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه.
- \* التأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين و المتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق.
- كما تتمتع الهيئة بعدة صلاحيات نذكر منها:
- \* تنظيم وتطوير السوق المالية، وتنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- \* تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.
- \* تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية.
- \* تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- \* تنظيم التفويض وطلبات الشراء وعروض الأسهم العامة.

## 2- نظرة على الاقتصاد الأردني

يعتمد الاقتصاد الأردني بشكل رئيسي على قطاع الخدمات، التجارة، السياحة و على بعض الصناعات الإستخراجية في حين لا يملك الأردن تقريبا أي موارد للنفط الخام، حيث يمثل قطاع الخدمات القطاع الرائد و يمثل النسبة الأكبر في المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي و يعتبر الاقتصاد الأردني أكثر الاقتصاديات العربية اعتمادا على المساعدات و المنح حيث يأتي الأردن في المرتبة الثالثة بعد كل من مصر و المغرب من بين الدول العربية التي تتلقى مساعدات.

### 2-1- بيانات أساسية عن الاقتصاد الأردني

#### \* الناتج المحلي الاجمالي:

لقد حقق الاقتصاد الأردني في السنوات الماضية نمو قويا حيث بلغ الناتج المحلي الإجمالي بالقيمة الاسمية معدل نمو مركب وصل إلى 10.6% للفترة من 2002 إلى 2005 نتيجة للإصلاحات التي قدمتها الحكومة الأردنية والتي كان من أهمها زيادة الخصخصة وتبني سياسة الاقتصاد المفتوح والسيطرة على الدين العام وتعزيز الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالإضافة إلى تعزيز الإيرادات الداخلية والمحافظة على سعر صرف الدينار الأردني.

وفي عام 2007 ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الاسمي في الأردن بنسبة 12.3% مقارنة مع 11.8% في عام 2006. (11) (ابراهيم الشنطي، 2009)

غير أن الأزمة المالية العالمية كان لها أثر كبير على النمو الاقتصادي في الأردن خلال الأعوام 2009-2010 حيث أظهرت النتائج تباطؤ ملحوظا في معدل النمو الذي تراجع إلى نحو 2.3% لعام 2010 وذلك بسبب تراجع حجم الاستثمار الأجنبي في الأردن واتساع عجز الميزان التجاري وإغلاق بعض الأسواق العربية التي تعاني من أزمات سياسية، هذا إلى جانب الآثار الناجمة عن العقوبات الدولية المفروضة على سوريا، ناهيك عن انخفاض في تحويلات المغتربين الأردنيين ب 5% ودخل القطاع السياحي 17% (12) (حيدر القماز، 2012)

حيث انخفض معدل النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي من 7.2% في عام 2008 إلى 2.3% في عام 2010 وقد بقي معدل النمو لعام 2011 عند هذا المستوى المنخفض ولولا السياسات النقدية التيسيرية التي اتبعتها البنك المركزي والسياسات المالية المحفزة التي اتبعتها الحكومة منذ نهاية عام 2008 لكان النمو أقل من هذه المعدلات.

ووفقا لتقرير أفاق الاقتصاد العالمي يتوقع أن ينمو الناتج المحلي الإجمالي في المملكة الأردنية بنسبة 2.8% في عام 2012 و3% لعام 2013 وذلك من مستوى النمو المحقق بواقع 2.5% لعام 2011. (13) (فايق حجازين، 2012)

### \*التضخم:

يعتبر التضخم أحد أهم المخاطر الذي تواجه التنمية، ولهذا سعت وتسعى السياسات المالية والنقدية في الأردن إلى تحقيق الاستقرار في الأسعار قدر الإمكان وكبح جماح أي ضغوط تضخمية، فحسب عدة تقارير فقد ارتفع معدل التضخم في عام 2006 إلى حوالي 6% مقارنة مع 3.5% في عام 2005 وقد جاء نتيجة لمعالجة اختلالات وتشوهات سعرية فرضها ارتفاع أسعار النفط العالمية (14) (زياد فريز، 2007، ص2) وفي عام 2008 وصل معدل التضخم إلى حوالي 12.7% مقارنة مع 6.7% في نفس الفترة من العام الماضي. واستنادا للأرقام الصادرة عن البنك المركزي الأردني فقد كان النفط والكهرباء السبب الرئيسي في ارتفاع معدلات التضخم في عام 2008، حيث ارتفعت أسعارهما بنسبة 44.3%. (15) (ابراهيم الشنطي، 2009) أما عام 2009 انخفض التضخم بنسبة 0.7% في حين بلغ 4.8% في عام 2010 لينخفض في عام 2011 ليبلغ حوالي 4.6%، ومن المتوقع أن يبلغ معدل التضخم خلال العام الجاري حوالي 5.5% و5% للأعوام 2012-2014 على التوالي.

**\*الموازنة العامة" الوضع المالي":**

بلغ عجز الموازنة العامة في الأردن بعد المساعدات خلال عام 2006 حوالي 450 مليون دينار أردني أي ما نسبته 4.5% من الناتج المحلي الإجمالي، أما العجز قبل المساعدات فقد بلغ 772 مليون دينار أردني أي ما نسبته 7.6% من الناتج المحلي الإجمالي مقابل عجز فاق 978 مليون دينار أردني أي نسبة 10.9% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2005. ويعود التحسن في أداء الموازنة العامة في عام 2006 إلى جملة من العوامل من أبرزها التحسن الواضح في النشاط الاقتصادي والكفاءة في تحصيل الإيرادات المحلية (16) (زيد فريز، 2007، ص 2) وخلال عام 2009 سجل عجز الموازنة ارتفاعا حادا ليصل إلى 641 مليون دينار مقارنة مع عجز في الموازنة بلغ 90.5 مليون دينار في الأشهر الأولى من عام 2008. وتعاني المالية العامة الأردنية من ضغوط جراء التباطؤ الاقتصادي الذي فاق التوقعات بعد أن أضرت الأزمة المالية العالمية بالطلب المحلي و أدت إلى تراجع تدفق النقد الأجنبي، كما أدت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية إلى توقف وتراجع المعونات المقدمة للأردن من طرف حكومات دول الخليج العربية التي تضررت تضررا بالغا من جراء تراجع أسعار النفط المصدر الرئيسي للدخل في تلك الدول، كما أثرت الأزمة المالية أيضا على مصادر الدخل الرئيسية في الأردن وهي السياحة والصادرات (17) (السوسنة صحيفة حرة مستقلة، 2009) في حين تجاوز عجز الموازنة ما نسبته 8% من الناتج المحلي الإجمالي هذا قبل المنح، أما بعد المنح فكانت نسبته 5.6% من الناتج المحلي الإجمالي وهذا خلال عام 2010.

أما في عام 2011 فقد انخفضت الإيرادات الحكومية بأكثر من 550 مليون دينار أردني وزادت النفقات الإجمالية بأكثر من 700 مليون دينار الأمر الذي ضغط بشكل كبير على موارد الخزينة إلى أن وصلت العجوزات المالية في الموازنة العامة إلى حدود غير آمنة (18) (حيدر القماز، 2012)

**\*الحساب الجاري:**

شهدت صادرات المملكة خلال عام 2006 نموا ملحوظا تجاوزت نسبته 18% مقارنة مع 10.8% في عام 2005، أما المستوردات فقد ارتفعت بنسبة 10% مقارنة ما نسبته 28% في عام 2005 وتعكس هذه التطورات استقرار واضحا في عجز الميزان التجاري الذي ارتفع بشكل غير مسبوق في عام 2005، كما أن هذه التطورات تنسجم إلى حد كبير مع توجهات الحكومة الرامية إلى إيلاء قطاع التصدير المزيد من الاهتمام من أجل تسريع عجلة النشاط الاقتصادي.

أما فيما يتعلق بعجز الحساب الجاري فقد شهد تحسنا واضحا خلال عام 2006 حيث انخفض هذا العجز كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي إلى حوالي 15% مقابل 18% في عام 2005، ورغم هذا التحسن النسبي المسجل في هذه العجز إلا أنه مازال يعتبر من أبرز التحديات التي ينبغي التصدي لها وذلك من خلال الاستمرار في تبني السياسات المالية المنضبطة وكذلك



السياسات الاقتصادية المعززة لتنافسية الاقتصاد عالميا (19) (زياد فريز، 2006)، ومن المتوقع أن ينخفض العجز إلى 8.3% في عام 2012 مقابل 9.5% لعام 2011 وأن يواصل الانخفاض إلى 6.8% في العام المقبل 2013. (20) (فايق حجازين، 2012)

## 2-2-لمحة عن سوق عمان المالي

### 1-2-2-نبذة تاريخية عن سوق عمان المالي:

سوق الأوراق المالية الأردني أوسوق عمان المالي، تأسس في عام 1976 بوصفه مؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري. غير أن البدايات الأولى لظهوره كانت عندما بدأ الجمهور الأردني الإكتتاب بالأسهم والتعامل بها وكان ذلك في أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951.

وفي أوائل الستينات ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعى الحكومة إلى التفكير جديا بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين. وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عام 1975 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC)\* المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه السوق، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي (AFM)\*\* و تم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/03/16، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/01/01.

ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدور مزدوج يجمع بين سوق تداول الأوراق المالية والهيئة المنظمة للتداول بتلك الأوراق المالية، حيث يقوم بأعمال الإشراف والمراقبة والتدقيق على سير عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها، فضلا عن تنظيم عملية إصدار الأوراق المالية ومراقبتها. (21) (زاهرة بن عامر، 2010)

وقد استطاع سوق عمان المالي أن ينمو بخطوات واسعة وذلك لمواجهة الطلب المتزايد على الأوراق المالية في الأردن، وفي ضوء تلك التطورات من حيث كمية الإصدارات الجديدة وعدد الشركات التي أدرجت في السوق وحجم الصفقات المنجزة تم في نهاية عام 1993 الموافقة

على إدراج سوق عمان المالي في مركز قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، بوصفه سوقا ماليا عربيا يتمتع بمعايير الكفاءة والشفافية والثقل المالي.

وفي عام 1996 أصدر قانون جديد للأوراق المالية يتضمن إنشاء عدد من المؤسسات يتضمنها السوق المالي الأردني وهي هيئة البورصة (SEG) (Stock Exchange Commission)، ومركز إيداع الأوراق المالية (SDC) (Securityies depository center)، وهيئة الأوراق المالية الأردنية (JSC) (Jordan Securities commission)، وإنشاء بورصة عمان (ASE) (Amen Stock Exchange).

وشهد عام 1999 انضمام بورصة عمان إلى اتحاد البورصات العربية، ثم إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات ومقره باريس، ثم انضمامها إلى عضوية اتحاد البورصات الأوروبية والأسبوية بالاسطنبول وفي عام 2000 بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان بهدف رفع كفاءة إتمام الصفقات وسرعتها وتوسيع عمليات التداول وتحقيق الشفافية.

وفي بداية سنة 2002 أقرت الحكومة الأردنية قانونا جديدا يتضمن مجموعة من التعديلات التي تهدف إلى تطوير أداء بورصة عمان وأهمها السماح بإنشاء بورصات أخرى في الأردن من أجل توسيع دائرة المنافسة المالية مع بورصة عمان وإلزام بورصة عمان بتحسين مستوى أدائها المالي.

### 2-2-2- أهداف سوق عمان المالي

يهدف سوق عمان المالي إلى تحقيق عدد من الأهداف أهمها: (22) (زاهرة بن عامر، 2010)

- ✓ توجيه المدخرات الخدمة الاقتصاد القومي.
- ✓ توفير المعلومات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.
- ✓ تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية.
- ✓ تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسرعته وسهولة بما يضمن مصلحة البلاد المالية.
- ✓ رفع مستوى الدخل الشرائح المجتمع المختلفة.

### 3-إطالة على اقتصاد منطقة اليورو

تعتبر منطقة اليورو ثاني قوة صناعية في العالم على الرغم من نقص مصادر الطاقة، كما تعتبر أول قوة تجارية من حيث حجم المبادلات العالمية و ذلك راجع لقوة اقتصادها وكثافة شبكة المواصلات و اتساع السوق الداخلية كما أصبحت عملة الأورو أول عملة في العالم متفوقة على الدولار الأمريكي .

3-1- بيانات أساسية عن اقتصاد منطقة اليورو

\*الناتج المحلي الإجمالي:

يمكن ملاحظة النمو في الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (09): نمو الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو خلال سنوات 2003-

2010.

| السنوات                    | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| الناتج المحلي الإجمالي (%) | 6.3  | 7.7  | 6.1  | 7.5  | 7.0  | 3.9  | 6.1- | 4.4  |

المصدر: مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي- الاقتصاد العالمي -الديون الأمريكية والأوروبية-، اصدار سنوي، العدد (19) لعام 2011، جانفي 2012، ص 42، عن الموقع:

[www.riyadhchamber.com/report2011.doc](http://www.riyadhchamber.com/report2011.doc)

نلاحظ من الجدول السابق انخفاض معدل النمو الهائل الذي ضرب اقتصاديات الدول الأوروبية في عام 2009، لأنها كانت من أشد الدول تأثرا بالأزمة المالية العالمية وذلك لارتباط بنوكها ومؤسساتها المالية بالمصارف الأجنبية مما أدى إلى انخفاض معدلات نمو الناتج المحلي بها لتصل إلى أعلى نسبة انخفاض والذي قدرت ب6.1%. غير أنها في عام 2010 بدأت اقتصادات منطقة اليورو تتعافى تدريجيا، ويتبين ذلك من خلال ارتفاع معدلات النمو بها لتبلغ حوالي 4.4% وذلك لاتجاه البنوك والمؤسسات المالية إلى العمل على زيادة رؤوس الأموال والسيولة الاحتياطية مما خلق انتعاشا في اقتصاديات الدول الأوروبية ونمو في ناتجها المحلي الإجمالي (23) (مركز البحوث والدراسات 2012، ص42)

\*التضخم:

جدول رقم (10): أسعار المستهلك مقاسة بمعدل النمو في منطقة اليورو خلال سنوات 2007-

2011

| السنوات         | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| معدل التضخم (%) | 8    | 12.1 | 8.4  | 6.3  | 7.7  |

المصدر: مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي- الاقتصاد العالمي الديون الأمريكية والأوروبية-، اصدار سنوي، العدد (19) لعام 2011، جانفي 2012، ص 43، عن الموقع:

[www.riyadhchamber.com/report2011.doc](http://www.riyadhchamber.com/report2011.doc)

يتضح من الجدول ارتفاع معدل التضخم في منطقة اليورو خلال عام 2008 حيث بلغ 12.1% مقارنة مع 8% في عام 2007 ويعود السبب في ارتفاع معدل التضخم إلى تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية التي ضربت مختلف اقتصادات العالم والتي كان تأثيرها أشد على الدول الأوروبية. ولكن سرعان ما عاود التضخم الانخفاض خلال العامين التاليين لسنة 2008 وذلك بعد انتعاش الاقتصاد الأوروبي وتعافيه غير أن ذلك لم يدم طويلا حيث شهدت الدول الأوروبية ارتفاعا في معدلات تضخمها ليصل إلى 7.7% في عام 2011 ويرجع سبب ذلك إلى ما تعانيه تلك البلدان من أزمة الديون السيادية التي عصفت ببعض بلدان منطقة اليورو وتسببت في تذبذب سعر صرف اليورو بشكل ترك آثار سلبية واسعة على مستويات الأسعار

### \*الوضع المالي والدين الحكومي والحساب الجاري:

تشير بيانات الجدول (11) إلى أن إيرلندا تنصدر قائمة منطقة اليورو من حيث نسبة العجز في الميزانية، حيث وصلت نسبة العجز في ميزانيتها إلى حوالي 14.7%، يليها اليونان بنسبة 12.2% تم اسبانيا وفرنسا والبرتغال.

### جدول رقم (11): نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو في 2010

| الدولة         | نسبة العجز في الميزانية % | الدولة   | نسبة العجز في الميزانية % |
|----------------|---------------------------|----------|---------------------------|
| إيرلند         | 14.7-                     | بلجيكا   | 5.8-                      |
| اليونان        | 12.2-                     | قبرص     | 5.7-                      |
| اسبانيا        | 10.1-                     | النمسا   | 5.5-                      |
| فرنسا          | 8.2-                      | ايطاليا  | 5.3-                      |
| البرتغال       | 8.0-                      | المانيا  | 5.0-                      |
| سلوفينيا       | 7.0-                      | فنلندا   | 4.5-                      |
| نيوزيلندا      | 6.1-                      | مالطا    | 4.4-                      |
| تشيكو سلوفاكيا | 6.0-                      | لوكسمورغ | 4.2-                      |

المصدر: مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي- الاقتصاد العالمي الديون الأمريكية والأوروبية-، اصدار سنوي، العدد (19) لعام 2011، جانفي 2012، ص 19، عن الموقع:

[www.riyadhchamber.com/report2011.doc](http://www.riyadhchamber.com/report2011.doc)

أما فيما يتعلق بالدين الحكومي فتشير بيانات الجدول (12) إلى أن ايطاليا هي أعلى الدولة يرتفع فيها حجم الدين الحكومي بعد اليونان، حيث يصل إلى حوالي 119% من الناتج المحلي الإجمالي في حين بلغ حجم الدين الحكومي في اليونان 142.8% من الناتج المحلي الإجمالي. هذا ومن جانب آخر، فقد احتلت البرتغال المرتبة الثانية بعد اليونان من حيث أعلى عجز في الحساب الجاري حيث بلغ 9.9%. وتعتبر البرتغال من أوائل الدول التي تعاني من أزمة الديون السيادية في

أوروبا ويرجع ذلك لما يعانيه اقتصادها من تباطؤ في النمو ومن انخفاض الإنتاجية بها، مما دفعها إلى زيادة الاستيراد من الخارج الأمر الذي يتسبب في عجز التدفقات النقدية الأجنبية بما يؤدي إلى عجزها عن الوفاء بديونها. (24) (مركز البحوث والدراسات، 2012، ص19-21)

جدول رقم (12): نسبة الديون الحكومية والحساب الجاري من الناتج المحلي الإجمالي في دول منطقة اليورو في عام 2010.

| الدولة         | الدين الحكومي العام % | الحساب الجاري % |
|----------------|-----------------------|-----------------|
| النمسا         | 72.2                  | 2.7             |
| بلجيكا         | 96.7                  | 1.0             |
| قبرص           | 60.8                  | 7.7-            |
| فنلندا         | 48.4                  | 3.1             |
| فرنسا          | 82.3                  | 1.7-            |
| ألمانيا        | 84.0                  | 5.7             |
| اليونان        | 142.8                 | 10.5-           |
| ايرلندا        | 94.9                  | 0.5             |
| إيطاليا        | 119.0                 | 3.3-            |
| لكسمبورغ       | 18.4                  | 7.8             |
| مالطا          | 67.1                  | 4.8-            |
| نيوزيلندا      | 63.7                  | 7.1             |
| البرتغال       | 92.9                  | 9.9-            |
| تشيكو سلوفاكيا | 41.8                  | 3.5-            |
| سلوفينيا       | 37.3                  | 0.8-            |
| اسبانيا        | 60.1                  | 4.6-            |

المصدر: مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي- الاقتصاد العالمي الديون الأمريكية والأوروبية-، اصدار سنوي، العدد (19) لعام 2011، جانفي 2012، ص21، عن الموقع:

[www.riyadhchamber.com/report2011.doc](http://www.riyadhchamber.com/report2011.doc)

لقد ساءت الأوضاع المالية خلال الآونة الأخيرة على المستوى العالمي، ومما يزيد المخاوف من احتمالات تردي الأوضاع المالية عالمياً تفاقم تداعيات أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو وأيضاً الكثير من المخاوف من تراجع أسعار الأسهم العالمية وانخفاض عائد السندات طويلة الأجل، وخاصة في منطقة اليورو بشكل قد يؤثر على التدفقات النقدية داخل حدود تلك الدول بشكل من المتوقع أن يتسبب في مزيد من مخاوف المستثمرين على ضخ المزيد من رؤوس الأموال إلى هذه الاقتصاديات التي يرونها مضطربة نسبياً، من هنا فقد تزايد العجز في الحسابات الجارية للدول الأوروبية عموماً.

### 3-2- أسواق المال الأوروبية

تعتبر أسواق المال الأوروبية كغيرها من أسواق الدول المتقدمة لها مكانتها و دورها في اقتصاديات الدول الأوروبية، غير أنه وقبل إنشاء الوحدة الأوروبية كانت النظرة للأسواق الأوروبية أنها أسواق مستقلة لم تستطع وبشتى الطرق الوصول إلى اندماج واشتراك ووحدة فيما بينهم، مع العلم أنها بدأت الوحدة واتسعت من 6 إلى 9 دول ، ولكن الأسواق الأوروبية الأخرى وهي باريس، فرانكفورت بقيت تتنافس في من سيصبح السوق المالية الكبرى لدول أوروبا وسنستعرض بشكل موجز بعض هذه الأسواق الأوروبية.

### \*سوق فرانكفورت:

يتكون السوق المالي الألماني من مجموعة من البورصات المحلية كبورصة فرانكفورت، وميونخ، هامبورغ وتتميز أسواق المال الألمانية بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة وباحتياجات مشروعاتها، كما أن تلك الأسواق تكاد تكون مقتصرة على المصارف التجارية (25) (شريف سيوفي، 2007) ومؤشر بورصة فرانكفورت هو DAX. كما أن المشكلة الرئيسية داخل السوق الألماني يعود إلى الأنظمة والقوانين الخاصة بألمانيا وخاصة نظامها المصرفي، لأنه لم يكن عالميا منذ الحرب العالمية الأولى والاتجاه كان دائما نحو النمو الاقتصادي وبالتالي فهو قد حقق نجاحا باهرا على الصعيد الداخلي لأنه قام بالعمل على تحويل الموارد القصيرة الأجل إلى قروض طويلة الأجل (26) (وليد الصافي، أنس البكري، 2009، ص 58)

وأهم خصائص السوق المالي الألماني (27) (منتدى وادي العرب الجزائري، 2011، ص ص 27-28)

- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصة ألمانية حيث تسيطر على ثلثي التداول في الأسهم والسندات المتداولة.
- يرتكز تداول الأوراق المالية في 4 بورصات من أصل 8.
- تعتبر البورصات الألمانية محدودة مع حجم الاقتصاد الألماني.
- ارتفاع الرسوم على الأسهم الألمانية مع تحقيق كفاءة عالية وعائد مناسب للمتعاملين.

### \*سوق جنيف:

يعتبر السوق المالي السويسري سوقا مفتوحا للمستثمرين والمقترضين الأجانب داخل وخارج سويسرا، ويشترط أن تزيد القيمة الاسمية للأسهم المسجلة في البورصة عن 1000.000 فرنك سويسري، ويوجد في سويسرا 3 بورصات للأوراق المالية هي زيورخ ، بازل، جنيف حيث تتمتع بورصة زيورخ بحوالي 60% من تداول الأوراق المالية المسجلة.

**\*السوق المالي الإسباني:**

توجد في اسبانيا 4 بورصات تتوزع في كل من مدريد، برشلونة، فالنسيا، وتعتبر بورصة أسبانيا من اصغر بورصات أوروبا، ومن أهم سمات البورصة الاسبانية أنها تعاني من نقص السيولة ومن انخفاض معدل التداول لغالبية الأسهم، كما ظهرت بعض المعاملات غير القانونية من قبل الوسطاء الماليين مما أضعف الثقة في البورصات الاسبانية وهذا ما استدعى اتخاذ الإجراءات الإصلاحية وتشمل (28) (متندى وادي العرب الجزائري، 2011، ص28)

- تم قبول شركات وساطة مالية أجنبية
- تطوير خدمة الثقافة.
- التأكيد على ضرورة الافصاح المالي.
- تخفيض مقدار العمولات الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم المعاملات.
- تخفيض الضرائب على أرباح الأسهم بنسبة 70%.

**II-تحليل أداء أسواق المال المدروسة**

حاولنا في هذا المبحث تحليل مؤشرات أداء كل من أسواق المال للمملكة العربية السعودية و الأردن ومنطقة اليورو، وهذا بدراسة القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الشركات، معدل دوران السهم، المؤشر العام للأسعار، معتمدين بذلك على جداول ومنحنيات بيانية.

**1-تحليل أداء سوق الأسهم السعودي**

سجلت مختلف مؤشرات سوق الأسهم السعودي تطورا ملموسا طوال الفترة على الساحة العالمية التي شهدت تغيرات ملحوظة على الرغم من التذبذبات في بعض المؤشرات بالارتفاع أحيانا والانخفاض أحيانا أخرى، إلا أن الملاحظ أن النتيجة الإجمالية أوردت ارتفاعا كبيرا في جميع مؤشرات السوق عدى سنوات الأزمات. والجدول التالي يبين أداء المؤشرات الرئيسية في سوق الأسهم السعودي.

**جدول رقم(13): مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012.**

| السنوات | القيمة السوقية (مليون ريال سعودي) | حجم التداول(مليون ريال سعودي) | عدد الشركات | معدل الدوران السهم % | المؤشر العام للأسعار (نقطة) |
|---------|-----------------------------------|-------------------------------|-------------|----------------------|-----------------------------|
| 1990    | 178340.645                        | 7561.155                      | 56          | 4.24                 | 127.82                      |
| 1991    | 180557.685                        | 8516.30                       | 59          | 4.72                 | 130.70                      |
| 1992    | 205825.2                          | 13680.485                     | 60          | 6.65                 | 138.10                      |
| 1993    | 197634.885                        | 17335.605                     | 65          | 8.77                 | 131.10                      |
| 1994    | 144906.521                        | 24871.013                     | 68          | 17.14                | 93.71                       |

|        |        |     |             |             |      |
|--------|--------|-----|-------------|-------------|------|
| 100    | 15.14  | 69  | 23227.50    | 153390.00   | 1995 |
| 112.77 | 14.76  | 70  | 25375.350   | 171959.063  | 1996 |
| 136.37 | 27.87  | 70  | 62052.075   | 222668.70   | 1997 |
| 90.70  | 32.24  | 74  | 51543.488   | 159864.863  | 1998 |
| 119.48 | 24.75  | 72  | 56575.463   | 228573.525  | 1999 |
| 128.44 | 25.78  | 75  | 64925.438   | 251872.650  | 2000 |
| 129.68 | 30.36  | 76  | 83337.900   | 2745050.063 | 2001 |
| 132.86 | 41     | 68  | 116154.263  | 280692.675  | 2002 |
| 201.98 | 101.11 | 70  | 596458.313  | 589899.15   | 2003 |
| 410.53 | 154.44 | 73  | 1773715.425 | 1148458.875 | 2004 |
| 878.40 | 170.80 | 77  | 4138435.388 | 2422953.00  | 2005 |
| 403.94 | 429.21 | 86  | 5261032.500 | 1225695.00  | 2006 |
| 613.66 | 514.53 | 100 | 6908821.500 | 1342745.963 | 2007 |
| 226.8  | 212.3  | 125 | 1962.946    | 924.528     | 2008 |
| 291.5  | 105.7  | 135 | 1264.011    | 1195.506    | 2009 |
| 322.0  | 12.9   | 146 | 170.497     | 1325.392    | 2010 |
| 312.7  | 24.4   | 150 | 322.476     | 1270.843    | 2011 |
| -      | -      | -   | 220025.0326 | 3834418.88  | 2012 |

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعد بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات لفصلية للأعوام (1990-2012) عن الموقع: [www.amf.org.ae/ar/amdbqrtrly](http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrtrly)

وبالاعتماد على الجدول (13) تم اختيار سنوات معينة لبيان التطورات التي لحقت بهذه المؤشرات على النحو التالي:

#### ❖ القيمة السوقية

شهد مؤشر القيمة السوقية تذبذباً في مستويات ارتفاعه خلال الفترة السابقة لعام 1998 وبالنظر إلى بيانات الجدول أدناه يمكن ملاحظة التطور الذي لحق بإجمالي القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1998-2002 مما يؤكد هذا التطور تنامي الجاذبية الاستثمارية لسوق الأسهم السعودي، ثم ارتفعت هذه القيمة في نهاية عام 2007 إلى حوالي 1342745.963 مليون ريال سعودي مقارنة بقيمتها في عام 2002 والبالغة 280692.675 مليون ريال سعودي أي بنسبة ارتفاع تقدر بحوالي 58.8% وهي تشكل ما يقارب 38.8% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعد بيانات صندوق النقد العربي، (29) (صندوق النقد العربي، 2007) غير أنه في نهاية عام 2008 انخفضت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة 52.98% حوالي 924.528 مليون ريال لتشغل 32% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية وذلك جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية، وقد واصل مؤشر القيمة السوقية انخفاضه إلى نهاية عام 2011 حيث بلغت القيمة السوقية 1270.843 مليون ريال



رغم أنها شهدت ارتفاعات طفيفة خلال 2009-2010، وقد عاودت الارتفاع خلال الربع الأول من عام 2012 حيث بلغت 383.418.88 مليون ريال سعودي، محققة معدل نمو إجمالي بلغ 3.54%. والجدول التالي يبين التطور في مؤشر القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال فترات مختارة من 1990-2012.

جدول رقم (14): معدلات نمو مؤشر القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012-1990.

| المؤشر/السنوات                    | 1990       | 1994       | 1998       | 2002       | 2007        | 2009     | 2011     | 2012      | معدل النمو الإجمالي (%) |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|----------|----------|-----------|-------------------------|
| القيمة السوقية (مليون ريال سعودي) | 178340.645 | 144906.521 | 159864.863 | 280692.675 | 1342745.963 | 1195.506 | 1270.843 | 383418.88 | 3.54                    |

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (13)

وقد تم حساب معدل النمو الإجمالي من خلال القانون التالي:  $r = \left[ \left( \frac{y_t}{y_0} \right)^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] * 100$

حيث أن : - معدل النمو: r

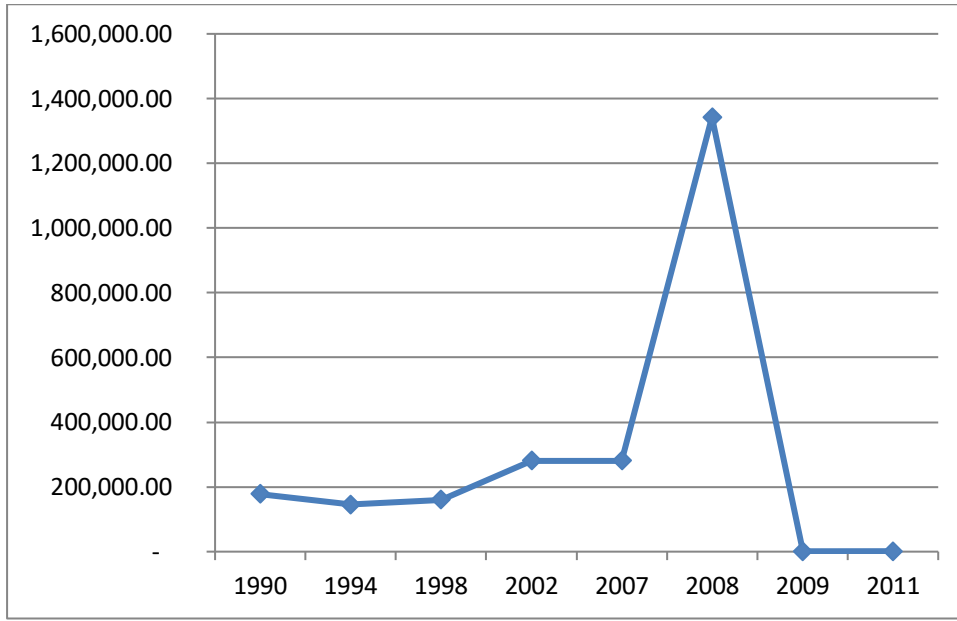
- قيمة المؤشر في السنة الأخيرة:  $y_t$

- قيمة المؤشر في السنة الأولى:  $y_0$

- عدد السنوات: n

ويكمن عرض التطور الذي لحق بمؤشر القيمة السوقية على النحو التالي :

شكل رقم (08): تتطور مؤشر القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012 (مليون ريال سعودي)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (14)

#### ❖ حجم التداول

سجل حجم التداول في سوق الأسهم السعودي ارتفاعاً ملحوظاً خلال الفترة (1990-2002)، حيث بلغ حجم التداول في سنة 2002 حوالي 116154.263 مليون ريال سعودي مقارنة مع 7561.155 مليون ريال في عام 1990، كما أنه وخلال الفترة من 2003 وحتى نهاية 2006 سجل مؤشر حجم التداول ارتفاعاً كبيراً حيث بلغ في سنة 2006 حوالي 5261032.5 مليون ريال سعودي مقابل 596458.313 مليون ريال في سنة 2003.

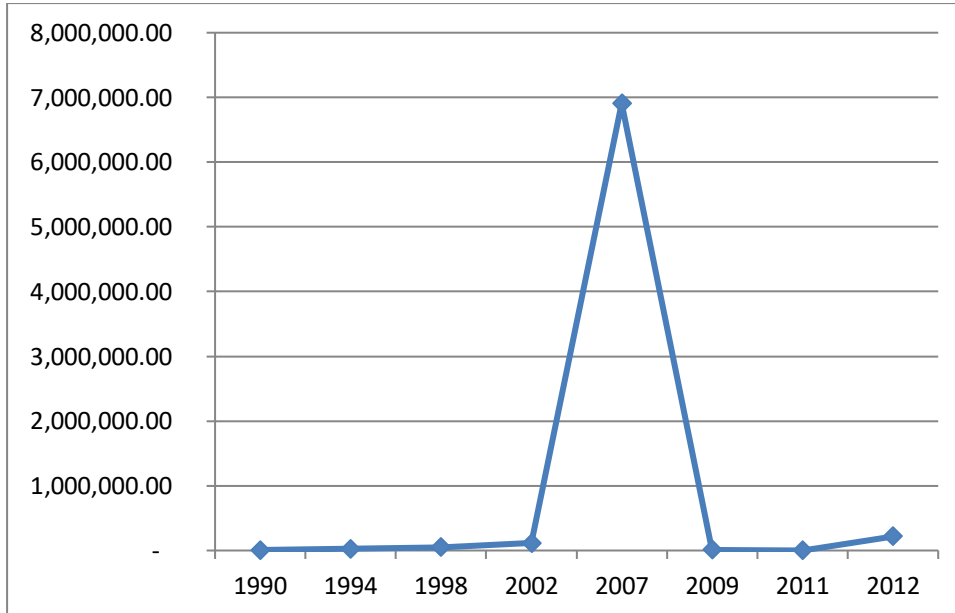
ومن بين الأسباب الهامة التي أدت إلى ارتفاع معدل التداول خلال الفترة 2003 إلى 2006 في السوق السعودي إدخال ميزة التسوية الفورية للصفقات التي سرعت من عملية التداول علاوة على ارتفاع أسعار النفط وانتشار الشائعات وتلاعب المضاربين بالنتائج المالية للشركات، وتوسع البنوك المحلية في منح القروض و التسهيلات المصرفية للمستثمرين الموجهة لأغراض شراء الأسهم (30) (مركز بخت للإستثمارات المالية، 1999) وفي واقع الأمر يعتبر العامل الأخير سلاحاً ذو حدين إذ يتوقع أن تقوم البنوك في حال تراجع أداء السوق ببيع الأسهم المحجوزة لديها من أجل سداد هذه الديون مما قد يتسبب في حدوث هبوط حاد في أسعار الأسهم بينما في الفترة 2007-2009 شهد معدل التداول انخفاضاً كبيراً جراء انخفاض أسعار النفط وتراجع الإنتاج والطلب العالمي على النفط الخام نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث انخفض حجم التداول من 6908821.5 مليون ريال سعودي في 2007 إلى 1264.011 مليون ريال سنة 2009، ونتيجة لانتعاش السوق السعودي فقد عاود حجم التداول ارتفاعه ليصل إلى 220025.0326 مليون ريال خلال الربع الأول من عام 2012. في حين بلغ معدل النمو الإجمالي 16.6%

جدول رقم (15): معدلات نمو مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012.

| السنوات                  | 1990     | 1994     | 1998     | 2002     | 2001        | 2009     | 2011    | 2012     | معدل النمو الإجمالي % |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------|-------------|----------|---------|----------|-----------------------|
| حجم التداول (مليون ريال) | 7561.155 | 24871.01 | 51543.48 | 116154.2 | 6908821.500 | 1264.011 | 322.476 | 220025.0 | 16.6                  |
|                          |          | 3        | 8        | 63       |             |          |         | 326      |                       |

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (13) ويمكن بيان التطور الذي لحق بمؤشر حجم التداول بيانيا كما يلي:

شكل رقم (09): تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012 (مليون ريال)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (15)

❖ عدد الشركات

شهد مؤشر عدد الشركات تأرجحاً واضحاً في مستوياته ولكن على المستوى الإجمالي يلاحظ ارتفاع هذا المؤشر، حيث بلغ عدد الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأسهم السعودي في عام 2011 حوالي 150 شركة مقارنة بعدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق في عام 1990 والبالغة 56 شركة وبمعدل نمو إجمالي بلغ 4.80% ووفقاً لتقرير سوق الأسهم السعودي (تداول) فإن رأس المال المدفوع لـ 150 شركة خلال عام 2011 قدر بحوالي 38790 مليار ريال سعودي موزعة على 15 قطاعاً، ويحظى قطاع التأمين بأكبر عدد من الشركات (28 شركة) يليه قطاع الزراعة والصناعة الغذائية بـ 15 شركة، ثم قطاع البتر وكيمائيات بـ 14 شركة، ثم قطاع المصارف والخدمات بـ 11 شركة، وتليها القطاعات الأخرى مرتبة حسب أكبر عدد من الشركات المدرجة، (31) (تقرير أداء السوق المالية السعودية، 2007) ويلاحظ من خلال هذه الدراسة مدى التزايد السريع في عدد الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي وهذا الذي دفع السوق إلى إعادة تشكيل وتوزيع قطاعات السوق بناءً على النشاط الرئيسي للشركات المدرجة، ويحتل سوق الأسهم السعودي المرتبة الرابعة من حيث عدد الشركات المدرجة بعد بورصتي القاهرة والإسكندرية بـ 306 شركة، عمان 272 شركة وسوق الكويت للأوراق المالية بـ 205 شركة. والجدول التالي يوضح تطور عدد الشركات سوق الأسهم السعودي للفترات المختارة.

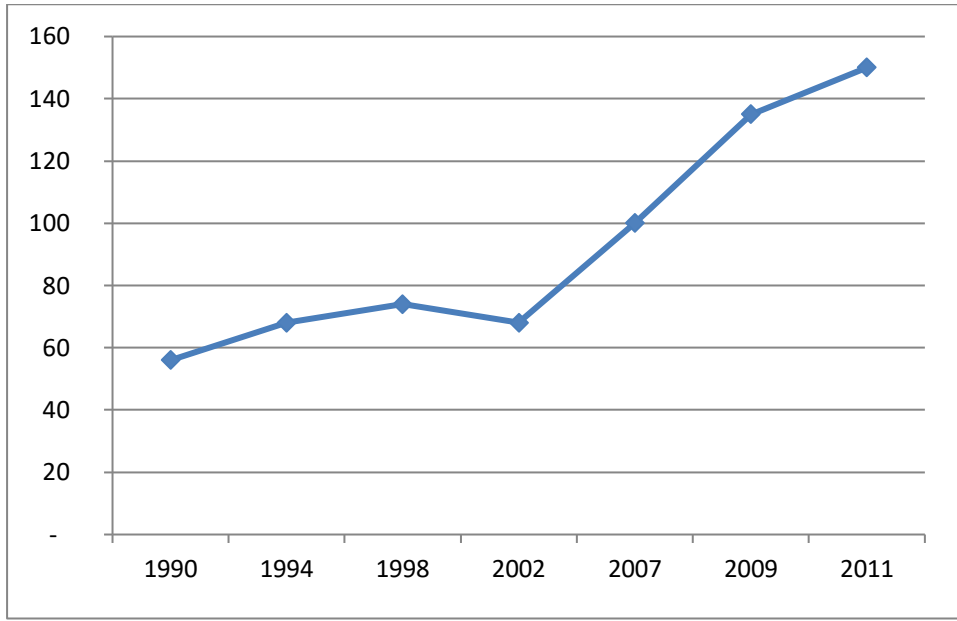
**جدول رقم (16): معدلات نمو مؤشر عدد الشركات لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011**

| السنوات            | 1990 | 1994 | 1998 | 2002 | 2007 | 2009 | 2011 | معدل النمو الإجمالي % |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|-----------------------|
| عدد الشركات (شركة) | 56   | 68   | 74   | 68   | 100  | 135  | 150  | 4.80                  |

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (13)

ويمكن عرض التطور الذي لحق بمؤشر عدد الشركات لسوق الأسهم السعودي حسب الفترة المختارة مثلما هو موضح في الشكل التالي:

**شكل رقم (10): تطور مؤشر عدد الشركات لسوق الأوراق المالية السعودي خلال المدة 1990-2011. (عدد الشركات)**



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (16)

#### ❖ معدل دوران السهم

شهد معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (1990-2011) ارتفاعا كبيرا على الرغم من تذبذب هذا المعدل وانخفاضه في بعض السنوات. ولكن إجمالا شهد هذا المؤشر ارتفاعا كبيرا ما بين (1990-2007) إذ بلغ في عام 2007 نحو 514.53% مقارنة مع 4.24% في عام 1990 غير أنه سرعان ما عاود الانخفاض بسرعة قريبة من سرعة الارتفاع خلال عام 2008 وذلك نتيجة لانخفاض أسعار النفط والإنتاج الخام جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية والتي كان لها تأثير سلبي في أداء سوق الأسهم السعودي، حيث انخفض معدل الدوران في سنة 2008 إلى 12.3% مقارنة مع نسبة 2007 والذي بلغ 514.53% وقد واصل هذا المؤشر انخفاضه خلال الأعوام التالية لعام 2008 حيث بلغ 105.7%، 12.9% خلال عامي 2009 و2010 وليعاود الارتفاع بنسبة ضئيلة وصلت 25.4% في عام 2011 في حين بلغ معدل النمو الإجمالي حوالي 9%

جدول رقم (17): معدلات نمو مؤشر معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة

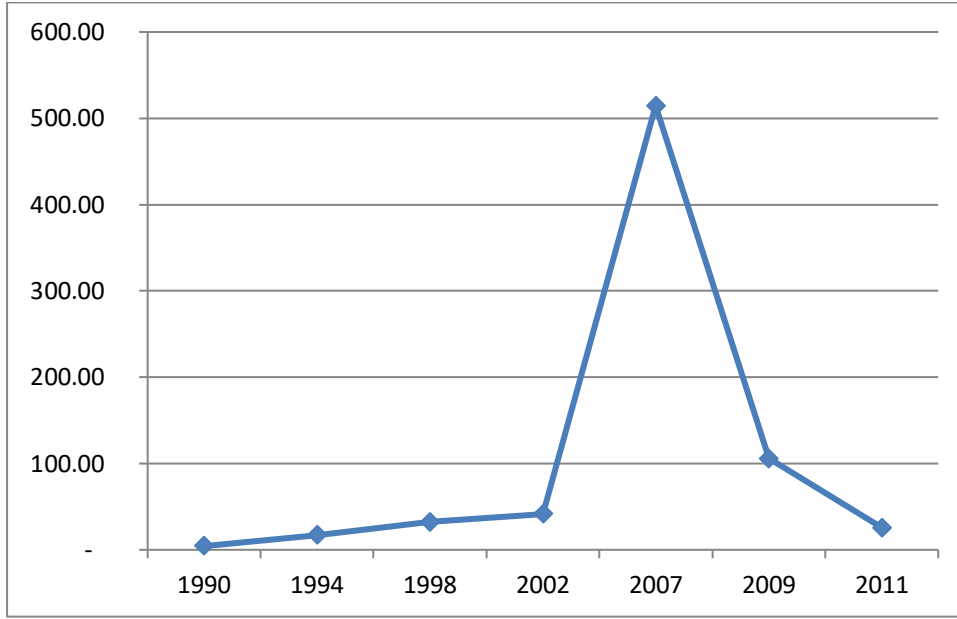
#### 2011-1990.

| السنوات              | 1990 | 1994  | 1998  | 2002  | 2007   | 2009  | 2011 | معدل النمو الإجمالي % |
|----------------------|------|-------|-------|-------|--------|-------|------|-----------------------|
| معدل دوران السهم (%) | 4.24 | 17.14 | 32.24 | 41.38 | 514.53 | 105.7 | 25.4 | 9.00                  |

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (13)

ويمكن توضيح بيانيا التطور الذي لحق بمؤشر معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي كما يلي:

شكل رقم (11): تطور معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي 1990-2011. (نسبة مئوية)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (17)

#### ❖ المؤشر العام لأسعار الأسهم

أظهر هذا المؤشر تذبذبا واضحا خلال الفترة الممتدة من عام 1990 وحتى عام 1998، حيث بلغ في عام 1990 حوالي 127.82 نقطة لينخفض بعد ذلك إلى 90.70 نقطة مع نهاية 1998. غير أن المؤشر العام عاود ارتفاعه مع بداية عام 1990 إلى غاية 2007. إذ حقق ارتفاعا بلغت نسبة 104% نهاية 2005 كأعلى ارتفاع سنوي منذ تأسيسه وقد شهد السوق خلال 2005 عدة تطورات ايجابية دفعت السوق باتجاه تحقيق معدلات نمو قياسية حيث سجل المؤشر ارتفاعا كبيرا بوصوله مستوى 613.66 نقطة بنهاية تعاملات 2007 بارتفاعه بنسبة 107% مقارنة ببداية العام وببلوغها سقف 105% كمعدل نمو سنوي بنهاية عام 2007 تكون بذلك سوق الأسهم السعودي قد أغلقت على أحسن أداء عالمي من حيث المكاسب التي اكتسبها المؤشر (32) (مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، 2005، ص 24)

وبقراءة التطورات المتتابة في قيمة المؤشر يمكن ايجاز التحسن المذهل الذي شهده أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2002-2007 إلى جملة من العوامل الجوهرية أهمها ازدياد النشاط الملحوظ الذي دعم ثقة المستثمرين وشجعهم على الاستثمار أكثر في السوق، حيث كانت

جهود هيئة السوق لمالي منصبة خلال هذه الفترة على تطوير السوق ورفع كفاءتها من خلال تحسين مستوى الشفافية والانضباط وإرساء العدالة والأمان في التعامل.

والملاحظ أن الارتفاع في أسعار الأسهم السعودي قد طال جميع الأسهم وبنسب عالية، غير أنه وبنهاية عام 2008 انخفض مؤشر الأسعار إلى 226.8 نقطة مقارنة مع 613.66 نقطة بنهاية عام 2007، وذلك نتيجة انخفاض أسعار النفط ومستوى الإنتاج جراء تداعيات الأزمة المالية لعالمية.

وبنهاية 2009 عاود المؤشر ارتفاعه نتيجة لتحسن الأوضاع حيث بلغ 291.5 نقطة مقارنة مع 226.8 نقطة خلال عام 2008، وبعودة الانتعاش والخروج من أزمة 2008 واصل المؤشر ارتفاعه خلال عام 2010 بوصوله إلى 332.0 نقطة في حين بلغ معدل النمو الإجمالي للمؤشر العام لأسعار الأسهم حوالي 4.35%.

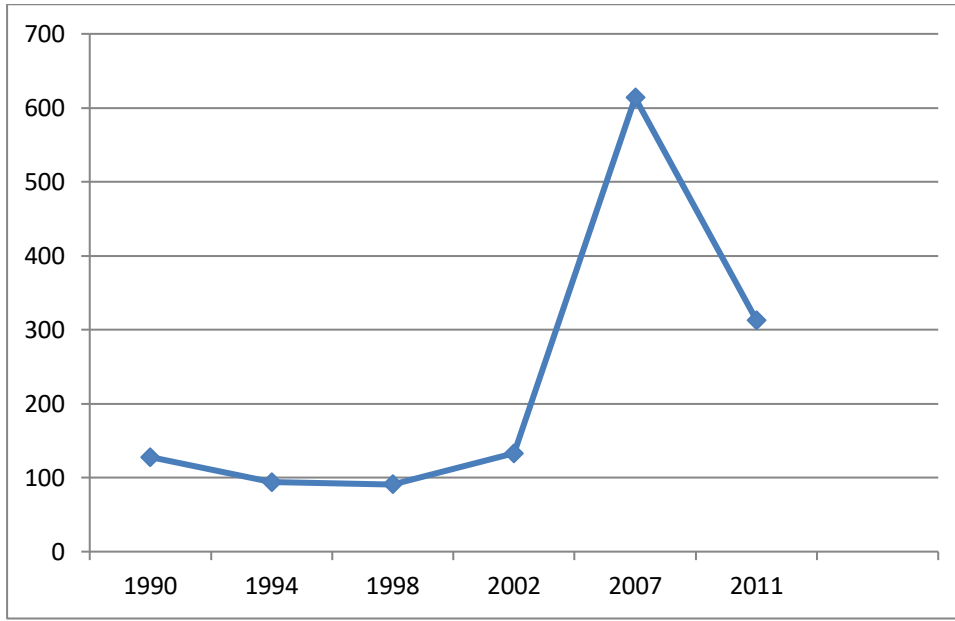
**جدول رقم (18): معدلات نمو المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2011-1990.**

| السنوات                           | 1990   | 1994  | 1998  | 2002   | 2007  | 2011  | معدل النمو الإجمالي % |
|-----------------------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-----------------------|
| المؤشر العام لأسعار الأسهم (نقطة) | 127.82 | 93.71 | 90.70 | 132.96 | 613.6 | 312.7 | 4.35                  |

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (13)

ويمكن عرض هذا التطور بيانياً من خلال الشكل التالي:

**شكل رقم (12): تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية السعودي 1990-2011 (نقطة)**



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (18)

## 2- تحليل أداء سوق عمان المالي

حقق سوق عمان المالي تطورا ملحوظا منذ أن باشر أعماله في عام 1978 وحتى وقتنا الحاضر، ولغرض الوقوف عند تطور أداء سوق عمان المالي لا بد من تسليط الضوء على التطور الذي لحق في المؤشرات الرئيسية للسوق والمتمثلة أساسا في القيمة السوقية ( رسملة السوق) وحجم التداول والمؤشر العام لأسعار الأسهم وعدد الشركات المدرجة ومعدل دوران السهم. والجدول التالي يبرز أهم المؤشرات في سوق عمان المالي:

جدول رقم (19): مؤشرات سوق عمان المالي للفترة من ( 1990-2012 )

| السنوات | القيمة السوقية (مليون دينار أردني) | حجم التداول (مليون دينار أردني) | عدد الشركات | معدل الدوران السهم % | المؤشر العام للأسعار |
|---------|------------------------------------|---------------------------------|-------------|----------------------|----------------------|
| 1990    | 1360.922                           | 276.638                         | 105         | 20.0                 | 55.98                |
| 1991    | 1707.697                           | 293.630                         | 101         | 17.2                 | 69.64                |



|        |       |     |           |           |      |
|--------|-------|-----|-----------|-----------|------|
| 90.46  | 39.14 | 103 | 895.165   | 2287.339  | 1992 |
| 110.31 | 28.15 | 101 | 954.12    | 338.974   | 1993 |
| 100    | 13.53 | 95  | 437.449   | 3232.998  | 1994 |
| 111.52 | 10.94 | 97  | 366.553   | 3349.437  | 1995 |
| 109.28 | 7.41  | 97  | 248.930   | 3230.520  | 1996 |
| 116.73 | 9.20  | 139 | 355.798   | 3868.410  | 1997 |
| 119.5  | 11.17 | 150 | 464.126   | 4156.625  | 1998 |
| 116.84 | 9.42  | 152 | 389.482   | 4136.831  | 1999 |
| 94.35  | 8.21  | 163 | 287.790   | 3504.700  | 2000 |
| 117.95 | 80.14 | 161 | 662.206   | 4476.739  | 2001 |
| 111.95 | 18.83 | 158 | 946.281   | 5024.704  | 2002 |
| 272.88 | 27.98 | 161 | 1848.462  | 7772.753  | 2003 |
| 272.88 | 28.98 | 192 | 3776.964  | 13033.831 | 2004 |
| 554.5  | 63.24 | 201 | 16878.681 | 26685.916 | 2005 |
| 366.7  | 72.71 | 227 | 15325.921 | 21078.570 | 2006 |
| 401.32 | 83.43 | 238 | 18645.991 | 22347.269 | 2007 |
| 406.9  | 80.0  | 262 | 20318.0   | 25406.3   | 2008 |
| 381.3  | 42.8  | 272 | 9665.3    | 22571.1   | 2009 |
| 392.8  | 47.0  | 277 | 1027.1    | 21858.2   | 2010 |
| 345.3  | 26.0  | 247 | 501.9     | 19272.8   | 2011 |
| -      | -     | -   | 989387.5  | 27522.15  | 2012 |

المصدر: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للأعوام (1990-2012)، عن الموقع: [www.amf.org.ae/ar/amdbqtrly](http://www.amf.org.ae/ar/amdbqtrly)

ومن الجدول (19) تم اختيار سنوات معينة لبيان التطور الذي لحق بمؤشرات سوق عمان المالي للفترة (1990-2012) على النحو التالي:

#### ❖ القيمة السوقية

أو ما يسمى رسملة السوق ويعد هذا المؤشر المرآة العاكسة لمستوى نشاط السوق، حيث أنه كلما أخذ هذا المؤشر في الارتفاع كلما دل ذلك على زيادة حجم السوق وقد شهد هذا المؤشر ارتفاعاً مستمراً طوال المدة المختارة.

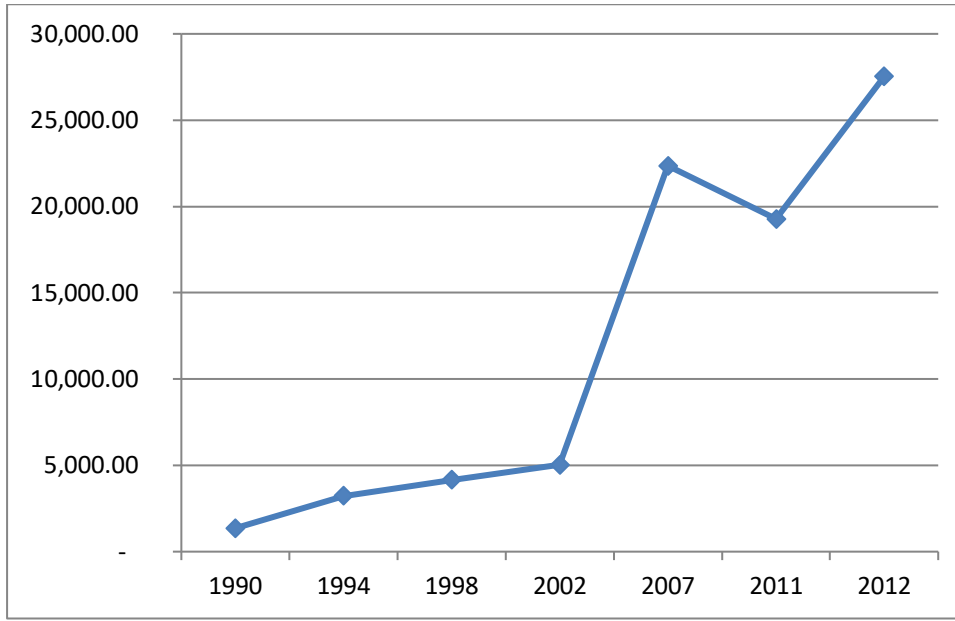
**جدول رقم (20): معدلات نمو مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2012.**

| السنوات<br>المؤشر         | 1990     | 1994     | 1998     | 2002     | 2007      | 2011    | 2012     | معدل النمو<br>الإجمالي % |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------|----------|--------------------------|
| القيمة السوقية<br>(مليون) | 1360.292 | 3232.998 | 4156.626 | 5024.704 | 22347.269 | 19272.8 | 27522.15 | 14.65                    |

المصدر: من إعداد الباحثان بالإستناد إلى الجدول (19)

يتضح من الجدول السابق تطور مؤشر رسملة سوق عمان المالي، حيث بلغ في عام 2007 نحو 22347.269 مليون دينار مقارنة بقيمته في عام 1990 والبالغة 1360.292 مليون دينار، ويرجع سبب هذا الارتفاع إلى التطور الكبير في القطاع المالي والمصرفي الأردني وعمليات التحرير المالي خلال هذه المدة، فضلا عن الأحداث التي شهدتها المنطقة من حرب الخليج وما ألت إليه من نتائج جعلت الأردن المنفذ الوحيد لدخول البضائع إلى العراق مما أنعش الوضع الاقتصادي والمالي للأردن، غير أن ظهور الأزمة المالية العالمية في 2008 أثرت سلبا على سوق عمان المالي حيث انخفضت القيمة السوقية إلى 25406.3 مليون دينار مقارنة مع 22347.269 في عام 2007، ومن المتوقع أن ترتفع في نهاية عام 2012 بعد أن وصلت في الربع الأول من العام الجاري إلى 27522.15 مليون دينار، وقد بلغ معدل النمو الاجمالي 14.65% وبالإمكان عرض التطور الذي لحق بمؤشر القيمة السوقية في الشكل التالي:

شكل رقم (13): تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2012  
(مليون دينار أردني)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (20)

### ❖ حجم التداول

أظهر هذا المؤشر هو الآخر ارتفاعا ملحوظا طوال المدة من عام 2002 إلى غاية 2007. بعد سلسلة من الارتفاعات الطفيفة خلال أعوام 1990 وحتى 2002. حيث بلغ حجم التداول في عام 2007 نحو 18645.991 مليون دينار مقارنة بحجم التداول في عام 2002 والبالغ 946.281 مليون دينار غير أن تداعيات الأزمة المالية العالمية قد أثرت سلبا على حجم التداول حيث تراجع في عام 2009 ليبينغ 9665.3 مليون دينار مقارنة مع 18645.991 في عام 2007. إلا أنه عاود الارتفاع خلال الربع الأول من العام الجاري ليبينغ 989387.5 مليون دينار أردني. وبمعدل نمو إجمالي بلغ 45%

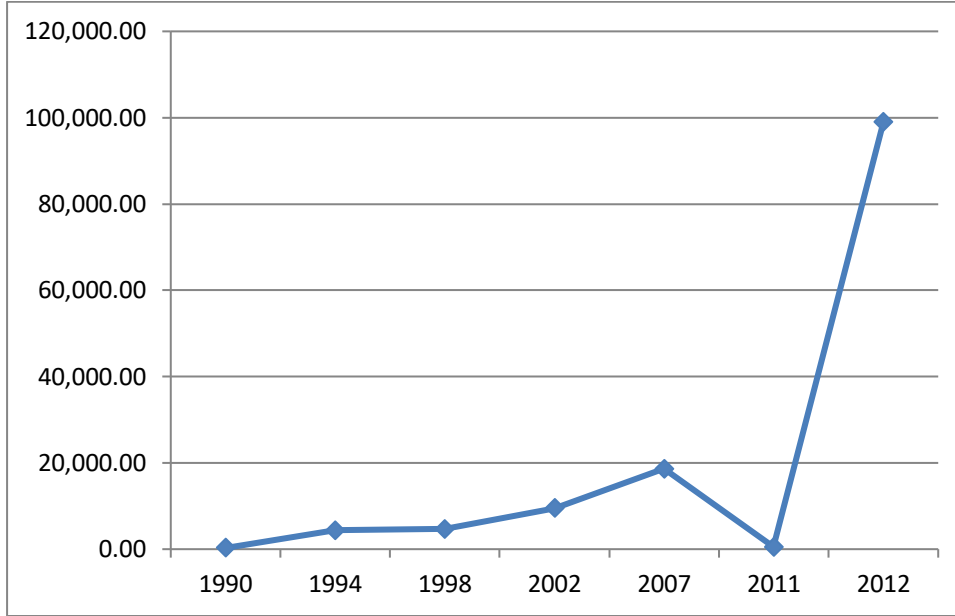
جدول رقم (21): معدلات نمو مؤشر حجم التداول لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2012.

| السنوات                   | 1990    | 1994    | 1998    | 2002    | 2007      | 2011  | 2012     | معدل النمو الإجمالي (%) |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|-------|----------|-------------------------|
| حجم التداول (مليون دينار) | 276.638 | 437.449 | 464.126 | 946.281 | 18645.991 | 501.9 | 989387.5 | 45                      |

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (19)

ويمكن عرض التطور الذي لحق بمؤشر حجم التداول في سوق عمان المالي على النحو التالي:

شكل رقم (14): تطور مؤشر حجم التداول في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2012 (مليون دينار أردني)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (21)

#### ❖ عدد الشركات

شهد مؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي تذبذباً في تغييره، ولكن إجمالاً يلاحظ الارتفاع الكبير لهذا المؤشر خلال الفترة المختارة لتصل عدد الشركات عام 2011 نحو 247 شركة مقارنة بعدد الشركات في السوق في العام 1990 والبالغة 105 شركة وبمعدل نمو إجمالي بلغ حوالي (4.16%) مثلما يوضح الجدول التالي:

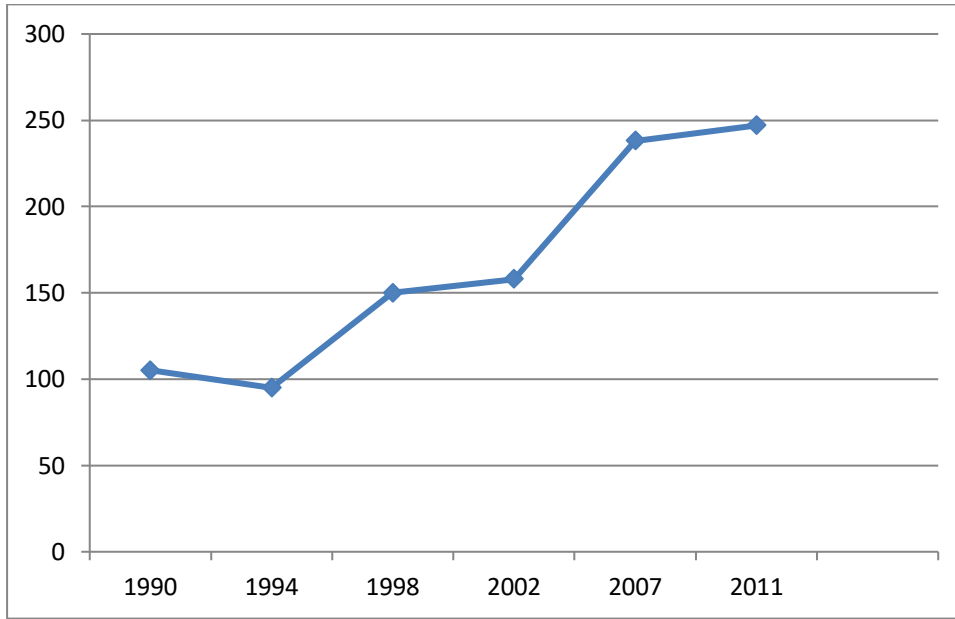
جدول رقم (22): معدلات نمو مؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011.

| السنوات            | 1990 | 1994 | 1998 | 2002 | 2007 | 2011 | معدل النمو الإجمالي (%) |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|-------------------------|
| عدد الشركات (شركة) | 105  | 95   | 150  | 158  | 238  | 247  | 4.16                    |

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (19)

ويمكن عرض التطور الذي لحق بمؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي كما يلي:

شكل رقم (15): تطور مؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011.



المصدر: من إعداد الباحثان بالإستناد إلى الجدول (22)

#### ❖ معدل دوران السهم

شهد معدل دوران السهم في سوق عمان المالي تذبذبا في تغييره، إذ شهد انخفاضا في معظم الفترات المختارة ولكنه خلال الفترة ما بين 2002 إلى غاية 2007 شهد ارتفاعا كبيرا حيث بلغ 83.43% في عام 2007 مقارنة مع 18.83% في عام 2002. ليشهد في عام 2009 تراجعا ملموسا وصل إلى 42.8% بعدما كان خلال عام 2008 حوالي 80% وذلك كنتيجة للأزمة المالية العالمية في حين بلغ معدل النمو الإجمالي لهذا المؤشر نحو 1.26%.

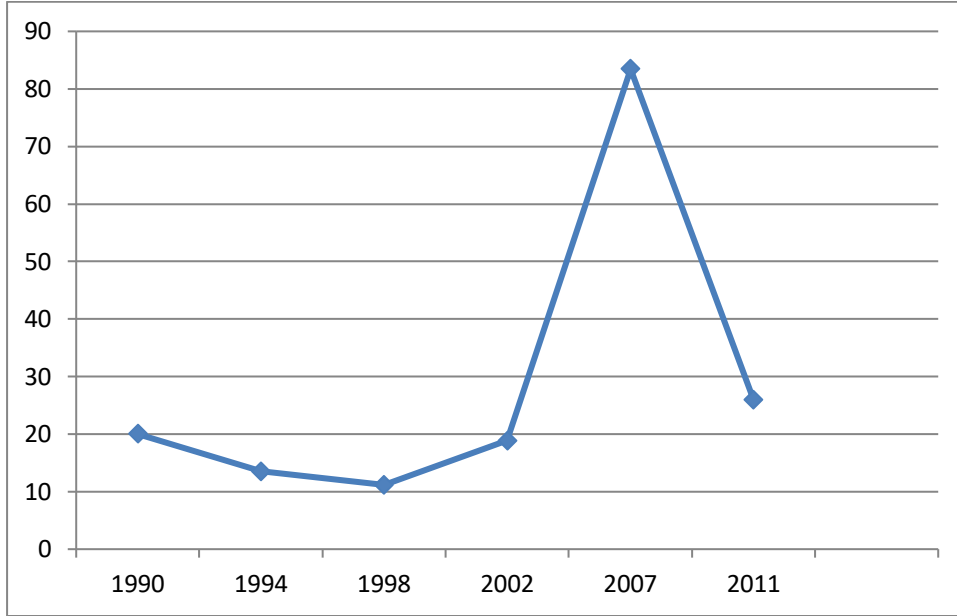
جدول رقم (23): معدلات نمو معدل دوران السهم لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011

| السنوات              | 1990 | 1994  | 1998  | 2002  | 2007  | 2011 | معدل النمو الإجمالي (%) |
|----------------------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------------------------|
| معدل دوران السهم (%) | 20   | 13.53 | 11.17 | 18.83 | 83.43 | 26.0 | 1.26                    |

المصدر: من إعداد الباحثان بالإستناد إلى الجدول (19)

ويمكن إبراز التطور الذي لحق بمؤشر معدل دوران السهم في سوق عمان المالي على النحو التالي:

شكل رقم (16): تطور مؤشر معدل دوران السهم لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011 (نسبة مئوية)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (23)

#### ❖ المؤشر العام لأسعار الأسهم

أظهر المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي تذبذبا واضحا خلال الفترة من 1990 إلى 2002، ولكن انطلاقا من عام 2002 وحتى 2007 شهد ارتفاعا كبيرا حيث بلغ 401.32 نقطة في عام 2007 مقارنة مع 111.95 نقطة في عام 2002. غير أنه انخفض في عام 2009 ليبلغ 381.3 نقطة بعدما كان 406.9 نقطة في عام 2008 وذلك بسبب الآثار الذي خلفتها الأزمة المالية على أسواق المال العالمية ومن بينها الأسواق العربية. وقد بلغ معدل النمو الإجمالي للمؤشر العام لأسعار الأسهم نحو 9.05%

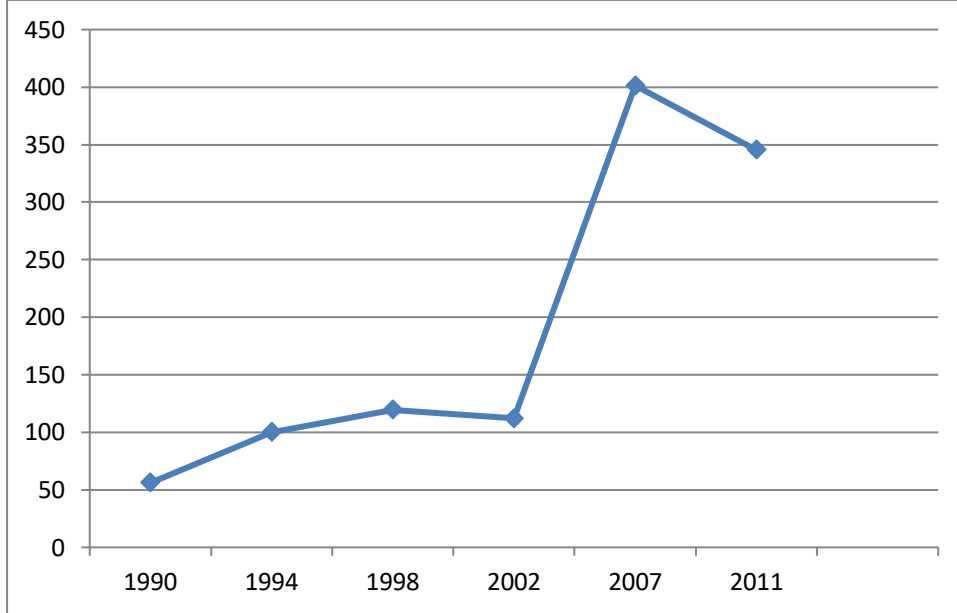
جدول رقم (24): معدلات نمو المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (2011-1990)

| معدل النمو الإجمالي (%) | 2011  | 2007   | 2002   | 1998  | 1994 | 1990  | السنوات                    |
|-------------------------|-------|--------|--------|-------|------|-------|----------------------------|
| 9.05                    | 345.3 | 401.32 | 111.95 | 119.5 | 100  | 55.98 | المؤشر العام لأسعار الأسهم |

المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول (19)

ويمكن توضيح التطور الذي لحق بالمؤشر العام لسوق عمان المالي من خلال الشكل البياني التالي:

شكل رقم(17): تطور المؤشر العام لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011 (نقطة)



المصدر: من إعداد الباحثان بالاستناد إلى الجدول(24)

### 3- أداء أسواق المال الأوروبية

لا تزال أسواق المال الأوروبية تعاني من الخسائر منذ أن وصلت إلى أعلى مستوى لها في ماي 2011. إذ خسرت حوالي 552 مليار دولار أمريكي. حيث كانت الخسائر الأعلى في فرنسا حيث خسر مؤشر CAC40 حوالي 163.6 مليار دولار أمريكي بالرغم من النمو الإيجابي في الاقتصاد الفرنسي خلال الربع الأول من عام 2011 حيث سجل نسبة نمو على أساس سنوي بلغت 2.2% وكذلك خسر مؤشر DAX الألماني نحو 111 مليار دولار أمريكي، بالرغم من الانتعاش في الاقتصاد الألماني الذي سجل نمو بلغ 4.5% على أساس سنوي في الربع الأول من عام 2011. وقد جاءت هذه الانخفاضات كنتيجة لظهور أزمة الديون في اليونان والبرتغال وإسبانيا حيث تتحمل العبء الأكبر فرنسا وألمانيا في دعم تلك الدول والدفاع عن العملة الموحدة (Euro) من الانهيار نتيجة عدم قدرة تلك الدول الضعيفة في منطقة اليورو على سداد ديونها حيث تعاني عجزا كبيرا وديون تفوق 150% من حجم اقتصادياتها أما خلال النصف الثاني من عام 2011 فقد تفاعلت الأسواق الأوروبية سلبا مع مشكلة الديون السيادية لبعض أعضاء الاتحاد الأوروبي حيث خسر مؤشر (Dj Stoxx600) والذي يقيس أداء 600 شركة في 18 دولة أوروبية حوالي 921 مليار دولار أمريكي لتصل قيمته السوقية إلى 9.7 تريليون دولار أمريكي، وكانت الخسائر فادحة في بورصتي إسبانيا واليونان حيث فقدتا 85 مليار دولار أمريكي و 11 مليار دولار أمريكي على

التوالي، فاليونان واسبانيا والبرتغال وايرلندا تعتبر الحلقة الأضعف لاقتصاد اليورو حيث بلغت إجمالي ديون تلك الدول 921 مليار يورو حوالي 1.3 تريليون دولار أمريكي أو ما يعادل 60% من إجمالي الناتج المحلي لتلك الدول مجتمعة والبالغ 1.62 تريليون يورو (2.3 تريليون دولار). (33) (بحوث كامكو، 2011)

أما في عام 2012 فسجلت مؤشرات أداء البورصات الأوروبية هبوطاً تراوحت نسبته بين 6% في ألتيا و0.5% في فرانكفورت مروراً بالبورصة السويسرية التي هبط مؤشر أدائها خلال الفترة ذاتها بنسبة 3.3% والفرنسية بنسبة 2.2% وقد طالت الخسائر أسهم كل القطاعات المطروحة للتداول وفق مؤشر (يورو ستوكس) الأوروبي، وعلى رأسها أسهم قطاع البنوك التي تراجعت بنسبة 4% وصولاً إلى أسهم شركات الكيماويات التي تراجعت بنسبة 0.2%

بينما وضعت تلك الخسائر أسهم شركات قطاع تجارة المواد الخام على رأس قائمة الأسهم الخاسرة منذ بداية العام بتراجع بنسبة 14% تلتها أسهم شركات قطاع السياحة والسفر بـ 9% ثم أسهم البنوك والمؤسسات المالية بـ 6% وقد طالت الخسائر أسهم بنوك كبرى مثل (يو.بي. أس) السويسري بنسبة 4% ونظيره الألماني (كومرست بنك) بـ 5% وكل من الفرنسي (كريدي أنريكول) والاسباني (بانكو سانتا ندير) بنسبة 4.8% والنمساوي (رايفايزن) بـ 7%. (34) (نقودي، كوم، 2011)

وتعود أسباب هذا التراجع الحاد إلى عوامل عدة من بينها ضعف الاقتصاد الأمريكي أكثر مما كان متوقفاً وعدم تمكن الاقتصاديات الأوروبية من الخروج من دائرة الترددي الاقتصادي إلى جانب التضارب في التقارير حول معدلات التضخم وسعر صرف اليورو.

### III- تحليل أثر التغيرات في أسواق المال المدروسة

تتأثر أسواق المال بالتغيرات الحاصلة على الساحة الاقتصادية العالمية من تطور تكنولوجي إضافة إلى تحليل مالي والابتكارات المالية، وسنحاول في هذا الفصل إبراز أثر هذه التغيرات العالمية على كل من أسواق المال للسعودية والأردن بالإضافة إلى منطقة اليورو.

#### 1- أثر التغيرات على السوق الأسهم السعودي

إن سوق الأسهم السعودي مثل بقية أسواق المال العربية هو الآخر تأثر بالأحداث والمجريات في الساحة الاقتصادية العالمية بصفة عامة والمالية بصفة خاصة.

#### 1-1- نظام التداول الإلكتروني.

بادرت مؤسسة النقد العربي السعودي في شهر أكتوبر 2001 في سبيل التغلب على أوجه القصور في النظام الآلي السابق بتقديم نظام معدل أطلق عليه نظام "تداول" وقد كان الغرض من



هذا النظام إتمام صفقات البيع والشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة قصيرة المدى.

ويتجانس هذا النظام مع السوق المستمر الذي تحركه أوامر البيع والشراء الواردة إلى السوق من حين إلى آخر، ومن أهم مزايا نظام "تداول" التسوية السريعة والدقيقة للصفقات وفي نفس يوم تنفيذها أما التسوية النقدية فتتم بعد يوم واحد من تنفيذ الصفقة. (35) (مجلة تداول الأسهم السعودية، 2005، ص 5)

كما يتسم هذا النظام بالمرونة من حيث بقاء الأوامر في السوق حسب تاريخ صلاحية الأمر والشفافية من خلال الإعلان الفوري عن الأسعار والكميات المتداولة ومعلومات وإعلانات الشركات للبنوك والمستثمرين، وقد أدى تطبيق نظام "تداول" إلى خفض زمن لجنة طلبات التداول من خلال العملية المباشرة، حيث ترتبط داخليا كل نظم الشبكة مثل التداول والتسجيل والرقابة وقد سمح الربط المباشر للإيداع مع المتداولين بالتحويل الفوري للملكية الأسهم علاوة على المعالجة الفورية لأوامر البيع والشراء حال إدخالها في شبكة الانترنت كما أتاح هذا النظام إمكانية تحويل الإشعارات إلى حسابات الكترونية يتم تحويلها بين حسابات أسهم إلكترونية قابلة لتحويل بين حسابات المستثمرين في النظام دون الحاجة إلى أية أوراق أو وثائق ملكية (36) (عبد الرحمن السليمان، 2003، ص 6)

## 1-2-زيادة تدفقات رؤوس الأموال

بلغ حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في السعودية نحو 552 مليار ريال، واستقطبت القطاع الصناعي نحو 214.5 مليار أي بنسبة 38.9% من إجمالي الاستثمارات وقد جذبت المملكة هذه الاستثمارات بفضل تحسين بيئة الاستثمار المحلية وطفرة المشاريع الممولة من الحكومة وتعمل السعودية على استقطاب المزيد من الاستثمارات لاسيما الأمريكية. وتعد السعودية الثامنة عالميا ضمن البلدان الجاذبة للاستثمار الأجنبي، حيث أعلن محافظ الهيئة العامة للاستثمار في السعودية أنها أصبحت تحتل المركز 11 عالميا من أصل 183 بلد من ناحية سهولة الأداء وفقا للبنك الدولي، بعدما كانت في المركز الـ 67 قبل 5 سنوات إضافة إلى تحقيقها المركز الثامن عالميا بين أكثر الدول الجاذبة للاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر وتأتي الولايات المتحدة الأمريكية كأول الدول تعاملًا مع المملكة. (37) (أحمد منير، 2010)

ومن المتوقع ارتفاع حجم الاستثمارات الأجنبية في المملكة خلال السنوات الأربع المقبلة أكثر من 40% وسيشهد الاقتصاد السعودي وفقا للاقتصاديين عام 2010 بداية النمو في تدفق الاستثمارات. (38) (محمد الهلالي، 2009)

أما في ما يتعلق بالاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة في سوق الأسهم السعودية فقد تجدد في الآونة الأخيرة الحديث حول السماح للأجانب بالاستثمار في سوق الأسهم السعودية ونقلت

بعض الصحف المحلية تصريحات لرئيس هيئة السوق المالية عبد الرحمن التوتجري أوضح فيها أن فتح سوق الأسهم أمام المستثمرين الأجانب سيكون بشكل مدروس وتدرجي وبعد التأكد من عدم تأثيره السلبي على التداولات في السوق.

### 1-3-1- تداعيات أزمة 2008 على سوق الأسهم السعودي

أغلقت جميع الأسواق المالية عامها 2008 على خسائر فادحة، جاء أغلبها في الربع الأخير من العام لافتاً أن السوق المالية السعودية الثانية في سلم الأسواق من حيث الخسائر بنسبة -56.5% بعد سوق دبي التي منيت بخسائر تراكمية عن العام تجاوزت -72.4% ويمكن القول هنا أن التأثيرات السلبية للأزمة المالية العالمية، أخذت اتجاهين:

#### 1-3-1-1- على المستوى الاقتصادي الكلي

استطاع الاقتصاد السعودي قياساً لما يتمتع به من إمكانيات واحتياطات توافرت لديه طوال العقد الماضي امتصاص كثيراً من تلك التداعيات بالرغم من بعض التشوهات القائمة في هيكل السياسات الاقتصادية، فوفقاً لأحدث البيانات الصادرة عن الاقتصاد السعودي أنه سجل نمو حقيقياً بلغت نسبته 0.2% مقارنة بنموه السابق المقدر ب 4.33% عام 2009 على الرغم من التراجع الكبير الذي لحق بالقطاع النفطي والذي بلغت نسبته حوالي -6.4% مقارنة بنموه السابق البالغ 4.2% وفي المقابل تراجع معدل النمو الحقيقي للقطاع الخاص غير النفطي خلال 2009 ب 2.5% مقارنة بمعدل نموه للعام السابق البالغ 4.8%. (39) (تقرير اقتصادية، 2011)

#### 1-3-1-2- على مستوى السوق المالية

والتي كانت هشة جداً أمام تداعيات الأزمة لدرجة أنها خسرت أكثر ما خسرت الأسواق المالية الأكثر ترابطاً بالأزمة المالية وحتى تاريخ يوم الربع الأخير من عام 2008 لا تزال السوق الأكثر خسارة منذ منتصف سبتمبر 2008 مقارنة ببقية الأسواق الرئيسية والناشئة، بينما جاءت السوق الأفضل أداءً حتى اليوم مقارنة ببقية أسواق دول مجلس التعاون الخليجي، ويعزى ذلك إلى عدة أسباب:

1- ضعف كفاءة السوق المالية السعودية مقارنة بالأسواق الرئيسية والناشئة.

2- الدور الإعلامي السلبي الذي فشل في تعامل مع تدفقات الأخبار وتطورات الأزمة المالية بصورة مهنية محايدة.

#### 1-3-1-3- التدابير المتخذة لمواجهة الأزمة

اتخذت المملكة العربية السعودية عدة إجراءات لتعزيز الاستقرار المالي في الاقتصاد الوطني، وتعزيز مستوى الثقة في القطاع المالي وهي على النحو التالي: (40) (جريدة الرياض، 2008)

- فعلى مستوى السياسة المالية اتخذت السعودية عددا من الإجراءات يتوقع أن تحدث أثرا فاعلا خلال الفترة القريبة والتي تساهم في عودة وتيرة النمو الاقتصادي وتوطيد عوامل الاستقرار وفتح المزيد من الفرص الواعدة محليا ابتدأتها بالإعلان على استعدادها لأنفاق 1.5 تريليون ريال ( 400 مليار دولار) خلال الفترة (2009-2013) تتركز على برامج الاستثمار في القطاعين الحكومي والنفطي من خلال الإنفاق على مشاريع الخدمات الأساسية لتعزيز القدرة الاستيعابية للاقتصاد لوطني، لذا يتوقع أن يساهم الإنفاق الحكومي في الاقتصاد السعودي خلال عام 2009 بنحو 40.2% من الإجمالي ويعد هذا المعدل الأعلى في منظور عقدين مضيا من الزمن.
- أما على المستوى السياسي النقدية فقد قامت مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) مع بداية الأزمة باتخاذ عددا من الإجراءات التي استهدفت أولوية تعزيز أوضاع السيولة المحلية وخفض تكلفة الإقراض بهدف ضمان استمرار المصارف التجارية في أداء دورها التمويلي، ورغم ذلك أظهرت التطورات المصرفية فيما يخص التمويل ضعفا واضحا في الاستجابة لتلك السياسات طوال الفترة السابقة من عمر الأزمة حيث لم يتجاوز المعدل السنوي لنمو الائتمان الممنوح من المصارف للقطاع الخاص بأكثر من 1.7% و في عام 2008 كما انعكس ذلك سلبا على عدد من مؤشرات السيولة المدارة في الاقتصاد (القطاع الغير النفطي)

## 2- أثر التغييرات على سوق عمان المالي

لقد تأثر السوق المالي الأردني نتيجة التغييرات والمتمثلة في زيادة تدفقات رؤوس الأموال والثورة التكنولوجية والمعلوماتية والإبتكارات المالية الجديدة التي عرفتها الساحة المالية.

## 2-1- إبتكار نظام جديد للتداول الإلكتروني

كشف رئيس قسم الدراسات وتكنولوجيا المعلومات في الشركة المتحدة للاستثمارات المالية مازن رشيد عن أن الشركة المتحدة للاستثمارات المالية قد أطلقت ولأول مرة خدمة التداول الإلكتروني للأسهم بورصة عمان من خلال موقعها الإلكتروني على شبكة الانترنت وكانت بورصة عمان قد وافقت في وقت سابق على تقديم أربعة شركات عاملة في الوساطة المالية لخدمات التداول الإلكتروني للبورصة، وهي شركة التعاون للاستثمارات المالية، والشركة المتحدة

للاستثمارات وشركة البلاد للأوراق المالية وشركة التفوق للاستثمارات ومن أهم المميزات التي يمنحها نظام التداول الإلكتروني والتكنولوجي لبورصة عمان مايلي: (41) (محمد خطيب، 2010)

- توفير الوقت من خلال القيام بعمليات التداول عبر الانترنت.
- سهولة الاستخدام في التداول الخاص بالعميل في كشف المقاصة والمحافظة وتعرف على الوضع المالي وطاقة الشراء وسرعة التنزيل والأمر بشكل مباشر والاطلاع على كشف المقاصة في نفس اليوم.
- كما تبرز أهمية التداول الإلكتروني من قبل البنوك والمؤسسات المالية التي ترغب الاستفادة من " التوريق" وهذا خلال منح قروض والتسهيلات الائتمانية. (42) (إياد عبد الفتاح، 2012)
- التداول الإلكتروني سيمكن الشركات وحتى المستثمرين من تنويع خطوط إنتاجها فقد يتحول السوق إلى الاستثمار بالأدوات المالية الأكثر تطورا مثل الخيارات ومستقبليات
- التداول الإلكتروني يقضى وجود نماذج خاصة لتحسين عملية التداول من حيث زيادة السرعة والثقة في عملية التداول، كما أن وجود رسوم خاصة على عملية التداول لصالح البورصات سيعطيها المزيد من الاستقلالية ويوفر لها الإيرادات المالية.

وتسعى الجهات المسؤولة عن السوق المالي الأردني إلى تكثيف التعامل والتداول الإلكتروني والاستفادة من تطور التكنولوجيا لإعطاء قدرة كبيرة لسوق المالي من أجل التفاعل والمشاركة الفعالة مع الأسواق المالية الأخرى وازدياد الترابط المالي.

## 2-2- تنامي حجم تدفقات رؤوس الأموال

بدأت المملكة الأردنية الهاشمية شأنها شأن دول شرق الأوسط باتخاذ إجراءات جديّة لتحرير اقتصادها، حيث اتبعت أسلوب بناء مناطق حرة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة ولكن تبقى نجاحاتها في هذا المجال متأخرة نسبيا بالمقارنة مع دول أخرى في المنطقة.

وأشار تقرير لمؤتمر الأمم المتحدة لتجارة والتنمية (يونكتاد) بأن قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي اجتذبتها الأردن في 2007 فاقت قيمتها 3 مليون دولار أمريكي وهو ما يشكل زيادة نسبتها 100%، قد تبدو هذه الزيادة جيدة لكن لازالت أقل بكثير من المبالغ التي جذبتها، المملكة السعودية) بلغت الاستثمارات الأجنبية فيها 18 بليون دولار والإمارات 8.4 بليون دولار).

و رغم أن الأردن يطبق مجموعة من الاستراتيجيات التنموية الاقتصادية التي تهدف إلى تشجيع التنمية الاقتصادية، فإنه مازالت أمام هذا البلد مسيرة طويلة ينبغي عليه أن يقطعها (43) (أحمد مصطفى عبد الحق، 2007، ص 11)

أما فيما يخص التدفقات الأجنبية الغير المباشرة فالأردن اتخذت مجموعة من الإجراءات والتشريعات المؤثرة على سوق رأس المال ومن أهمها:

- أصدرت الحكومة وعدلت عددا من التشريعات الهامة ذات العلاقة المؤثرة على سوق رأس المال.
- إلغاء القيود وسقوف تملك غير الأردنيين في القطاعات المختلفة فيما عدى النشاط المحدود.
- إلغاء القيود على قابلية تحويل الدينار وحركة العملات الأجنبية بحيث أصبحت حركة رأس المال وعوائده غير خاضعة للقيود سواء كان ذلك للأردنيين أو غيرهم.
- إلغاء الضريبة على إجراءات الرسملة لشركات المساهمة العامة والضريبة على أرباح الأسهم الغير الموزعة.
- توقيع اتفاقيتي التجارة الحرة مع الولايات المتحدة والانضمام إلى منطقة التجارة العالمية الأمريكية والشراكة مع الإتحاد الأوروبي.
- الخصوصية حيث ساهمت هيئة الأوراق المالية بالترويج والتأكيد على أهمية الخصوصية والمزايا الايجابية التي تحققها من خلال البورصة وقد تم تحويل ملكية عددا من الشركات الحكومية والأسهم إلى بعض الشركات في القطاع الخاص.

وتعمل المملكة الأردنية على الاستمرار في تطوير سوق رأس المال من النواحي التشريعية والتنظيمية والتقنية مع أحدث الممارسات والمعايير الدولية ويعزز ثقة المستثمرين فيه ويكون قادر على جذب الاستثمارات المحلية والخارجية ويساهم في تعزيز التنمية الاقتصادية. (44) (أحمد رشدي، 2010)

وتهدف إستراتيجية تشجيع الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية إلى ما يلي: (45) (الجريدة الاقتصادية، 2010)

\* الاستمرار بالنهوض بسوق رأس المال والتشريعات المنظمة له، وعمل مؤسساته بما يعزز قواعد حماية المستثمرين في السوق.

\* تعزيز الرقابة على السوق ومؤسساته والجهات الخاضعة لرقابة الهيئة مع مراعاة الحفاظ على استقلاليتها.

\* تعزيز الكفاءة والشفافية والعدالة في السوق وزيادة عمقه.

\* الاعتماد على المعايير الدولية المنظمة للفاعليات المختلفة في السوق.

\* اعتماد أحدث الأنظمة والبرامج الالكترونية لأعمال الهيئة والبورصة.

كل هذه الجهود للملكة الأردنية من أجل تشجيع وتحفيز الاستثمار المحفظي من شأنه أن يزيد حجم الاستثمارات الأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية والتي من شأنها تطوير وتحسين أداء السوق المالية المحلية.

### 2-3- أثر الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الأردني

كانت بورصة عمان قد تأثرت مثل كل البورصات العربية والعالمية بالأزمة المالية العالمية التي سببت خوف وهلع المستثمرين الذي وجدوا في البيع وتحويل الأسهم إلى نقد الوسيلة المثلى للهروب من هذه الأزمة، وسيطرة حالة الهلع والخوف على المتعاملين في السوق الأردني مع استمرار الأزمة المالية العالمية، ورغم عدم الارتباط المباشر بين البورصة الأردنية والأسواق العالمية إلا أن الحالة النفسية للمتعاملين في السوق والخوف الذي أصابهم من استمرار الانخفاضات القوية في الأسواق العالمية قادمهم للاندفاع بلا وعي للبيع خوفاً من تضرر السوق الأردني من الأزمة.

وقال المدير التنفيذي لبورصة عمان في وقت سابق بأن البورصة الأردنية قد تمكنت خلال عام 2008 من تحقيق مؤشرات ايجابية وذلك على رغم من تداعيات الأزمة لمالية العالمية التي أثرت على كافة الأسواق المالية الدولية ونقلت وكالة الأنباء الأردنية الرسمية أن معظم تأثيرات الأزمة لحد الآن كانت ايجابية، وتمثلت في انخفاض أسعار النفط والمواد الغذائية الأساسية.

ونظراً للارتباط الضعيف لكل من الاقتصاد الأردني وسوقها المالي مع الخارج جاءت تأثيرات الأزمة المالية العالمية غير عنيفة نظر لعدم تطور أسواقها المالية وارتباطها دولياً مع أسواق المال الأخرى التي تعد أكثر تطوراً. (46) (د، خالد الجعفري، 2012)

### 3- أثر التغيرات على منطقة اليورو

باعتبار أسواق المال الأوروبية تدرج ضمن أسواق المال العالمية فهي الأخرى شهدت عدة تطورات أبرزها التأثير الشديد بالأزمة المالية الأخيرة، وهذا ما انعكس على أداء البورصات الأوروبية كما كان له التأثير على اقتصاديات هذه الدول.

### 3-1- تراجع حصة الدول الأوروبية من الاستثمارات الأجنبية

يلعب الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر وغير المباشر دور هام في اقتصاديات مختلف الدول ولقد شهدت الدول الأوروبية استقطاباً لمثل هذا الاستثمار لما له من تأثير على دفع حركة التنمية الاقتصادية حيث كانت حصة الأسد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى أوكرانيا في قطاع الخدمات المالية والقطاع الصناعي 15 مليار دولار أمريكي أي 33.7% من مجموع

الاستثمارات الأجنبية المباشرة واعتبارا من 2011/1/1 كانت قبرص تحوز على 22.2% من مجموع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وألمانيا 15.8% وهولندا مع 10.5% وروسيا 7.6% والنمسا 5.9% وفرنسا 5.3% والمملكة المتحدة 5.1%. (47) (الاتجاهات الحديثة للاستثمار الأجنبي، 2010)

أما صافي الاستثمار الأجنبي الغير المباشر فقد شهد تراجع مذهلا في الآونة الأخيرة وبتحديد بعد الأزمة المالية العالمية حيث تراجع بالنسبة 17.7% بالنسبة لفرنسا و15.5% بالنسبة لألمانيا، و4.5% لمملكة المتحدة ويأتي هذا الإنخفاض والتراجع في ظل ما تحققه الشركات الأوروبية العالمية من تدهور في أدائها، متأثرة بالأزمة المالية العالمية مما انعكس على أدائها وانخفض صافي الاستثمار في المحافظ الاستثمارية في أسواق المال الأوروبية بحوالي مانسبته- 15.12% خلال عام 2010 وهذه النسبة مرجحة لزيادة في ظل ما تعيشه أوروبا في ظل الانخفاض الشديد في قيمة اليورو وكذلك اشتداد أزمة اليونان. (48) (فهد القرقاوي، 2012)

### 3-2-الأزمة اليونانية

إن الأزمة المالية العالمية وما خلفته من آثار على الدول الأوروبية تعد أول اختبار حقيقي لهذا الاتحاد، حيث كشفت عن العديد من العيوب والمشاكل التي أخفتها سنوات النمو والازدهار، ورغم أن ردود الفعل القومية والإقليمية داخل الاتحاد غدت أكثر تنسيقا على مر الزمن، فإنها لا تزال أقل مما يجب ومتأخرة، وهذا ما أثبتته أزمة اليونان.

### 3-2-1-اليونان وانطلاق شرارة الديون الأوروبية:

لقد أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 على استقرار الاقتصاد العالمي، مما أثر بشكل كبير على دول منطقة اليورو، فقد عانت الكثير من البلدان الستة عشر الأعضاء من منطقة اليورو من عجز كبير في الحساب الجاري، واقترن ذلك بنمو ضعيف ونسبة ديون مرتفعة، وتعاني هذه البلدان حاليا من ظروف تمويل أكثر صعوبة وآفاق للنمو أشد سوءا، حيث استفادت العديد من الدول الأوروبية من التكامل المتزايد والتدفقات الوافدة الكبيرة من رأس المال، إلا أن ذلك كان له آثار عكسية حيث أسهمت التدفقات الواردة في ارتفاع مستويات الديون الخارجية وعجز مفرط في الحساب الجاري وزيادة مخاطر الميزانية العمومية، ورغم إشارات التحذير في شكل عجز متزايد في الحساب الجاري والمستويات المرتفعة من الديون العامة إلا أن الأسواق قللت من أهمية هذه المخاطر بالنسبة لبلدان وسط أوروبا وشرقها، و ذلك بحكم عضويتها في الاتحاد الأوروبي إلا أن الأزمة المالية العالمية وتأثيرها كشف الضوء على الفروق بين دول الاتحاد الأوروبي، حيث ارتفعت تكاليف التمويل بالنسبة لكل المقترضين وتقلصت فرص الحصول عليه بصورة حادة.

في ظل هذه الظروف ظهرت أزمة اليونان 2009 وهي أزمة مالية اقتصادية، ظهرت عندما كشفت الحكومة اليونانية المتشكلة حديثاً أن بيانات الميزانية التي نشرتها الحكومة السابقة لم تظهر العجز بحجمه الحقيقي، لذا فقد انتشرت المخاوف في الأسواق المالية بشأن مقدرة اليونان على تدبير الدين اللازم لتمويل العجز في ميزانيتها مما دفع بالأسواق إلى رفع أسعار الفائدة التي تستوجب على اليونان دفعها مقابل الاقتراض وارتفع بالتالي احتمال تعثر اليونان على السداد.

حيث تواجه اليونان تحدياً مزدوجاً، فهي تشهد أزمة حادة في المالية العامة تتسم بمستوى شديد من الارتفاع في العجز والدين العام كما أنها تعاني مشكلة في التنافسية حيث بلغ عجز الميزانية 13.6% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، ووصل الدين العام من إجمالي الناتج المحلي إلى 115% في عام 2009 والملاحظ أن أرقام عجز الموازنة وعجز الحساب الجاري في اليونان هي أعلى بكثير من تلك المسموح بها وفقاً لميثاق الاستقرار والنمو في الاتحاد الأوروبي، إذ يدعوا هذا الأخير لوضع سقف لعجز الميزانية الذي وصل إلى 3% من الناتج المحلي الإجمالي في حين بلغ سقف الديون الخارجية 60% من الناتج المحلي الإجمالي. (49) (رايس حدة، نوي فطيمة الزهرة، 2008، ص ص 5-6)

ويمكن إبراز النمو الفعلي والمتوقع للناتج المحلي الإجمالي والدين والميزان الجاري لليونان من خلال الجدول التالي:

**جدول رقم (25): النمو الفعلي والمتوقع للناتج المحلي الإجمالي والدين والميزان الجاري لليونان (2009-2015)**

| البيان                                     | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| النمو الفعلي للناتج المحلي الإجمالي (%)    | 2.0- | 4.0- | 2.6- | 1.1  | 2.1  | 2.1  | 2.7  |
| إجمالي الدين (%) من الناتج المحلي الإجمالي | 115  | 133  | 145  | 149  | 149  | 146  | 140  |
| ميزان الحساب الجاري (%)                    | 8.6- | 2.4- | 0.9- | 1.0  | 3.1  | 5.9  | 6.0  |

**المصدر:** مركز البحوث والدراسات، التقرير الاقتصادي، الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية، عن الموقع: [www.riyadhchamber.com/report2011.doc](http://www.riyadhchamber.com/report2011.doc)

وتشير بيانات الجدول أعلاه أن حجم الدين الحكومي لليونان قد وصل إلى 115% من الناتج المحلي الإجمالي لها، وتشير توقعات صندوق النقد الدولي أن تلك النسبة ستقترب من 150% بحلول عام 2012 وتشير النتائج ببداية تخطي الأزمة ونمو الناتج المحلي وانخفاض حجم الدين وزيادة التوازن في الحسابات الجارية في اليونان بحلول عام 2014، غير أنه في الوقت



الحالي نظرا لتزايد المخاوف وعلى الرغم من إعلان البنك المركزي الأوروبي بأنه سيقوم بشراء السندات اليونانية والإيطالية إلا أن حالة الخوف والقلق مازالت تجتاح الأسواق المالية العالمية.

### 3-2-2- أسباب الأزمة اليونانية:

يرى العديد من الباحثين في الاقتصاد أن للأزمة اليونانية جذور تاريخية تعود إلى عصر الثورة الصناعية الأوروبية في الوقت الذي كانت فيه الدول الأوروبية الكبرى تعمل على بناء اقتصاداتها بالاعتماد على موارد من مستعمراتها، خلال هذه الفترة لم تحظى الدول الصغرى كاليونان وإسبانيا والبرتغال إلا على مساعدات تخدم مصالح الدول الكبرى إذ وجه الاهتمام فقط للتجارة بما يخدم صناعات الدول الكبرى، وعلى هذا الأساس يمثل قطاع الخدمات بالاقتصاد اليوناني 75.5% من الناتج المحلي الإجمالي والنسبة الأقل للقطاع الحقيقي. ويمكن إبراز أهم أسباب الأزمة اليونانية فيما يلي: (50) (برهوم أسماء، 2012، ص ص 3-4)

#### ❖ الأسباب الداخلية:

- أصل الأزمة اليونانية يعود إلى 25 سنة مضت منذ أن أطلق العنان للمصارف وجعلت الاستدانة سهلة بغض النظر عن الضمانات التي تكفل الديون.
- الحكومة اليونانية السابقة زيفت الحسابات القومية وأخفت عجزها المالي خاصة خلال محاولتها الانضمام للاتحاد الأوروبي.
- اليونان كان فيها هيكلية في بنيتها الاقتصادية وخاصة أن الحكومة الحالية حكومة ذات ممارسات اشتراكية، إذ بلغت كثيرا في الإنفاق الحكومي وقدمت الكثير من الدعم لقطاع الخدمات مما قلل من إمكانية التنافس في الاقتصاد اليوناني.
- التهرب الضريبي الذي حرم الخزينة اليونانية ما يقارب 20 مليار يورو سنويا.
- التوسع في الإنفاق الحكومي خاصة فيما يتعلق بالأجور والمعاشات.
- تضخيم برامج الإنفاق الاجتماعي بأكثر مما تسمح به ظروف الاقتصاد اليوناني.

#### ❖ الأسباب الخارجية:

- إقدام البنك الأمريكي غولدمان ساكس على مساعدة اليونان لإخفاء حجم ديونها الحقيقية كي تتمكن من تلبية شروط الانضمام لمنطقة اليورو.
- عدم الاستقرار في أسواق الديون اليونانية وغيرها من الأسواق المالية، زاد من تداول المشتقات الأخرى والمعروفة باسم مقايضة العجز عن سداد القروض.

- تعامل الشارع الألماني مع الأزمة اليونانية على أنها أزمة داخلية وعلى اليونان حل مشاكلها لوحدها.

### 3-2-3- الأزمة اليونانية وتداعياتها على أسواق المال:

بعد أن اقترب الاقتصاد العالمي من خط التعافي بعد رحلة عصبية دخلت فيها أكبر الاقتصاديات العالمية في الركود وتأثر بها الاقتصاد العالمي ككل بلا استثناء والتي كانت بسبب انفجار أزمة الرهونات العقارية في الولايات المتحدة، هبت علينا مؤخرا أزمة الديون السيادية في اليونان بعد أن عجزت الحكومة عن تمويل العجز في الميزانية لتنفجر الشرارة الأولى في منطقة اليورو لتظهر أن العديد من الدول منها تعاني من نفس المشكل وتعاني من ارتفاع معدلات البطالة وضعف الإنتاجية، وارتفاع المديونية.

حيث بدأت آثار أزمة الديون في اليونان تظهر على الشعب اليوناني من خلال تراجع الإنتاجية وانهيار البيئة التحتية لعمليات الإنتاج والاتجاه إلى الاستيراد لسد الطلب إلى جانب تراجع قطاعات الصناعات التحويلية ومع ارتفاع معدلات البطالة وارتفاع التضخم وأيضا اتجاه أفراد القطاع العائلي في اليونان إلى الاقتراض من البنوك للحفاظ على مستوى المعيشة والذي كان من المستحيل أن يظل في الوضع الاقتصادي المتدهور، ومع اندلاع أزمة الرهونات العقارية في الولايات المتحدة والتي راح ضحيتها أكبر البنوك الاستثمارية والمؤسسات المالية، فقد وصل إجمالي الديون اليونانية إلى 300 مليار يورو تقريبا في الوقت الذي لم تجد فيه سياسة التقشف التي اتبعتها الحكومة نفعا.

وشهدت أسواق المال الدولية هبوطا حادا وسط بوادر على أن آثار أزمة الديون قد تمتد إلى اقتصاديات كبرى في منطقة اليورو، وتهدد أزمة اليونان وعجزها عن تسديد ديونها دول المنطقة ككل، كما أنها بدأت تستحوذ على اهتمام قادة العالم أجمع وتلقي بظلالها على جميع الأسواق المال.

### 3-2-3-1- تداعيات أزمة اليونان على أسواق المال الأوروبية

شهدت الأسواق المالية الأوروبية إدى مستويات إغلاق في 6 أشهر مسجلة أكبر انخفاض أسبوعي منذ نوفمبر 2008 مع تضررها من تصاعد مخاوف بشأن مشاكل الدين السيادي في منطقة اليورو.

وأغلق مؤشر "يورو فرست 300" لأسهم شركات الكبرى في أوروبا منخفضا ب 37.34 نقطة أي بنسبة 3.71% إلى 969.32 نقطة بعد أن سجل في وقت سابق من الجلسة أدنى مستوى له أثناء التعاملات في 8 أشهر ومنهيا الأسبوع بخسائر قدرها 8.75%.

وتراجعت أسهم البنوك عن مكاسبها التي سجلتها في وقت سابق لتصبح أسوأ القطاعات أداءً، وهبط أسهم "بي إن بي" في نطاق بين 5.5 و 7.8 موسعة خسائر مؤشر القطاع المصرفي في "باريبا" و "باركليز" و "يوسيتيه جينيرال" إلى 16% عن مستواه في بداية العام 2011.

وفي لندن هبط مؤشر "فوتسي" لأسهم 100 شركة بنسبة 2.62% أما في فرانكفورت فقد هبط مؤشر "داكس" بنسبة 3.27% ليتغلق على 5715 نقطة، بينما انخفض سوق موسكو بأكثر من 5% وسجلت أسواق دول شمال أوروبا خسائر تراوحت بين 2.87 و 4.1% (51). (توفيق علي، 2010، ص2)

### 3-2-3-2- تداعيات أزمة اليونان على أسواق المال الآسيوية

شهدت بورصات آسيا بدورها أيام عصبية إثر المخاوف من انتقال الأزمة اليونانية إلى دول أخرى فقد شهدت أعظم البورصات الآسيوية تراجعاً في أدائها متأثرة بذلك بأزمة الديون السيادية لليونان فقد شهدت بورصة طوكيو إغلاق مؤشر نيكاي بتراجع بلغ 2.57% ليتراجع مجدداً دون عتبة 11 ألف نقطة للمرة الأولى منذ 3 أيام.

وفي هونغ كونغ خسر مؤشر "هانغ سينغ" 1.26% في منتصف جلسة المداولات خلال 2012، فيما تراجعت بورصة سيول 0.89% وقد خسر مؤشر ستريتس تايمز في سنغافورة 1.38% فيما تراجع مؤشر ستنيكس في بومباي 0.75% ومؤشر شنغهاي 0.42% (52). (أزمة اليونان تلقى بضلالها على الأسواق الآسيوية، 2010)

### 3-3-2-3- تداعيات أزمة اليونان على أسواق المال الأمريكية

شهدت الأسواق المال الأمريكية تأثراً كبيراً و ملحوظاً بأزمة الديون التي شهدتها اليونان و أوروبا فقد شهدت أغلب مؤشرات انخفاضا، فعلى غرار مؤشر "داوجونز" الذي أغلق متراجعا ب 1.33% إلى 10380.43 نقطة وفقد "ستاندر آندبورز" المرجعي 1.53% إلى 1110.88 نقطة.

وخسر "ناسداك" المجمع 2.33% إلى 2265.64 نقطة وانعكس التوتر في السوق في مؤشر التذبذب "فيكس" المسمى أحيانا "مؤشر الخوف" فقفز ب 28.5% خلال الجلسة قبل أن ينخفض إلى 28.85%.

### خلاصة

من خلال دراستنا لأثر تغيرات أسواق المال الدولية وإسقاط الضوء على كل من أسواق المال السعودية، الأردن وأسواق المال لمنطقة اليورو نجد أن كل منها تأثر بشكل كبير بتغيرات العالمية الحادثة على الساحة الاقتصادية، وهذا ما ترجمته البيانات وتحليلات التي أبرزت حجم التداول وكذلك وضعية القطاعات داخل السوق المالي في الفترات المعنية بالتحليل.

ولقد كانت درجة التأثير متفاوتة من حيث الاستفادة من التطور التكنولوجي أو حجم رؤوس الأموال المتدفقة، وكذلك شدة تأثرها بالأزمات المالية.

هوامش الفصل الثالث:

- (1)، (3)، (5)، (6) – المملكة العربية السعودية-نبذة اقتصادية-، 14 أبريل 2012، عن الموقع:  
[www.gulfbase.com/ar/GCC/Index/1](http://www.gulfbase.com/ar/GCC/Index/1)
- (2)، (4)-صحيفة الحياة السعودية، توقعات الاقتصاد السعودي خلال 2012: تباطؤ النمو ... وهبوط التضخم، 1 جانفي 2012، عن الموقع:  
[www.ksa.daralhayat.com/ksaarticle/345687](http://www.ksa.daralhayat.com/ksaarticle/345687)
- (7)-اقتصاديات دول الخليج، سوق الأسهم السعودي، 6 أبريل 2012، عن الموقع:  
<http://www.gulfbase.com/ar/GCC/index/1?t=3>
- (8)-سوق الأسهم السعودية، 2012، عن الموقع:  
<http://www.tadawul.Com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04.?=12>
- (9)-جريدة العرب الدولية- الشرق الأوسط- 2012، عن الموقع:  
<http://www.aawsat.Com./details.asp?section=6>
- (10)- هيئة السوق المالية السعودية، 2012، عن الموقع:  
<http://www.cma.org.sa/ar/page/home.aspx>
- (11)، (15) -ابراهيم الشنطي، التضخم يشكل خطر على الاقتصاد الأردني، جانفي 2009، عن الموقع:  
<http://stocksexperts.net/showthread.php?t=21521>
- (12)، (18) -حيدر القماز، طوقان: عجوزات الموازنة العامة وصلت إلى حدود غير آمنة، 2012/1/10، عن الموقع:  
<http://www.albaladnews.net/more-33295-21->

(13)، (20)- فايق حجازين، 2012، عن الموقع:

[http://www.menafn.com/menafn/arabic/qn\\_news\\_story\\_s.aspx?storyid=1093504548](http://www.menafn.com/menafn/arabic/qn_news_story_s.aspx?storyid=1093504548)

(14)، (16)، (19) زياد فريز، خطاب مشروع قانون الموازنة العامة لعام 2007-المملكة الهاشمية الأردنية، 2006، عن الموقع:

<http://www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=1768>

(17)-السوسنة صحيفة حرة مستقلة، توقع ارتفاع عجز الموازنة في الأردن لـ 600% نهاية العام، 2009/9/6، عن الموقع:

<http://assawsana.com/portal/pages.php?newsid=5339>

(21)، (22)- زاهرة بن عامر، قاعدة بيانات الأسواق المالية، جوان 2010، عن الموقع:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=549>

(23)، (24) -مركز البحوث و الدراسات، التقرير الاقتصادي -الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية و الاوروبية -، اصدار سنوي، العدد 19 لعام 2011، جانفي 2012، عن الموقع:

[www.riyadhchamber.com/report2011.doc](http://www.riyadhchamber.com/report2011.doc)

(25)-شريف سيوفي، سوق الاوراق المالية -بورصة الأوراق المالية -، 2007/5/30، عن الموقع :

<http://sherif.yoo7.com/t39-topic>

(26) - وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، 2009

(27)، (28) - منتدى وادي العرب الجزائري، بورصة الأوراق المالية، 2011/02/28، عن الموقع:

<http://www.wadilarab.Com/T11224-copic>

(29) -صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 52، الربع الرابع 2007، عن الموقع:

[http://www.amF.org.ae/sites/default/eco/amdb/bulletin/ar/4th % quatre % 2007pdf](http://www.amF.org.ae/sites/default/eco/amdb/bulletin/ar/4th%20%202007pdf)

(30) -مركز بخت للاستثمارات المالية، إعطاء القطاع الخاص دوره في تطوير أسواق المال في دول الخليج العربي: أحد الحلول الأساسية لمشكلة الاعتماد على النفط، 1999، عن الموقع:

<http://www.bfsaudi.com/year.1999.pvstsectrole.aspx>

(31)-تقرير أداء السوق المالية السعودية، 2007، عن الموقع:

<http://www.Tadawul.co.sa /static/pages/ar/publication/pd/ nonth report 2007-8. pdf>.

(32)، (35) -مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، سوق الأسهم السعودي 20 عام، العدد الثاني عشر، ربيع 2005.

(33)- بحوث كامكو، تقرير عن أداء أسواق الاسهم العربية و العالمية منذ بداية 2011 في ظل التطورات السياسية و أزمة الديون الأوروبية و تباطئ النمو الاقتصادي العالمي، 2011/6/16، عن الموقع :

<http://www.kamconline.com/newsdetails.aspx?newsid=43982dlanguage=ar>

(34) - نقودي.كوم ، هبوط البورصات الأوروبية للأسبوع السادس على التوالي، 2011/06/14، عن الموقع:

<http://www.Mugudy.com>

(36)- عبد الرحمان سليمان، ضبط معايير وتنظيم المعاملات، مجلة تداول الأسهم السعودي، العدد الثالث، 2003.

(37)-أحمد منير، الاستثمار الاجنبي المباشر في سوق الاسهم السعودي، 21 أبريل 2012، عن الموقع:

<http://www.aleq.com/2012/4/21/article.html>

(38) -محمد الهاللي، توقع ارتفاع حجم الاستثمارات الأجنبية، 2000، عن الموقع:

[http://www.aleqt.com/2009/09/19/article\\_276700.html](http://www.aleqt.com/2009/09/19/article_276700.html)

(39)-تقارير اقتصادية، زلزال الأزمة المالية العالمية وسوق الأسهم السعودية، 2011، عن الموقع:

[www.alqtqt.com/2008/10/14/article](http://www.alqtqt.com/2008/10/14/article)

(40)- جريدة الرياض، توقع تأثير محدود للأزمة على السعودية، 2008، عن الموقع:

[www.elaph.com/web/economic/2008/10/37410/com](http://www.elaph.com/web/economic/2008/10/37410/com)

(41)- محمد الخطيب، المتحدة تطلق خدمة التداول الالكتروني لأسهم بورصة عمان، 2010، عن الموقع:

<http://www.ammennet.net/?P=64125>

(42)- إيداد عبد الفتاح، التداول الإلكتروني في بورصة الأردن، 2013، عن الموقع:

[www.Jalal.Com/index.php?module=participations](http://www.Jalal.Com/index.php?module=participations)

(43)- أحمد مصطفى عبد الحق، استراتيجيات الاستثمار الأجنبية، 2012/4/15، عن الموقع:

[www.jsc.gov.jo/public/arabic.aspx?site-id=28](http://www.jsc.gov.jo/public/arabic.aspx?site-id=28)

(44)- أحمد رشدي، 2010، عن الموقع:

[www.ankawa.com/fourum/index.php?topic](http://www.ankawa.com/fourum/index.php?topic).

(45)- الجريدة الاقتصادية، استراتيجيات تنمية الاستثمارات الأجنبية في الأردن، عن الموقع:

[http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Site\\_ID=2&Page\\_ID=859&Lang=1&Menu\\_ID2=12](http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Site_ID=2&Page_ID=859&Lang=1&Menu_ID2=12)

(46)- د، خالد الجعفاري، الوجه الآخر لآثار الأزمة المالية على الأردن، 2010، عن الموقع:

[http://www.ejjbed.com/viewArticle.php?id=1078&auth\\_id=10](http://www.ejjbed.com/viewArticle.php?id=1078&auth_id=10)

(47)- المنتدى الاقتصادي، الاتجاهات الحديثة للاستثمار الأجنبي، 2010، عن الموقع:

<http://www.alikdisadya.fr.httsi.cool.pr.d3385/6>

(48)- فهد القرقاوي، الاستثمار الأجنبي، 2012، عن الموقع:

[www.am.einfo.Com/ar-2261130.html](http://www.am.einfo.Com/ar-2261130.html)

(49)- رابيس حدة، نوي فطيمة الزهرة، أزمة اليونان هل تعيق فكرة توسيع الاتحاد الأوروبي و تعميقه؟ 2008، عن الموقع:

[www.bensaidamne.polasit.com](http://www.bensaidamne.polasit.com)

(50)- برهوم أسماء، أزمة اليونان، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات - واقع الأزمات المالية... الأسباب التداعيات و الحلول-، جامعة باجي مختار، عنابة، يومي 26، 27 فيفري 2012.

(51)- توفيق علي، أزمة اليونان تصيب الأسواق بالهلع خلال أسبوع أسود، 2010 عن الموقع:

<http://alroya.com/node/74407>



(52)- أحمد أبو موسى، أزمة اليونان تلقي بضلالها على أسواق المال الآسيوية، عن الموقع :

<http://www.france24.com/ar/20100428-greek-crisis-hits-asian-markets-debt-euro-dollar>

## خاتمة:

من خلال دراستنا تم التوصل إلى أن أسواق المال الدولية لعبت دورا هاما في اقتصاديات مختلف الدول كونها إحدى الأدوات المستخدمة في تمويل الأنشطة و العمليات الدولية و أداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية ولا يشترط في هذه الأسواق وجود مكان محدد ووحيد لها بل هي عبارة عن مراكز مالية مرتبطة فيما بينها بشبكة معقدة من وسائل الاتصال المتطورة فهي تمثل ذلك الحيز الذي يتم من خلاله مبادلة وتداول الاصول النقدية والمالية ذات البعد الدولي، سواء كانت طويلة الأجل كالأسهم والسندات الدولية أو قصيرة الأجل كالأوراق التجارية الأوروبية أو حتى في شكل أصول بنكية كالودائع والقروض بالعملات الأجنبية، ولقد عرفت تلك الأسواق تطورات هائلة بفعل مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد العالمي كتزايد وتيرة التحرير المالي، اتساع تأثير الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، وتنامي الاعتماد على الهندسة المالية في استحداث أدوات مالية جديدة، الأمر الذي أدى إلى تغيرات هيكلية في تقسيمات الأسواق واستحداث أسواق جديدة وتطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية والتناقص فتتوعدت نتيجة لذلك تقنيات التمويل الدولية، وتعددت المنتجات المالية وتزايد حجم التعامل عليها هذا من جهة، ومن جهة أخرى توالى الأزمات المالية في ظل هذه التغيرات وزادت سرعة انتشارها بسبب ترابطية الأسواق والأنظمة المالية، مما أدى إلى هشاشة النظام وقابلية سقوطه و خطورة حدوث الانهيارات المالية وتعد الأزمات المالية العالمية خير مثال على سرعة انتقال عدوى الأزمة من سوق مالي إلى أسواق مالية أخرى.

إن كل هذه الأحداث و التطورات التي شهدتها الساحة الاقتصادية عامة والمالية خاصة، استدعى دول العالم المختلفة لبدل جهود مكثفة لتواكب هذه التغيرات حتى تستفيد من أثارها الايجابية .

وباعتبار الأسواق المالية العربية ليست في منى عن هذه التغيرات فهي الأخرى استفادت من هذه التطورات، حيث ما فتئت تدخل تعديلات هيكلية وتنظيمية وتكنولوجية على بورصاتها لترفع من أدائها وآليات عملها حتى تصبح أكثر قدرة على جذب المستثمرين الأجانب ومنه الارتقاء إلى مستوى الأسواق المالية الدولية

وبالرجوع إلى النموذجين السعودي والأردني نجد أنهما وبالرغم من المقومات والعوامل البارزة الذي يحضى بهما اقتصاديهما -خاصة المملكة العربية السعودية- بالإضافة إلى الخبرة الطويلة لسوقيهما المالي إلا أنهما ليزالان بعيدان عن حلقة الاقتصاد الدولي من ناحية التعاملات المالية وتدفقات رؤوس الأموال -خاصة الأردن- لأنه لا يتوفر بعد على كل الإمكانيات التي تمكنه من تحقيق مبدأ التنافسية بقوة و جدارة.

وهذا الوضع لا يخص المملكة العربية السعودية والمملكة الأردنية فحسب و إنما يخص كافة الدول العربية التي عليها الآن البحث عن البدائل الممكنة لإيجاد موقع ومكانة لها في خضم التغيرات الاقتصادية

ويعود السبب الرئيسي لاختيار هادين النموذجين باعتبارهما من أهم الأسواق العربية النشطة التي لها علاقة بالاقتصاد الدولي من ناحية الملكية الأجنبية في السوق المالية الدولية، ولهذا الغرض استبعد الآخذ بالجزائر كنموذج لأنه بعيد جدا عن أسواق المال الدولية وحتى الأزمة المالية العالمية لم تؤثر على الاقتصاد المالي الجزائري من حيث المركز المالي للبورصة، بل أثرت من ناحية الاقتصاد الحقيقي خاصة على ميزان المدفوعات فيما يخص عائدات البترول باعتبار الجزائر ذات اقتصاد ريعي لم تحقق النمو خارج قطاع المحروقات حتى الآن.

### الإجابة عن الفرضيات:

بالنسبة للفرضيات تم الوصول إلى ما يلي :

- تأكيد الفرضية الأولى حيث تتسم أسواق المال الدولية بحركية كبيرة في التعامل نتيجة لزيادة التكامل بينها وتطور الربط التكنولوجي بين البورصات على المستوى العالمي، كل هذه العوامل ساعدت بشكل كبير في زيادة التعاملات المالية في هذه الأسواق.

- نفي الفرضية الثانية، حيث أن الأسواق المالية الدولية تأثرت بشكل ايجابي بالتطورات الحاصلة على الساحة الاقتصادية العالمية إلا أنها في نفس الوقت تأثرت بشكل سلبي من خلال الهزات العنيفة التي تتعرض لها جراء الأزمات المالية.

تأكيد الفرضية الثالثة حيث أن الأزمة المالية العالمية 2008، لم تؤثر على الأسواق المالية العربية بشكل كبير نتيجة للارتباط الضعيف لأسواقها المالية مع نظيرتها الدولية، إذ تظهر تأثيرات الأزمة وانعكاساتها بشكل كبير على الاقتصاد الحقيقي لهذه الدول.

### الاستنتاجات:

\* إن عولمة النشاط الاقتصادي بصفة عامة و النشاط المالي بصفة خاصة بفضل التقدم التكنولوجي ووسائل الاتصالات والمعلومات وسهولة انتقال رؤوس الأموال وانسيابية السلع و الخدمات، وعولمة النشاط الإنتاجي وتكامله من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة، يمارس دورا سلبيا يتمثل في سرعة انتشار الأزمات الاقتصادية وامتداد أثارها السلبية إلى معظم دول العالم -بنظر إلى الأزمة المالية الأخيرة- لكنها تمارس من جهة أخرى دورا ايجابيا على مستويات النمو الاقتصادي و تدفق الاستثمارات.

\* وجود تأثيرات متبادلة و متزايدة بين الأسواق المالية الدولية و ذلك بسبب التغيرات الاقتصادية العالمية المتمثلة في حرية انتقال السلع و الخدمات و انسياب التدفقات الرأسمالية و التقنية ووجود شبكات إنتاج عالمية ووحدة أسواق المال الدولية وقد جاءت هذه التغيرات مصحوبة بإزالة للحواجز الجغرافية بين دول العالم.

\* تغير خريطة العالم الاقتصادية تغيرا جذريا مع مجيء التحرير بشقيه التجاري والمالي وإلغاء الضوابط على الأنشطة الاقتصادية و التطور السريع في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات.

\* تتأثر أسواق رأس المال الدولية بالتغيرات و الأحداث التي تتم في الاقتصاد العالمي بدرجات تختلف وفق درجات الارتباط و التكامل بين تلك الأسواق، كما تختلف أيضا فيما بين الأسواق المتقدمة و الأسواق الصاعدة.

\* مع تقرير حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود الدولية، ازدادت حركة رؤوس الأموال بصورة عجيبة في العقدين الماضيين وزادت من ثمة علاقات الترابط والاتصال زيادة لا سابق لها في التاريخ، وعلى ضوء التخلي عن القيود و ثورة الاتصالات والمعلومات ومع الاستخدام الموسع للابتكارات المالية الجديدة تحولت حركة رؤوس الأموال بين تلك الأسواق إلى حركة هائلة يصعب السيطرة عليها وأصبح من الصعب تجنب ما ينتج عن تلك الحركة من آثار على الأسواق المالية الدولية.

\* لقد ارتبط تطوير أسواق المال الدولية بالتطور الاقتصادي و بالتطور في مستوى التكنولوجيا التي أدت إلى قيام أسواق المال بتقديم مجموعة من الأدوات و الوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين، وهذا يوضح بجلاء أن هناك فجوة كبيرة بين الأسواق المالية في النشأة والأسواق المعاصرة من حيث الأدوات، الميكانيزمات، التقنيات.

\* لولا التقدم الهائل في ثورة الاتصالات والمعلومات والتكنولوجيا وما جاءت به من تطور في تقنيات الاتصالات والبرمجيات والأقمار الصناعية والتحويلات الالكترونية ذات السرعة العالية لما أمكن للأسواق المالية الدولية أن تعمل كسوق مالي واحد ولما وجد مفهوم للسوق المالي الدولي.

\* يرجع السبب في سرعة انتشار الأزمات المالية في أسواق المال الدولية إلى ترابطية الأسواق والأنظمة المالية.

أما على المستوى التطبيقي فقد تم التوصل إلى الاستنتاجات التالية:

\* لقد اتضح أن أسواق المال العربية بصفة عامة و سوق الأسهم السعودي بصفة خاصة قد تأثر بالمتغيرات الاقتصادية العالمية ويظهر ذلك من خلال المزايا الجيدة التي تميز بها السوق كالتداول عن طريق التسوية الفورية للصفقات والتنظيم الجيد وإدخال نظام التداول الآلي الذي يتمتع بخواص تمكن من إجراء التسويات في اليوم نفسه، إلا أن سوق الأسهم السعودي لا يعكس الإمكانيات الهائلة المتاحة للاقتصاد وعلى الرغم من ذلك فهناك عدد من المؤشرات الايجابية التي تؤهل السوق السعودي ليكون احد الأسواق الرائدة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

\* إضافة إلى إدخال نظام التداول الآلي لبورصة عمان وما قدمه من مزايا عديدة، تسعى الجهات المسؤولة عن السوق المالي الأردني إلى تكثيف التعامل والتداول والاستفادة من التطور التكنولوجي هذا من جهة ومن جهة أخرى إعادة تنظيم السوق من خلال إلغاء القيود و سقوف تملك غير الأردنيين في القطاعات المختلفة وذلك لتشجيع وجذب الاستثمارات الأجنبية

\* إن أكبر تأثير شهدته الأسواق المالية في منطقة اليورو في الوقت الراهن، هي أزمة الديون اليونانية و التي كان لها تأثير سلبي على أداء الأسواق المالية الأوروبية من ناحية ومن ناحية أخرى على الاقتصاد الحقيقي حيث تراجعت معدلات النمو مع ارتفاع في معدلات التضخم.

### التوصيات:

هناك مجموعة من التوصيات التي يمكن الأخذ بها في أسواق المال العربية بصفة عامة و السوقين السعودي والأردني بصفة خاصة و هي:

\* إصلاح و تطوير أسواقها المالية وفق المعايير المناسبة لتتمكن من مسايرة التطورات التي عاشتها مثيلاتها في الدول المتقدمة، و ذلك بأن تستفيد من الاندماج في النظام المالي العالمي وان تؤدي وظيفتها على أكمل وجه بتخصيص رؤوس الأموال المتاحة تخصيصاً كفوياً.

\* وضع آليات لتسهيل دخول المؤسسات إلى البورصة و الأسواق المالية للاستفادة من الادخار المحلي والعالمي.

\* الاعتماد على تدعيم التمويل المباشر لأنه يجعل المؤسسات أكثر استقرار و الأسواق المالية أكثر سيولة، وهذا لإحداث التكامل مع أسواق المال الدولية.

\* وضع قواعد ثابتة تحكم المعاملات المالية الدولية بهدف تحقيق الاستثمار المالي.

\* تنشيط الاتصالات وتبادل المعلومات بين الأسواق المالية العربية وتبادل الخبرات والمعارف والتنسيق في المواقف المالية.

\* توحيد التشريعات القانونية والتنظيمية الحاكمة للأسواق المالية و لإجراءات التداول وعمليات البيع والشراء وحدود الملكية المسموح بها.

\* عدم السماح لأي رأس مال أجنبي بالاستثمار إلا وفق شروط معينة واستثمار الفوائض المالية في الأسواق المالية العربية.

\* الاستفادة من التقنيات الحديثة لتطوير النشاط المالي .

## قائمة المراجع

### • المراجع باللغة العربية:

#### I-الكتب:

- 1- إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 2- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
- 3- أحمد عبد الرحمن أحمد، إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ، ط2، مصر، 2001.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن 2010.
- 5- أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
- 6- بدر فاروق، نظرة عامة عن الأسواق المالية، دار فاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
- 7- بلعوز بن علي محمدي، الطيب محمد، دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
- 8- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 9- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 10- جلال إبراهيم العبد، محمد صالح الحناوي، بورصة الأوراق مالية بين النظرية والتطبيق، مصر، 2002.
- 11- جميل السرمد كوكب، الاتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، الحامد انشر والتوزيع بغداد، 2001.
- 12- حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 13- حسين نبي هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان 2002.
- 14- حمد فواز الدليمي، أحمد يوسف دودين، إدارة الأزمات الدولية المالية والاقتصادية، دار جليس الزمان، الأردن، 2011.
- 15- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار معتز للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 16- رسمية قرياقص، أسواق المال- أسواق رأس المال-، مؤسسة الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 17- رياض حسن، عولمة المال، دار الفرابي، لبنان، 2001.

- 18- زكرياء سلامة عيسى سنطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار نفائس لنشر وتوزيع، الأردن، 2009.
- 19- سمير رضوان عبد الحميد حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، 2005.
- 20- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 21- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010.
- 22- شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 23- صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم، عالم الكتب، مصر، 2003.
- 24- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003.
- 25- ضياء مجيد، البورصات، مؤسسات شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
- 26- طارق عبد العال، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 27- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 28- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم-عدوى الأزمات المالية-، دار الفكر الجامعي، مصر، 2003.
- 29- عبد الغفار الحنفي، رسمية قرياقص، الأسواق المالية والنقدية، دار النشر الجامعية، مصر، 2001.
- 30- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، دار النشر الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 31- عبد المجيد المهيملي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ لطباعة ونشر وتوزيع، الأردن ، 2006.
- 32- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 33- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.
- 34- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 35- عمر يوسف عبد الله عابنة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011.
- 36- غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
- 37- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
- 38- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، دار الجدار للكتاب العالمي، الأردن، 2005.
- 39- فيصل محمد أحمد الكندري، الأزمة المالية العالمية، وانعكاساتها على قطاع الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010.

- 40- محمد إبراهيم منصور، العولمة وتداعياتها على الوطن العربي، سلسلة كتب المستقبل، بيروت، 2004.
- 41- محمد العربي ساركر، محاضرات في الاقتصاد الكلي، دار الفجر لنشر وتوزيع، مصر، 2006.
- 42- محمد سرور، إدارة الأزمات-المشكلات الاقتصادية والمالية والإدارية-، دار البداية، عمان، 2010.
- 43- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1997.
- 44- محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية- البورصة والبنوك التجارية- طبع ونشر وتوزيع الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 45- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، المكتب العربي الحديث، مصر، 2006.
- 46- محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية: قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 47- محمود عبد الفضيل، العرب والتجربة الآسيوية-الدروس المستفادة-، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 2001.
- 48- محي محمد سعيد، ظاهرة العولمة- الأوهام والحقائق-، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 2007.
- 49- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
- 50- مصطفى كمال طه، شريف كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.
- 51- ممدوح محمود منصور، العولمة دراسة في المفهوم والظاهرة والأبعاد، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003.
- 52- منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 53- منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية، وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 54- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها)، دار الكندي، عمان 2002.
- 55- نزيه عبد المقصود مبروك، الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 56- هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.



- 57- هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 58- هيثم عجام، التمويل الدولي، زاهراي للنشر، الأردن، 2008.
- 59- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003.
- 60- وليد الصافي، أنس بكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2009..

## II- الملتقيات:

- 1- بالعزوز بن علي، عبو هودة، الأزمة المالية العالمية مظاهرها وسبل معالجتها، الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، مارس 2009.
- 2- برهوم أسماء، أزمة اليونان، الملتقى الدولي الثاني حول واقع التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات - واقع الأزمات المالية... الأسباب التداعيات و الحلول-، جامعة باجي مختار، عنابة، يومي 26، 27 فيفري 2012
- 3- جبوري محمد، الأزمة المالية العالمية وآثارها-محاولة دراسة حالة الاقتصاد الجزائري باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي-، الملتقى الأول حول الأزمة المالية العالمية الراهنة، جامعة بجاية، 11/12/أكتوبر/2009.
- 4- حبشي فتحة، الأزمة المالية الحالية وانعكاساتها على الاقتصاد العالمي، الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، ماي 2009.
- 5- زايدي عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية وانعكاساتها على اقتصاديات العربية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6/ماي/2009.
- 6- ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية: 2008: الجذور والداعيات، ملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 7- طاهر هارون، العقون نادية، الأزمة المالية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الإسلامية، كلية الأدب والعلوم الإنسانية، قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 6-7/أفريل/2009.
- 8- عبد الفتاح بوخمخم، محمد صالح، الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على اقتصاديات الدول العربية، مداخلة مقدمة في إطار الملتقى الدولي الأول حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، ماي 2009.

## III-المؤتمرات:

1- تشام فاروق، العولمة المالية وأثرها على القطاع المصرفي ونمو الاقتصاد، في بلدان العربية، بحث مقدم من أجل المشاركة في المؤتمر العلمي الأول حول اقتصاديات الأعمال في ظل عالم متغير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير، جامعة وهران، 2003/5/14/12.

2- جاسم المناعي، التغير في البيئة الاقتصادية الدولية والاقتصاديات العربية (الفرص والتحديات)، مؤتمر العرب في بيئة دولية متغيرة، مركز الخليج لدراسة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 8/7/2008.

3- جاسم محمد الحنب الشمري، المشتقات أحد تحديات أسواق المال العربية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث لكلية التجارة، مصر، 10-12 نوفمبر 1998.

4- رجاء أبو عسلي، دور مؤسسات التقاضي في ربط البورصات العربية، اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية: ربط الأسواق العربية- الآلية والأهداف- أوراق منشورة قدمت من المؤتمر السنوي للاتحاد المنعقد في القاهرة في الفترة 15-17 جوان 1997.

5- زكرياء بلة باسي، الأزمة المالية العالمية: الجذور و أبرز الأسباب و العوامل المحفزة و الدروس المستفادة من متطور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي و الإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 14/13 مارس 2009

6- سليمان المنذري، دور مؤسسات التقاضي والتسوية في التعامل بالأوراق المالية، اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية: الوسطاء والتقاضي في الأسواق المالية العربية، أوراق منشورة مقدمة ضمن المؤتمر الثاني للوسطاء العرب المنعقد في دمشق في 1-3 جوان 1996.

7- عصام مكي وآخرون، نقل المعلومات عبر الأسواق الثلاثة، اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية: ربط الأسواق العربية- الآلية والأهداف- أوراق منشورة من المؤتمر السنوي للاتحاد المنعقد في القاهرة في الفترة 15-17 جوان 1997.

8- علي لطفي، الأزمة المالية: الأسباب-التداعيات-المواجهة، مؤتمر شرم الشيخ، مصر، مارس 2009.

9- محمد هاني الحلواني، الوسطاء ودورهم في ربط الأسواق العربية، اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية: ربط الأسواق العربية- الآلية والأهداف- أوراق منشورة قدمت من المؤتمر السنوي للاتحاد المنعقد في القاهرة في الفترة 15-17 جوان 1997.

#### IV- المجلات و الدوريات:

1- جبار محفوظ، وعمر عبده سامية، أسواق رأسمال الدولية، الهياكل والأدوات، مجلة العلوم إنسانية والاجتماعية، جامعة بسكرة، العدد 03، 2008، ص ص 94-95.

2- صالح مفتاح، مطبوعة في مقياس مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة بسكرة، 2005.

- 3- عبد الرحمان سليمان ، ضبط معايير وتنظيم المعاملات، مجلة تداول الأسهم السعودي، العدد الثالث، 2003.
- 4- عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون- مارس 2004.
- 5- مجلة تداول سوق الأسهم السعودية، سوق الأسهم السعودي 20 عام، العدد الثاني عشر، ربيع 2005.

## V- الرسائل و الأطروحات:

- 1- بن يوب فاطمة، العولمة المالية - جذور واقع وآفاق- مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2003-2004
- 2- بوبريمة إحسان، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، دفعة 2006/2007، جامعة 8 ماي 1945، قالمة.
- 3- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل مواجهتها، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- 4- حريدي عبد الغاني، اثر التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية-دراسة حالة الجزائر-،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، تخصص نقود ومالية،جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006-2007.
- 5- حسين عبد المطلب، حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد كلية التجارة، جامعة زقازيق، مارس 2002.
- 6- سعدي فاطمة الزهراء، آليات تطوير السوق المالية للمساهمة في الخصوصية- حالة الجزائر- رسالة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، نقود ومالية، جامعة البليدة، دفعة 2006.
- 7- عمر عبدة سامية، ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال فترة قصيرة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم العلوم الاقتصادية، نقود و مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2003، 2004.
- 8- فارس فضيل، أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر مع دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر والمملكة السعودية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، فرع تحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، مارس، 2004.

9- مريمت عديلة، محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية-دراسة حالة الجمهورية التونسية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة قالمة 2004 .

## VI- مواقع الإنترنت:

1- نسيم وشذى، الأسواق المالية الدولية، 12 / 2011/12، عن الموقع:  
<http://badr/ce34IbDA-Org/Topic>

2- بشار البيروني، العولمة والأسواق المالية، 2011، عن الموقع:  
<http://Gestion08, lifeme.net/T1269-Topic>

3- رحيم حسين، دور الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات- حالة البلدان العربية-، 2011، عن الموقع:

<http://islamfim.go-forum.Net/T1874-Topic>

4- عبد الرسول عبد الجاسم، سوق الأوراق المالية الدولية، 2011، عن الموقع:  
<http://ImCSR.net/activities/18hotmail>

5- منتديات كلية الاقتصاد، أسواق المال الدولية، 2011/10/20 عن الموقع:  
<http://www.alepoeconomics-com>

6- دكتور هشام، ماهية المشتقات المالية، 2010/11/20 عن الموقع:  
<http://ejabat.Google.com.Ijabat/hread?id>

7- مركز المستقبل، الأسواق المالية بين الاستثمار والاستثمار، 2011/12/10، عن الموقع:  
<http://www.MCRD.com>

8- منتديات الأزهر التعليمية، أسواق المال الدولية، 2011/3/20، عن الموقع:  
<http://badr-cu34.bda3.org>

9- البورصة، 2009/6/23، عن الموقع:  
<http://malina:yoo7.com./T2386-Topic>

10- المعهد العربي لتخطيط، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، 2000، عن الموقع:  
<http://www.arab-apiorg/cousse.9/c9-4-5.htm>

11- حازم شعار، الأسباب والتأثيرات: الدولار يتهاوى تحت ضربات اليورو، جريدة الثورة، 2007 / 10/1 عن الموقع:

<http://www.ihawra.alwehda.gov.s.y>

12- نتديات ستار تايمز، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية، 2010/2/3 عن الموقع:

<http://www.startimes.com/f.aspx?t=21773117>

13- المملكة العربية السعودية-نبذة اقتصادية-، 14 أبريل 2012، عن الموقع:  
<http://www.gulfbase.com/ar/GCC/Index/1>

14- صحيفة الحياة السعودية، توقعات الاقتصاد السعودي خلال 2012: تباطؤ النمو... وهبوط التضخم، 1 جانفي 2012، عن الموقع:

<http://www.ksa.daralhayat.com/ksaarticle/345687>

15- اقتصاديات دول الخليج، سوق الأسهم السعودي، 6 أفريل 2012، عن الموقع:

<http://www.gulfbase.com/ar/GCC/index/1?t=3://http>

16- سوق الأسهم السعودية، 2012، عن الموقع:

<http://www.tadawul.Com.sa/wps/portal/!ut/p/c1/04.?=12>

17- جريدة العرب الدولية- الشرق الأوسط- 2012، عن الموقع:

<http://www.aawsat.Com./details.asp?section=6>

18- هيئة السوق المالية السعودية، 2012، عن الموقع:

<http://www.cma.org.sa/ar/page/home.aspx>

19- إبراهيم الشنطي، التضخم يشكل خطر على الاقتصاد الأردني، جانفي 2009، عن الموقع:

<http://stocksexperts.net/showthread.php?t=21521>

20- حيدر القماز، طوقان: عجوزات الموازنة العامة وصلت إلى حدود غير أمانة، 2012/1/10، عن الموقع:

<http://www.albaladnews.net/more-33295-21->

21- فايق حجازين، 2012، عن الموقع:

[http://www.menafn.com/menafn/arabic/qn\\_news\\_story\\_s.aspx?storyid=1093504548](http://www.menafn.com/menafn/arabic/qn_news_story_s.aspx?storyid=1093504548)

22- زياد فريز، خطاب مشروع قانون الموازنة العامة لعام 2007-المملكة الهاشمية الأردنية-، 2006، عن الموقع:

<http://www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=1768>

23- السوسنة صحيفة حرة مستقلة، توقع ارتفاع عجز الموازنة في الأردن لـ600% نهاية العام، 2009/9/6، عن الموقع:

<http://assawsana.com/portal/pages.php?newsid=5339>

24- زاهرة بن عامر، قاعدة بيانات الأسواق المالية، جوان 2010، عن الموقع:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=549>

25- مركز البحوث و الدراسات، التقرير الاقتصادي -الاقتصاد العالمي رهن الديون الأمريكية والأوروبية-، إصدار سنوي، العدد 19 لعام 2011، جانفي 2012، عن الموقع:

[www.riyadhchamber.com/report2011.doc](http://www.riyadhchamber.com/report2011.doc)

26- شريف سيوفي، سوق الأوراق المالية -بورصة الأوراق المالية-، 2007/5/30، عن الموقع :

<http://sherif.yoo7.com/t39-topic>

27- منتدى وادي العرب الجزائري، بورصة الأوراق المالية، 2011/02/28، عن الموقع:

<http://www.wadilarab.Com/T11224-Topic>

28- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 52، الربع الرابع 2007، عن الموقع:

<http://www.amF.org.ae/sites/default/eco/amdb/bulletin/ar/4th%quatre%2007pdf>

29- مركز بخت للاستثمارات المالية، إعطاء القطاع الخاص دوره في تطوير أسواق المال في دول الخليج العربي: أحد الحلول الأساسية لمشكلة الاعتماد على النفط ، 1999، عن الموقع:

<http://www.bf saudi.com/year.1999. pvst sectrole.aspx>

30- تقرير أداء السوق المالية السعودية، 2007، عن الموقع:

<http://www.Tadawul.co.sa/static/pages/ar/publication/pd/nonthreport2007-8.pdf>.

31- بحوث كامكو، تقرير عن أداء أسواق الأسهم العربية و العالمية منذ بداية 2011 في ظل التطورات السياسية و أزمة الديون الأوروبية و تباطئ النمو الاقتصادي العالمي، 2011/6/16، عن الموقع :

<http://www.kamconline.com/newsdetails.aspx?newsid=43982dlanguage=ar>

32- نقودي.كوم ، هبوط البورصات الأوروبية للأسبوع السادس على التوالي، 2011/06/14، عن الموقع:

<http://www.Mugudy.com>

33- أحمد منير، الاستثمار الأجنبي المباشر في سوق الأسهم السعودي، 21 أبريل 2012، عن الموقع:

<http://www.aleq.com/2012/4/21/article.html>

34- محمد الهلالي، توقع ارتفاع حجم الاستثمارات الأجنبية، 2000، عن الموقع:

[http://www.aleqt.com/2009/09/19/article\\_276700.html](http://www.aleqt.com/2009/09/19/article_276700.html)

35- تقارير اقتصادية ، زلزال الأزمة المالية العالمية وسوق الأسهم السعودية، 2011 ، عن الموقع:

[www.alqt qt.com/2008/10/14/article](http://www.alqt qt.com/2008/10/14/article)

36- جريدة الرياض، توقع تأثير محدود للأزمة على السعودية، 2008، عن الموقع:

[www.elaph.com/web/economic/2008/10/37410/com](http://www.elaph.com/web/economic/2008/10/37410/com)

37- محمد الخطيب، المتحدة تطلق خدمة التداول الالكتروني لأسهم بورصة عمان، 2010، عن الموقع:

<http://www.ammen net/? P= 64125>

38- إياد عبد الفتاح، التداول الالكتروني في بورصة الأردن، 2013، عن الموقع:

<http://www.Jalal.Com/indexphp?module=partipations>

39- أحمد مصطفى عبد الحق، استراتيجيات الاستثمارات الأجنبية، 2012/4/15، عن الموقع :

<http://www.jsc.gov.jo/public/arabic.aspx?site-id=28>

40- أحمد رشدي، 2010، عن الموقع:

<http://www.ankawa.com/fourum/index.php?topic>

41- الجريدة، الاقتصادية استراتيجيات تنمية الاستثمارات الأجنبية في الأردن، عن الموقع :

[http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Site\\_ID=2&Page\\_ID=859&Lang=1&Menu\\_ID2=12](http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Site_ID=2&Page_ID=859&Lang=1&Menu_ID2=12)

42- خالد الجعفاري، 2010. الوجه الآخر لأثار الازمة المالية على الأردن. عن الموقع:

[http://www.ejjbed.com/viewArticle.php?id=1078&auth\\_id=10](http://www.ejjbed.com/viewArticle.php?id=1078&auth_id=10)

43- المنتدى الاقتصادي، الاتجاهات الحديثة للاستثمار الأجنبي، 2010، عن الموقع :

<http://www.alikdisadya.fr.httsi.cool.pr.d3385/6>

44- فهد القرقاوي، الاستثمار الأجنبي، 2012، عن الموقع:

<http://www.am.einfo.Com/ar-2261130html>

45- راييس حدة، نوي فطيمة الزهرة، أزمة اليونان هل تعيق فكرة توسيع الاتحاد الأوروبي و تعميقة؟ 2008، عن الموقع :

<http://www.bensaidanne.polasit.come>

46- توفيق علي، أزمة اليونان تصيب الأسواق بالهلع خلال أسبوع أسود، 2010 عن الموقع:

<http://alroya.com/node/74407>

47- أحمد أبو موسى، أزمة اليونان تلقي بظلالها على أسواق المال الآسيوية، عن الموقع :

<http://www.france24.com/ar/20100428-greek-crisis-hits-asian->

## • المراجع باللغة الأجنبية:

### 1- Livres :

- 1- A. Schulte, **Global capitalism and stat international of fair** vol (3),1997.
- 2- B. Mirât et d'autres, **les bourses Valeurs dans le monde**, dumods (c) bordas, 1975.
- 3- Jean. François **Dufour, les recherches Emergent**, Amand colin, Février, 1999.
- 4- JOHNB cullen and PRAVEEN. **Paboteeach. International business strategy and multinational company**, route ladge. First published, 2010.

### 2- Site web:

- 1- La Bce, l'intégration marchés financiers européens, ouvrage collectif.  
<http://www.upmf : granable.fr.p2>.
- 2- Abdel Jahid, Word stock exchanges are integrating, October 2002,  
<http://www.egypte.com>

- 3- Nations unies « conseil economique et Docial » integration financier mondiale De developement. Les nouveaux enjeuy, Avriile ,1998 <http://www.un.org>
- 4- alan blan, **kely et uchand schorder, accounting for devrivatues under (SFAS) no 133, 29/05/ 2011, [http:// acct.tanr.edu](http://acct.tanr.edu).**



## قائمة الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل   | رقم الشكل |
|--------|---|-----------|
| 15     | السوق النقدية بصورة البسيطة   | 01        |
| 16     | السوق النقدية المتطورة  | 02        |
| 18     | إيداع وإقراض العملات  | 03        |
| 86     | النتائج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار أمريكي)                                     | 04        |
| 87     | مؤشر أسعار المستهلكين التغير السنوي %   | 05        |
| 88     | الموازنة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي (الفائض / العجز)                         | 06        |
| 89     | ميزان الحساب الجاري (مليار دولار أمريكي)  | 07        |
| 104    | تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012 (مليون ريال سعودي) | 08        |
| 106    | تطور مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012 (مليون ريال)            | 09        |
| 107    | تطور مؤشر عدد الشركات لسوق الأوراق المالية السعودي خلال المدة 1990-2011. ( عدد الشركات) | 10        |
| 108    | تطور معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي 1990-2011. (نسبة مئوية)                     | 11        |
| 110    | تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية السعودي 1990-2011 (نقطة)         | 12        |
| 113    | تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2012 (مليون دينار أردني)   | 13        |
| 114    | تطور مؤشر حجم التداول في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2012 (مليون دينار أردني)      | 14        |
| 115    | تطور مؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011                          | 15        |
| 116    | تطور مؤشر معدل دوران السهم لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011 (نسبة مئوية)          | 16        |
| 117    | تطور المؤشر العام لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011 (نقطة)                         | 17        |

## قائمة الجداول

| الصفحة | عنوان الجدول  | رقم الجدول |
|--------|---|------------|
| 22     | تداول السندات الدولية وتوزيعها " حسب نوع السند وعملة الإصدار                                  | 01         |
| 35     | الشركات المكونة لمؤشر داوجونز الصناعي   | 02         |
| 58     | الأموال المستثمرة في تدفقات الحوافظ المالية إلى البلدان النامية (بمليارات الدولارات)          | 03         |
| 58     | صافي التدفقات النقدية للاستثمار في محفظة الأوراق المالية لبعض دول نامية بملايين الدولار.      | 04         |
| 60     | تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر عبر العالم خلال الفترة (1980-2010)                           | 05         |
| 71     | تطور حجم المشتقات على الصعيد العالمي في نهاية ديسمبر من كل عام (القيمة بالتريليون دولار)      | 06         |
| 72     | أهم المؤشرات المتضررة في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية                                     | 07         |
| 73     | نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول مجموعة العشرين                   | 08         |
| 97     | نمو الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو خلال سنوات 2003-2010.                              | 09         |
| 97     | أسعار المستهلك مقاسة بمعدل النمو في منطقة اليورو خلال سنوات 2007 - 2011                       | 10         |
| 98     | نسبة العجز في الميزانية في دول منطقة اليورو في 2010   | 11         |
| 99     | نسبة الديون الحكومية والحساب الجاري من الناتج المحلي الإجمالي في دول منطقة اليورو في عام 2010 | 12         |
| 102    | مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012   | 13         |
| 103    | معدلات نمو مؤشر القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012.                     | 14         |
| 105    | معدلات نمو مؤشر حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2012.                        | 15         |
| 107    | معدلات نمو مؤشر عدد الشركات لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011                         | 16         |
| 108    | معدلات نمو مؤشر معدل دوران السهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011.                 | 17         |
| 109    | معدلات نمو المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1990-2011.            | 18         |
| 111    | مؤشرات سوق عمان المالي للفترة من ( 1990-2012 )  | 19         |
| 112    | معدلات نمو مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2012                         | 20         |
| 113    | معدلات نمو مؤشر حجم التداول لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-                                | 21         |

|     |   |    |
|-----|---|----|
|     | 2012  |    |
| 114 | معدلات نمو مؤشر عدد الشركات في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011.           | 22 |
| 115 | معدلات نمو معدل دوران السهم لسوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011.             | 23 |
| 116 | معدلات نمو المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة 1990-2011. | 24 |
| 127 | النمو الفعلي والمتوقع للنتائج المحلي الإجمالي والدين والميزان الجاري للبيونان   | 25 |

## المخلص:

إن الصناعة المالية مثلها مثل كل الصناعات هي عمل يهتم بتحقيق الربح من خلال بيع منتجاتها، ومنه فالتغير التكنولوجي و زيادة تدفقات رؤوس الأموال و تعدد المنتجات المالية هي عوامل ساهمت في الانتقال من أسواق مالية تقليدية إلى أسواق استطاعت القضاء على الكثير من عيوبها و تباطؤها نتيجة للتغيير في الظروف و الإمكانيات، غير أن هذه التغيرات بالقدر الذي ساهمت في تطوير المعاملات المالية الدولية و اتساعها و زيادة تكاملها و ترابطها إلا أنها في المقابل تزايدت و تعددت معها الأزمات لتتجاوز تأثيراتها حدود النظام المالي لتصل إلى الاقتصاد الحقيقي. و باعتبار أن أسواق المال العربية ليست في منأى عن حلقة الاقتصاد الدولي من حيث التأثيرات التي تتفاوت وفقا لدرجة الارتباط والتكامل، و هذا ما حاولنا تحليله بنوع من العمق في بحثنا المتواضع هذا.

## Résumé:

L'industrie financière, comme toutes les industries est l'œuvre concernée à la réalisation de profits par la vente de ces produits, delà l'évolution technologique et les flux de capitaux accrues et la multiplicité des produits financiers sont des facteurs qui ont contribué à la transition du marchés financiers traditionnels a des marchés qui ont pu éliminer un grand nombre de défauts et de ralentissement en raison du changement dans les circonstances et les possibilités, mais dans la mesure où ces changements ont contribué au développement des transactions financières internationales et d'accroître l'ampleur et de l'intégration et l'interdépendance, d'autre part, elles ont augmenté et multiplié les crises au-delà des limites de leurs effets du système financier pour atteindre l'économie réelle. Et comme les marchés de capitaux arabes ne sont pas à l'abri de l'économie internationale en termes d'effets, qui varient selon le degré de corrélation et d'intégration, et c'est ce que nous avons essayé d'analyser de manière profond dans notre humble présent.