



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي لميلة
معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع: / 2014

القسم: علوم التسيير

ميدان : علوم اقتصادية، التجارة و علوم التسيير

الشعبة: علوم التسيير

التخصص : مالية و بنوك

مذكرة بعنوان :

انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على الأسواق المالية العربية

دراسة حالة: السوق المالي لإمارة دبي (2008-2013)

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص "مالية و بنوك"

إشراف الأستاذ (ة):

زوارى فرحات سليمان

إعداد الطالب (ة):

العايب منال

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي لميلة	- مزهود هشام
مناقشا	المركز الجامعي لميلة	- بوسالم أبو بكر
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي لميلة	- زوارى فرحات سليمان

السنة الجامعية: 2013/2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

يقول الله سبحانه وتعالى:

«..... يرفع الله الذين آمنوا منكم والذين أوتوا العلم

درجات والله بما تعملون خبير»

- سورة المجادلة الآية 11 -

شكر وتقدير

في البداية أتقدم بشكري إلى الله تعالى الذي وفقنا في
انجاز هذه الدراسة.

وأقدم بالشكر إلى كل أساتذة معهد العلوم
الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارة، على رأسهم
الأستاذ المتصرف: زواربي فرحاج سليمان الذي
رافقني بتوجيهاته ونصائحه طيلة فترة الدراسة.
كما أتقدم بالشكر إلى كل من ساعدني على إنجاز هذا
العمل سواء من قريب أو من بعيد.

الإهداء

إلى من ربّنتني وأنارت دربي والتي بفضلها وصلت إلى
هذه المرتبة، إلى أغلى وأعز إنسانة في قلبي أمي الغالية
أطال الله في عمرها.

إلى من عمل بكد وتعب في سبيل إرضاء أبي الحبيب
أدامه الله لي.

إلى من كبرت و ترعرعت معهم إخوتي الأعمام: أميرة،
وشيماء، ويوسف.

إلى روح عمي الطاهرة "مسعود" رحمه الله وأسكنه فسيح
جنانه.

أهدي عملي هذا كله إلى أغلى الناس "الطاس" حفظه الله.

إلى صديقتي وزميلاتي دون أن أنس أحدا.

إلى كل الأقارب.

إلى كل طلبة السنة الثانية ماستير دفعة 2013-

2014.

الملخص

انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على الأسواق المالية العربية

دراسة حالة: السوق المالي لإمارة دبي (2008-2013)

إشراف الأستاذ: زواري فرحات سليمان

الملخص:

يعيش الاقتصاد العالمي بصفة عامة والأسواق المالية بصفة خاصة اضطرابات و اختلالات لم يشهدها منذ أزمة الكساد العظيم عام 1929، حيث أُلقت هذه الاضطرابات بظلالها على معظم دول العالم وبمختلف مستوياته، مما أدى إلى انهيار الثقة في الأسواق المالية وكانت أزمة الرهن العقاري من بين الأزمات التي شهدها العالم و التي ترجع جذورها إلى سنوات عديدة، خلفت هذه الأزمة العديد من الآثار مست معظم دول العالم بما فيها الدول العربية، حيث لم تسلم هي الأخرى من تداعيات الأزمة المالية العالمية، ومن هذه التداعيات انهيار وتراجع الأسواق المالية العربية، لما تحتله من مكانة في الدول العربية، وللحفاظ على هذه الأسواق من الأزمات المالية وآثار الأزمة المالية العالمية، يجب القيام بمجموعة من الإجراءات التي يمكن من خلالها المحافظة على أداء هذه الأسواق.

الكلمات المفتاحية:

- الأزمة المالية - أزمة الرهن العقاري - الأسواق المالية العربية

Abstract:

The global economy, and the financial markets, in particular, is in a state of disorder and fluctuation because of great recession crisis since 1929. These fluctuations terribly affect the economies of most countries of the world at all levels thereby resulting in a loss of trust in the financial markets. The mortgage crisis is amongst the present-day. World crisis and its roots go back to many years ago. This crisis has detrimental effects on most world countries including the Arab ones seeing that the latter could escape the deep impacts of the world financial crisis. Also, the Arab financial markets are in a terrible situation, therefore in order to prevent these markets from the sharp financial crisis and the profound global economic crisis, a range of precautions and actions must be taken to keep the well performance of those markets.

Key words: Financial crisis, Mortgage crisis, Arab financial markets.

فهرس الموضوعات

فهرس المحتويات

.....	شكر وتقدير
.....	الإهداء
I.....	المخلص
IV-II.....	فهرس المحتويات
V.....	قائمة الجداول
VI.....	قائمة الأشكال
أ-د.....	المقدمة العامة
1.....	الفصل الأول: إطار عام عن الأزمة المالية العالمية
2.....	تمهيد
3.....	المبحث الأول: إطار مفاهيمي حول الأزمة المالية
3.....	المطلب الأول: ماهية الأزمة المالية
11.....	المطلب الثاني: أسباب وقنوات انتشار الأزمات المالية
18.....	المبحث الثاني: إطار مفاهيمي حول أزمة الرهن العقاري
18.....	المطلب الأول: بواذر الأزمة المالية العالمية الراهنة والمراحل الكبرى التي مرت بها
24.....	المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية الراهنة

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العالمية والحلول المقترحة للخروج منها.....	33
المطلب الأول: تداعيات الأزمة المالية الراهنة.....	33
المطلب الثاني: الحلول المقترحة للخروج من الأزمة المالية العالمية الراهنة (خطط الإنقاذ).....	39
خلاصة.....	46
الفصل الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية.....	47
تمهيد.....	48
المبحث الأول: واقع الأسواق المالية العربية.....	49
المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية، خصائصها وأهم الإصلاحات التي شاهدهتها.....	49
المطلب الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية.....	58
المبحث الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية (2008) على الأسواق المالية العربية.....	63
المطلب الأول: أداء الأسواق المالية العربية قبل الأزمة خلال الفترة 2000-2007.....	63
المطلب الثاني: أداء الأسواق المالية العربية خلال الأزمة (2008 إلى 2013).....	73
خلاصة.....	81
الفصل الثالث: تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق دبي المالي.....	8
تمهيد.....	83

84.....	المبحث الأول: إطار عام عن السوق المالي لدبي.....
84.....	المطلب الأول: تقديم سوق دبي المالي.....
89.....	المطلب الثاني: نظام العمل وشروط الإدراج في سوق دبي المالي.....
94.....	المبحث الثاني: أزمة دبي العالمية.....
94.....	المطلب الأول: أزمة دبي وأسبابها والعوامل التي ساعدت على تفاقمها.....
79.....	المطلب الثاني: أداء سوق دبي المالي أثناء فترة الأزمة (2008 الى 2013).....
108.....	المطلب الثالث: تداعيات أزمة دبي وأهم الحلول التي قامت بها الحكومة.....
111.....	خلاصة.....
113.....	الخاتمة العامة.....
118.....	قائمة المراجع.....
137.....	الملاحق.....

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
15	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	1
38	معدلات نمو الناتج الإجمالي الحقيقي في المجموعة الثانية	2
52	درجة تركيز أكبر الشركات في الأسواق العربية خلال شهر جويلية (2008) وشهر أوت (2000)	3
67	تطور أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2003-2000	4
72	تطور أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2007-2004	5
93	معدلات نمو مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية للمدة (2007-2003)	6
97	معدلات نمو مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية للمدة (2009-2008)	7
99	معدلات نمو مؤشرات سوق دبي المالي لسنة 2010	8
100	تداولات الإماراتيون والأجانب خلال عام 2010	9
101	الاستثمار المؤسسي والفردى خلال 2010	10
102	قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2011 حسب فئات الجنسية	11
102	قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2011 حسب نوع المستثمر	12
104	قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2012 حسب فئات الجنسية	13
105	قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال 2012 حسب نوع المستثمر	14
107	قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2013	15
107	قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2013	16

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	قنوات انتشار الأزمات المالية	1
26	الإصدار السنوي لقروض الرهن العقاري الموجه للعائلات الأمريكية (مليار دولار) للفترة (1995-2006)	2
31	تطور سوق المشتقات للفترة (1998-2007)	3

المقدمة العامة

تمهيد

نتيجة التطورات العالمية والاقتصادية شهد العالم خلال القرن العشرين العديد من الأزمات المالية والتي تعد أكبر خطر تعاني منه اقتصاديات العالم، والتي شغلت فكر العديد من الاقتصاديين من أجل الحد من تفاقمها. ومن أشد الأزمات حدة أزمة الكساد 1929، وأزمة المكسيك 1994، وأزمة جنوب شرق آسيا 1997، وأزمة الرهن العقاري في أمريكا سنة 2008.

لقدت ظهرت الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية 2008 نتيجة ما يسمى بأزمة الرهن العقاري الأمريكية، وكانت البداية الحقيقية للأزمة بعد إفلاس " بنك ليمان برادرز " أحد أكبر البنوك العالمية، وباعتبار أن الاقتصاد الأمريكي يعد من أكبر اقتصاد في العالم فقد تحولت الأزمة الأمريكية للرهن العقاري إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، وبذلك بدأت الأوضاع الاقتصادية العالمية تشهد تحولات جذرية معقدة ومتشابكة، مست معظم دول العالم في آن واحد، وبدأت تظهر انعكاساتها على مختلف الدول تبعا لدرجة انفتاح كل منها، متسببة في انهيارات منتالية وحادة في مؤشرات الأسواق المالية العالمية ودخول اقتصاديات العديد من الدول مرحلة الركود، إضافة إلى هذا شهدت العديد من المؤسسات المالية ومؤسسات التمويل العقاري في مختلف دول العالم تدهورات في أوضاعها.

وبما أن اقتصاديات الدول العربية جزء من منظومة الاقتصاد العالمي، فإنها تأثرت سلبا بالأزمة المالية العالمية، وذلك لاعتماد اقتصاد هذه الدول بشكل كبير على الولايات المتحدة ودول الاتحاد الأوروبي تصديرا واستيرادا، و بما أن الأسواق المالية العالمية لها علاقة ترابط فيما بينها، ما أدى إلى تضرر الأسواق المالية العربية من جراء الأزمة، حيث عرفت العديد من المؤشرات المتعلقة بالأسواق المالية العربية تراجعا حاد في قيمتها مخلفتا آثار انعكست سلبا على معدلات النمو الاقتصادي العربي.

1- إشكالية الدراسة:

تعتبر الأسواق المالية العربية شديدة الحساسية تجاه أية أحداث اقتصادية أو سياسية خارجية، حيث أن هناك أموال عربية ضخمة موظفة في الأسواق المالية الخارجية، إضافة إلى تواجد عدد كبير من المستثمرين الأجانب في الأسواق المالية العربية اندفعوا وبشكل غير مسبوق منذ بداية الأزمة المالية لبيع أسهمها وبأسعار منخفضة بحثا عن السيولة المالية لإنقاذ مراكزهم المالية.

كل هذا جعلنا نطرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية الراهنة على الأسواق المالية العربية؟ و على السوق المالي لإمارة دبي بصفة خاصة؟

ولمعالجة هذه الإشكالية ارتأينا طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي كالآتي:

- كيف ظهرت الأزمة المالية العالمية الراهنة؟
- ما مكانة الأسواق المالية العربية في المنظومة المالية العالمية؟
- ما هي الخسائر الناجمة عن الأزمة المالية العالمية في الأسواق المالية العربية؟
- ما هي تداعيات أزمة الرهن العقاري على إمارة دبي؟

2- فرضيات الدراسة:

من أجل الإجابة على التساؤلات المطروحة حاولنا اقتراح الفرضيات التالية:

- 1- ظهرت الأزمة المالية العالمية الراهنة نتيجة لقيام البنوك الأمريكية بمنح قروض عقارية تصل إلى 100% من قيمة العقار بأسعار فائدة مغرية مما أدى إلى الإقبال الكبير و المتزايد عليها و مع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق البنكية ظهر ما يسمى بأزمة القروض عالية المخاطر.
- 2- رغم الإصلاحات التي قامت بها الدول العربية على أسواقها المالية خلال السنوات الأخيرة إلا أنها ما زالت تعاني من التخلف و تواجه العديد من العراقيل.
- 3- من الخسائر الناجمة عن الأزمة المالية العالمية الراهنة في الأسواق المالية العربية نجد انخفاض في معدلات النمو الاقتصادي، خسائر بعض الشركات المدرجة في البورصات العربية، وكذا تراجع القيمة السوقية و أحجام التداول في معظم الأسواق المالية العربية.
- 4- من تداعيات أزمة الرهن العقاري على إمارة دبي، تراجع و تدهور في الاقتصاد مما أدى إلى حدوث ركود اقتصادي بالإمارة.

3- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في المكانة الهامة التي تحتلها الأسواق المالية في أي اقتصاد، خاصة الأسواق المالية العربية، حيث و مع اندلاع الأزمة المالية العالمية الراهنة زاد الاهتمام بهذه الأسواق، نظرا لما تعرضت له من انعكاسات جراء هذه الأزمة، كما تكمن أهمية الدراسة في الأسواق المالية العربية في حد ذاتها و مدى

قدرتها على مواجهة الأزمات المالية، ولأن إمارة دبي من بين الدول المتضررة بالأزمة المالية العالمية، فإن هذا يساعدنا على إظهار انعكاسات الأزمة على سوق دبي المالي و الحلول المطروحة من طرف حكومة دبي لمواجهة هذه الأزمة المالية.

4- أهداف الدراسة:

من خلال هذه الدراسة نحاول تحقيق جملة من الأهداف نوجزها في النقاط التالية:

- تحليل و فهم موضوع الأزمات المالية .
- الكشف عن أسباب و جذور الأزمة المالية العالمية و تداعياتها و الحلول التي اتخذت للخروج منها.
- التطرق إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على أسواق المال العربية.
- محاولة تبين آثار الأزمة المالية العالمية الراهنة على أداء سوق دبي المالي و القطاعات العاملة فيها.

5- أسباب اختيار الموضوع:

من دواعي اختيارنا لهذا الموضوع جملة من الأسباب من أهمها نذكر:

- باعتبار الأزمة المالية العالمية موضوع الساعة، حيث لا تزال تداعياتها على الأنظمة الاقتصادية العالمية مستمرة حتى الآن.
- كون الموضوع يندرج ضمن مجال التخصص (مالية المؤسسة).
- إثراء الرصيد المعرفي للمكتبة الجامعية.

6- صعوبات البحث:

تكمن صعوبات انجاز هذا البحث فيما يلي:

- ضيق الوقت المخصص للدراسة.
- اختلاف الأرقام الإحصائية أحيانا باختلاف مصدرها.
- صعوبة الحصول على المراجع، خاصة المتعلقة بالجانب التطبيقي.

7- الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الأزمات المالية والذي يعد من بين المواضيع التي لا زالت تطرح للنقاشات، كما اهتمت دراسات أخرى بالأسواق المالية العربية وواقعها في ظل الأزمة المالية العالمية و فيما يلي بعض الدراسات التي تم الاطلاع عليها:

- محمد الهاشمي حجاج، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية"، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة ماجستير مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية و

التجارية و علوم التسيير بجامعة قاصدي مرباح ورقلة، السنة الجامعية 2012، حيث توصل الباحث في دراسته إلى نتائج كان منها: أن الأزمة المالية التي اندلعت في الولايات المتحدة كانت نتيجة انهيار سوق الرهون العقارية الأمريكية بسبب تدخل الحكومة الأمريكية المباشر في البنوك والمؤسسات المالية، لتنتقل هذه الأزمة إلى كل الأسواق المالية العالمية الكبرى بسبب ارتباط عدد منها بالأسواق المالية الأمريكية، بما فيها الأسواق المالية العربية وكان أكثرها تضررا الأسواق المالية الخليجية، وفي دراسته التطبيقية توصل إلى أن سوق الدوحة للأوراق المالية كان الأقل تراجعاً من بين أسواق وبورصات دول مجلس التعاون الخليجي.

- إيمان محمود عبد اللطيف، "الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية والاستراتيجيات اللازمة لمواجهتها"، أطروحة دكتوراه مقدمة لقسم الاقتصاد العام جامعة سانت كليمينتس العالمية العراق، السنة الجامعية 2011، كانت نتائج هذه الدراسة أن أزمة عام 2008 في الحقيقة جاءت امتداداً لظاهرة العولمة الاقتصادية، و لم تكن هذه الأزمة جديدة بالنسبة للنظام الرأسمالي لكنها تعد الأصبغ و الأقوى من بين الأزمات التي عرفها النظام الرأسمالي منذ انتهاء الحرب العالمية الثانية، برزت أهم الآثار السلبية لهذه الأزمة على قطاع الصادرات، ومن آثارها كذلك انخفاض أسعار العقار في الدول العربية وخاصة دبي.
- نسيمه حاج موسى، "الأزمة المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية"، دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، رسالة ماجستير مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، السنة الجامعية 2009، كانت نتائج هذه الدراسة أن الأزمة المالية الراهنة أكثر تعقيداً مقارنة بالأزمات السابقة، وكانت دول مجلس التعاون الخليجي تعتبر من أكثر الدول العربية تأثراً بالأزمة نتيجة الروابط بينها وبين البورصات المتقدمة.
- رشيد بوكساني، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه مقدمة لكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة الجزائر، السنة الجامعية 2006، خلصت هذه الدراسة إلى أن الأسواق المالية العربية تعاني من غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، الأمر الذي يمس مصداقية الأسواق، كما و تنسم جميع البورصات العربية بضيق الفرص المتاحة للتوزيع و ضعف السيولة إضافة إلى عدم تجانس في القوانين التشريعية و التنظيمية و عدم توحيد المصطلحات الخاصة بالتداول و أنظمتها.

8- منهجية الدراسة:

محاولة منا للإجابة على التساؤلات المطروحة و بغية اختبار الفرضيات التي صغناها، فإننا سنعتمد على المزج بين المنهج الوصفي و المنهج التحليلي و المنهج التاريخي، المنهج الوصفي من خلال التطرق لمختلف جوانب الدراسة من أجل إعطاء صورة واضحة و فهم أكثر للموضوع، أما المنهج التحليلي فهو يثري البحث أكثر و يزيد من تبسيط و تحليل الدراسة من خلال التركيز على تقديم إحصائيات و بيانات لرصد و تتبع مختلف تطورات الدراسة من خلال صياغتها في شكل جداول و أشكال و التي تعطي الدراسة مزيدا من الفهم و الإثراء، و المنهج التاريخي عند التطرق إلى عرض لمختلف الأزمات السابقة و ذلك في الفصل الأول.

9- تقسيم الدراسة:

قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول و هي كما يلي:

الفصل الأول: إطار عام عن الأزمة المالية العالمية، حيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، الأول تطرقنا فيه إلى مفاهيم عامة عن الأزمات المالية وأنواعها وأهم أسبابها، أما المبحث الثاني نتناول فيه مفاهيم عن الأزمة المالية العالمية الراهنة بداية ببوادرها و المراحل الكبرى التي مرت بها وصولا إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العالمية و الحلول المقترحة للخروج منها وهذا في المبحث الثالث.

الفصل الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، وعليه قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول تناولنا فيه واق الأسواق المالية العربية، نشأتها، خصائصها، ومعوقاتها، أما المبحث الثاني تطرقنا فيه إلى تداعيات أزمة الرهن العقاري الأمريكية (2008) على الأسواق المالية العربية من خلال التطرق إلى تحليل أداء الأسواق المالية العربية قبل الأزمة المالية و بعدها.

الفصل الثالث: تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق دبي المالي، حيث تناولنا في المبحث الأول إطار عام عن السوق المالي لدبي، نشأته، أهدافه وأدائه قبل الأزمة (2003-2007)، أما المبحث الثاني نتطرق فيه إلى أزمة دبي العالمية، نشأتها، أسبابها وتداعياتها وأهم الحلول المقترحة للخروج منها، كما تناولنا أداء سوق دبي المالي بعد الأزمة.

الفصل الأول

إطار عام عن الأزمة المالية العالمية

تمهيد:

شهد العالم الاقتصادي العديد من الأزمات المالية اختلفت فيما بينها من حيث قوة تأثيرها، حيث لم يعد يمر عقد إلا و تحدث فيه أزمة، و تعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ أزمة الكساد العظيم عام 1929، و ذلك بحكم تداعياتها التي شملت مختلف دول العالم، و التي كانت بدايتها من الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة قروض الرهن العقاري الرديء لتنتقل إلى باقي دول العالم، لتشمل الدول الأوروبية و الآسيوية و دول الخليج العربي، بما فيها الدول النامية لتصبح بذلك أزمة عالمية، نتيجة ركود الاقتصاد العالمي جراء تداعيات الأزمة العالمية ، هذا ما أدى إلى تسارع الدول المتضررة إلى اتخاذ إجراءات للحد من تداعياتها كانت عبارة عن خطط إنقاذ اختلفت من دولة لأخرى.

وفي هذا الفصل نتطرق إلى الأزمة المالية العالمية الراهنة في ثلاث مباحث : المبحث الأول نتطرق فيه إلى مفاهيم عن الأزمة المالية و أنواعها و أهم أسبابها، أما المبحث الثاني نتناول فيه مفاهيم عامة عن الأزمة المالية العالمية الراهنة، من خلال التطرق في البداية إلى بواردها و المراحل الكبرى التي مرت بها و الأسباب التي أدت إلى تفاقمها، وفي المبحث الثالث نبرز فيه مختلف تداعيات الأزمة المالية العالمية على مختلف الاقتصاديات و كذا التطرق إلى الحلول المقترحة للخروج منها.

المبحث الأول: إطار مفاهيمي حول الأزمة المالية

قبل التطرق إلى أزمة الرهن العقاري في أمريكا و تداعياتها ارتأينا أن نتطرق في هذا المبحث إلى محاولة فهم أكثر للأزمة المالية نظرا لما خلفته من عواقب على مختلف الأصعدة والمجالات وعليه قسمنا المبحث الأول إلى مطلبين، الأول نتناول فيه ماهية الأزمات المالية ، أما المطلب الثاني فنوضح فيه أسباب الأزمات المالية وقنوات انتشارها.

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية

ينقسم هذا المطلب إلى فرعين هما:

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية

من خلال هذا الفرع نحاول الإلمام بجميع مفاهيم الأزمة المالية كما يلي:

أولاً: الأزمة لغة:

تعرف الأزمة لغة بأنها "الضيق والشدة وفي الانجليزية Crisis نعني بها نقطة التحول من الأحسن إل الأسوأ وهي لحظة مصيرية أو زمن مهم"⁽¹⁾.

ثانياً: الأزمة اصطلاحاً:

تعرف الأزمة بأنها "مجرد أحداث مفاجئة وغير متوقعة، وربما يمكننا أن نتوقع حدوثها"⁽²⁾.

أما الأزمة الاقتصادية فعرفت على أنها: "اضطراب فجائي يطرأ على التوازن في الأنشطة الاقتصادية في بلد ما أو عدة بلدان، وتطلق بصورة عامة على الخلل الناشئ من اختلال التوازن بين العرض والطلب (الانتاج والاستهلاك)"⁽³⁾.

أما الأزمة المالية فتعددت التعاريف حولها واختلفت، حيث عرفت الأزمة المالية بأنها: "أزمة تمس أسواق المال و أسواق الائتمان في بلاد معينة و قد تنتشر لتتحول إلى أزمة إقليمية أو أزمة عالمية"⁽⁴⁾.

(1) - نواف قطيش: ادارة الأزمات، دار الرابية للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص:24.

(2) - محمد القريوتي وآخرون: التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة، الأزمة المالية العالمية، و الآفاق المستقبلية، ج1، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع ، عمان- الأردن، ط1، 2011، ص : 261.

(3) - عمرو يوسف عبد الله عباينة: الأزمة المالية المعاصرة (تقدير اقتصادي اسلامي)، الكتب الحديث للنشر و التوزيع، اربد-الأردن، 2011، ص:17.

(4) - إبراهيم أبو العلا و آخرون: الأزمة المالية العالمية، أسباب و حلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، ط1، 2009، ص: 19.

أما الأزمة المالية العالمية الراهنة هي: التدايعات الناجمة عن أزمة الرهن العقاري الذي ظهر على السطح في العام 2007 لتنفجر فقاعته الكبرى في النصف الثاني من عام 2008 ، بسبب فشل الملايين من المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للبنوك وأدى ذلك على حدوث هزة قوية في الاقتصاد الأمريكي، ووصلت تبعياتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا فأطاحت في طريقها بعدد كبير من كبريات المؤسسات المالية العالمية ولم تفلح مئات مليارات الدولارات التي ضخّت في أسواق المال العالمية في وضع حد لأزمة الرهن العقاري حتى تطورت إلى أزمة مالية عالمية⁽¹⁾.

كما تعرف الأزمة المالية الحالية بأنها: "اضطراب فجائي حاد جدا طرأ على التوازن الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية لينتقل إلى باقي دول العالم، وتتجسد الأزمة الراهنة التي عصفت بالاقتصاد الأمريكي في حدوث أزمة مالية شديدة انتقلت تداعياتها إلى أسواق المال في الدول وبات علاجها عسيراً"⁽²⁾. من كل ما سبق تبين لنا أن الأزمة المالية تتميز بخصائص نذكر أهمها فيما يلي:

* إن الأزمة تمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متتابعة وسريعة⁽³⁾.

* حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ لما تحمله من تهديد خطير للوضع القائم⁽⁴⁾.

* التعقيد و التشابك والتداخل في عواملها وأسبابها⁽⁵⁾.

* سيادة حالة من الخوف قد تصل إلى حد الرعب⁽⁶⁾.

* نقص المعلومات و عدم وضوح الرؤيا حولها⁽⁷⁾.

(1) - روجي وجددي عبد الفتاح عواد: محاسبة القيمة العادلة و أثرها على الأزمة المالية العالمية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2010، ص:9.

(2) - علة مراد: الأزمة المالية العالمية " تأمل و مراجعة"، مجلة بحوث اقتصادية، العددان، 48-49، خريف 2009- شتاء 2010 ، ص:9.

(3) - بلعزوز بن علي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية مظاهرها و سبل معالجتها، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي، 05-06 ماي 2009، ص:14.

(4) - إيثار عبد الهادي محمد: إستراتيجية إدارة الأزمات، تأطير مفاهيمي على وقف المنظور الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، جامعة بغداد، عدد 64، كانون الأول 2010، ص:50.

(6) - مريم شريف جحنيط: مداخلة بعنوان: علاقة الالتزام بمعايير الحوكمة بالأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009 ، ص:5. إيثار عبد الهادي محمد: إستراتيجية إدارة الأزمات، تأطير مفاهيمي على وقف المنظور الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، جامعة بغداد، عدد 64، كانون الأول 2010، ص:50.

(6) - ماجد سلام الهرامي وجاسم محمد: مبادئ إدارة الأزمات: الإستراتيجية والحلول، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص:20.

(7) - حامدي محمد: مداخلة بعنوان : التأسيس النظري للأزمة المالية، العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية والدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر ، 2009، ص:1.

*تعدد الأطراف و القوى المؤثرة في حدوث الأزمة وتطورها، وتعارض مصالحها، مما تحدث صعوبات جمة في السيطرة على الموقف و إدارته⁽¹⁾.

* ضغط الوقت و الحاجة إلى اتخاذ قرارات صائبة وسريعة مع عدم وجود احتمال الخطأ لعدم وجود الوقت لإصلاح هذا الخطأ⁽²⁾.

* الأزمة تحدث بدعم قوة خفية داعمة و مؤيدة لهذه الأزمات⁽³⁾.

* تؤدي الأزمة إلى حالة من فقدان التوازن⁽⁴⁾.

الفرع الثاني: أنواع الأزمات المالية

هناك ثلاثة أنواع للأزمات المالية يمكن عرضها كما يلي:

أولاً: الأزمات المصرفية:

تعرف الأزمات المصرفية بأنها الحال التي تصبح فيها البنوك في حالة إفسار مالي، بحيث يتطلب الأمر تدخلا من البنك المركزي لضخ أموال إضافية لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي⁽⁵⁾.

فإذا واجه بنك ما زيادة كبيرة و مفاجئة في طلب سحب الودائع فإن هذا يؤدي إلى حدوث "أزمة سيولة" لدى البنك⁽⁶⁾، أما إذا امتدت إلى بنوك أخرى تحدث في هذه الحالة أزمة مصرفية (systematiebanking crimes)⁽⁷⁾، وعندما تتوفر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة إقراض، وهو ما يسمى "بأزمة الائتمان" أو "creditchumch"، مثل ماحدث

(1) - ترهان محمد سهو: الأزمة المالية العالمية الراهنة(المفهوم... الأساليب...التداعيات)، مجلة الإدارة و الاقتصاد، عدد83، 2010، ص:255.

(2) - عليوة السيد: إدارة الوقت و إدارة الأزمات، دار الأمين للنشر و التوزيع، القاهرة،ص- ص: 81-82.

(3) - محمد سرور الحريري: إدارة الأزمات الاقتصادية و طرق حل المشكلات الإدارية، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص:87.

(4) - محمد محمد إبراهيم: إعادة الهيكلة الإدارية للمؤسسات العربية (للتعامل مع التحديات والأزمات المعاصرة في ضوء إدارة تداعيات الأزمة المالية العالمية)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، ط1، 2010، ص: 352.

(5) - عبد الغني الحريري: مداخلة بعنوان: دور التحرير المالي في الأزمات و التعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدوليحول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 5.

(6) - موسى اللوزي و آخرون: التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة، الأزمة المالية العالمية و الآفاق المستقبلية، ج2، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص: 28.

(7) - فريد كورتل: مداخلة بعنوان: الأزمات المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية، المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية و كيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي

الغربي و الإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009، ص:3.

في بريطانيا لبنك "curvrey&overnd" وما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية ندما انهار بنك "bank of united states" وبنك "barastearms" في عام 1931⁽¹⁾.

ثانيا: أزمات أسواق المال (حالة الفقاعات):

تتجم هذه الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة "bubble"⁽²⁾، حيث تتكون عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو غير مبرر هو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره و ليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل⁽³⁾، وعندما يتعاطم الاتجاه نحو بيع الأسهم (التي تعبر عن هذه الأصول)، فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط، وتحدث حالة الانهيار، وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأسهم الأخرى، وهذه الآثار تشمل هذه الصناعة وربما يمتد أيضا إلى الصناعات الأخرى⁽⁴⁾.

ثالثا: أزمات العملات وأسعار الصرف:

تظهر هذه الأزمة خلال الفترة التي تحدث فيها تغيرات كبيرة في سعر صرف العملة أو قيمة موجودات السوق، منها، وتبدأ بوادر هذه الأزمة عندما تتعرض عملة بلد ما إلى هجوم مضاري شديد، يؤدي إلى انخفاض قيمتها انخفاضا كبيرا (فوق 25%) وتبلغ ذروتها عند تدخل السلطات النقدية من أجل خفض قيمتها وبالتالي انهيار سعر صرف العملة⁽⁵⁾.

الفرع الثالث: عرض لبعض الأزمات المالية

شهد العالم وبصورة خاصة الاقتصاد الرأسمالي العديد من الأزمات منذ أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين ولعل من أهم هذه الأزمات ما يلي:

(1) - نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر: أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، عدد 2، 2010، ص: 659.

(2) - هزري طارق و رابحي مختار: مداخلة بعنوان: مستقبل الصيرفة الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة بناء على دراسة تحليلية لتأثيرات الأزمة على البنوك الإسلامية والتقليدية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012، ص: 11.

(3) - عبد المطلب عبد الحميد: الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص: 190-191.

(4) - يوسف أبو فارة: قراءة في الأزمة المالية 2008، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2008، ص: 5.

(5) - لحيمر سارة، شربي محمد الأمين، بحث بعنوان: تأثير الأزمة الاقتصادية العالمية على التجارة الدولية، مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني حول: التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012، ص: 3.

أولاً: أزمة عام 1866⁽¹⁾:

و التي أدت إلى إفلاس عدد من البنوك الانجليزية مما أدى على حدوث أزمة مالية عصفت باستقرار النظام المالي البريطاني، وتعد هذه الأزمة من أقدم الأزمات التي عرفها العالم.

ثانياً: أزمة الكساد الكبير في 1929:

والتي تعد أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي و أقواها أثراً⁽²⁾، حيث هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية بمعدل 13% ثم توالى بعد ذلك الانهيارات لتمتد إلى أسواق المال الدولية، وقد استمر أثر هذه الأزمة عشر سنوات⁽³⁾، ومن أبرز نتائج هذه الأزمة ما يلي⁽⁴⁾:

- امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب دول أوروبا على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي، ما جعل الاقتصاديين في الغرب يبحثون عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر .
- ظهرت النظرية الكينزية لتؤكد على ضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية.

ثالثاً: أزمة الديون العالمية⁽⁵⁾:

بدأت أزمة الديون على المستوى العالمي في الخمسينيات، واتضحت بشكل بارز في بداية الثمانينيات، ففي ظل تحرير القطاع المالي والمصرفي وإلغاء القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال، شهدت البنوك التجارية و المؤسسات المالية الدولية وتوسعا كبيرا في الإقراض لحكومات الدول النامية، لكن كثير من تلك الحكومات تعسر عليها تسديد فوائد وأقساط تلك الديون، ولم تستطع الوفاء بالتزاماتها المالية التي قطعها للبنوك والمؤسسات المالية العالمية الدائنة، حيث شكل إعلان بعض هذه الدول مثل المكسيك سنة 1982 عن وقف دفع أعباء مؤشرا خطيرا لانهيار النظام المصرفي العالمي ومن أهم النتائج المترتبة عن هذه الأزمة هي:

- بدأت محاولات حكومات الدول الدائنة لاحتواء أزمة الديون العالمية خوفا من انهيار مؤسساتها المالية وقطاعها البنكي، فقد خلت لمنع مؤسساتها المالية من الإفلاس وانهيار جهازها المصرفي.

(1) - مصطفى العمواصي و آخرون، الأزمة الاقتصادية و تداعياتها على الشرق الأوسط، دارجليل الزمان للنشر و التوزيع، ط1، 2009، ص:7.

(2) - فريد كورتل، كمال رزيق: الأزمة المالية: مفهومها ، أسبابها و انعكاساتها على البلدان العربية، مجلة الكلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد 20-أ، ص:2.

(3) - شريط عايد: معدل الفائدة و دورية للأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49 خريف 2009 - شتاء 2010، ص:47.

(4) - لعلحناشي: مداخلة بعنوان: تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية، أسبابها و تداعياتها، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر الإسلامية، قسنطينة، يومي 05-06 ماي 2009 ، ص-ص: 294-295.

(5) - ساعد مرابط: مداخلة بعنوان الأزمة المالية العالمية 2008، الجذور والتداعيات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009 ، ص:7.

- خضوع الدول المدينة لوصفة المؤسسات الدولية على رأسها صندوق النقد الدولي تحت ما يعرف ببرنامج التعديل والإصلاح الهيكلي والتي كانت لها آثار وخيمة خاصة على الجانب الاجتماعي لهذه الدول.

رابعاً: أزمات الثمانينات:

خلال عقد الثمانينات شهدت الولايات المتحدة أزمتين متتاليتين هما أزمة 1987-1989 و تأثرت بهما الأسواق المالية العالمية، وفيما يلي عرض لكلا الأزميتين:

1- أزمة 1987 (أزمة الاثنين الأسود)⁽¹⁾: وهي من الأزمات المهمة التي واجهت الاقتصاد الرأسمالي وقد حدثت أيضاً في الولايات المتحدة الأمريكية و كان وقت حدوثها يوم الاثنين بتاريخ 19/10/1987 حيث انهارت فيها أسعار الأسهم في بورصة "ولستريت" في نيويورك، وبلغ مجموع الخسائر 500 مليار دولار ومنها انتقلت الأزمة إلى بقية البورصات العالمية، ومنها بورصة لندن و طوكيو، وفيها تلاشى مؤشر البورصة الاسترالية تماماً وهبطت أسعار العقارات، وانهار مؤشر "نيكاي" بمعدل الثلثين، و كانت هذه الأزمة أقل حدة من أزمة الكساد العظيم، إذ لم تستمر فترة طويلة (سنة واحدة)، ومن نتائج هذه الأزمة ما يلي:

- تعرض البنوك إلى الإفلاس بسبب عدم قدرة العملاء المقترضين بتسديد ما بذمتهم من قروض، و زيادة أعداد العاطلين عن العمل خصوصاً العاملين في البنوك و المؤسسات المالية.

- تأثر البلدان و البنوك المركزية بانخفاض قيمة الدولار، وانخفاض أسعار الأسهم وانهيار مؤشرات "داوجونز"، "نيكاي" و"فايننشال تايمز".

2- أزمة 1989⁽²⁾: بدأت آثار الأزمة في شهر سبتمبر 1989 عقب إعلان الحكومة الأمريكية عن رفع أسعار الجملة و التجزئة بنسبة 5%، 9% على التوالي، مع امتناع البنك المركزي الأمريكي "بنك الاحتياطي الفيدرالي" عن تخفيض أسعار الفائدة، و في 13 أكتوبر 1989 انخفض مؤشر "داوجونز" بنسبة 190 نقطة، أي بمقدار 7%، و في طوكيو فقد مؤشر "نيكاي" 647 نقطة، كما أضع مؤشر "فاننشال تايمز" 142 نقطة.

و تختلف أزمة 1989 بالمقارنة بأزمة أكتوبر 1987 لأسباب عديدة أهمها:

- تحسن الظروف الاقتصادية و عدم توافر ما يدل على اقتراب حدوث أزمة اقتصادية.

- نظراً لارتفاع عوائد الأسهم (بسبب ارتفاع مستوى نشاط معظم الشركات و تحسن أرباحها)، و لم تكن هناك دوافع لبيع الأسهم، لهذا كانت زيادة عرض الأسهم للبيع ضعيفة نسبياً و بعيدة عن أحداث تدهور في الأسعار.

(1) - راضية بوزيان: مداخلة بعنوان: آثار و انعكاسات الأزمة المالية و الاقتصادية على الاقتصاديات العربية - دراسة تحليلية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات، المركز الجامعي الوادي، يومي 26-27 فيفري 2012، ص-ص: 09-10.

(2) - بن سميحة دلال، بن سميحة عزيز: مداخلة بعنوان: تداعيات الأزمة المالية الراهنة على أسواق المال و التجارة العربية، الملتقى الدولي الثاني حول: التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات، مركز الجامعي الوادي، يومي 26-27 فيفري 2012، ص-ص: 5-6.

- اقتصار بيع الأوراق المالية (الأسهم خاصة) على المستثمرين الصغار دون تدخل الشركات الكبيرة، مما يعني ضعف حجم و نطاق العمليات.
- عدم وجود توقعات حول إمكانية ارتفاع أسعار الفائدة بشكل ملحوظ.
- إن إسراع المستثمرين عام 1987 لبيع أسهمهم تسبب فعلا في انخفاض الأسعار، أما عام 1989 فضل المستثمرون عدم الاستعجال في البيع، مما ساعد على تهدئة الأسواق و الحد من انخفاض الأسعار.
- اتسم موقف الحكومة الأمريكية باللامبالاة في أزمة أكتوبر 1987 مما اثر سلبا و زاد في تفاقم الأزمة، على خلاف عام 1989 حين سارعت الحكومات إلى التدخل لإيقاف الأزمة عن طريق مواجهة عمليات البيع المتزايد بحجم كبير جدا من السيولة، و هو ما ساعد على احتواء الأزمة.

خامسا: أزمات التسعينات (أزمة الأسواق الناشئة):

شهد القرن العشرين عددا من الأزمات المالية الاقتصادية و التي عصفت بالأسواق المالية لبعض الدول الناشئة من أمريكا اللاتينية و دول جنوب شرق آسيا.

و فيما يلي نتناول بعض الأزمات التي حدثت في بعض الدول الناشئة:

1- أزمة المكسيك: لقد شرعت المكسيك في إدخال إصلاحات اقتصادية و هيكلية ابتداء من منتصف الثمانينات و التي كانت تهدف في مجملها إلى ترقية التنمية الاقتصادية، و بانتهاء سنة 1994 تعرض اقتصادها إلى أزمة مالية حادة بسبب تزايد العجز في الميزان التجاري، بحيث أدى ذلك إلى خلق أزمة في سعر صرف للعملة المحلية و كذلك انهيار النظام المصرفي نتيجة وقف تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بصورة مفاجئة⁽¹⁾.

وتنفيذا لتوصيات صندوق النقد الدولي قامت الحكومة المكسيكية بتخفيض سعر العملة المكسيكية "البيزو" مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 13% ثم تقويمه بعد ذلك، مما أدى إلى انهيار "البيزو" المكسيكي، و حيث فقد نحو 45% من قيمته أمام الدولار في 31/01/1995⁽²⁾.

(1) - عبد القادر بلطاس: تداعيات الأزمة المالية (أزمة sub-prime)، دار النشر légende، 2009، ص-ص: 131-132.

(2) - أسماء درور، نسرین بن زلوي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الحالية و مستقبل العولمة المالية، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 7.

ومن أهم الأسباب التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية في المكسيك ما يلي⁽¹⁾:

- اعتمادها على القروض المقومة بالدولار، وإتباعها لنظام سعر صرف غير مرن مما جعلها أكثر عرضة لمخاطر الصدمات الخارجية.

- أدت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى فائض سيولة في نظامها المالي، مما أدى إلى توسع البنوك في الإقراض لا سيما إلى قطاع العقارات، مما يترتب عليه تفاقم مشكلات الديون المعدومة أو المتعثرة.

- تدفق رؤوس الأموال المفاجئ إلى الخارج على نطاق واسع، و التوقف المفاجئ في تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، مما أدى إلى أزمة عميقة في النظم المالية الداخلية⁽²⁾.

2- أزمة جنوب شرق آسيا: عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمات مالية قبل عام 1997، كأزمة أندونيسيا عام 1978، وكوريا عام 1980، إلا أن الأزمة المالية لعام 1997 كانت أخطرها من حيث العمق الداخلي والبعد العالمي⁽³⁾، حيث شهدت الأسواق المالية للعديد من الدول الآسيوية انهيارا كبيرا بدأ يوم الاثنين الثاني من أكتوبر عام 1997 و أطلق عليه يوم "الاثنين المجنون"، بدأت الأزمة من تايلاند، وانتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة، حينما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد، فانخفض مؤشر (hangsang) بنحو 1211 نقطة لأول مرة منذ أكثر من ثلاثين سنة، إضافة إلى انخفاض مؤشرات بقية بورصات دول المنطقة⁽⁴⁾.

ومن أسباب هذه الأزمة ما يلي⁽⁵⁾:

- المضاربة على أسعار صرف العملات على دول جنوب شرق آسيا، عندما وجدت هذه الدول أن المضاربات ستؤثر على قيمة عملاتها بدأت برفع أسعار الفائدة في البنوك بهدف وقف التحويلات من العملات الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي.

- وجود بعض المشاكل المتشابهة في دول جنوب شرق آسيا و التي أضعفت الجهاز المصرفي كارتفاع مديونية البنوك المحلية و المشتركة بالعملات الأجنبية .

(1) - عبير وعة: الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على اقتصاديات دول العالم، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 2009/2008 ، ص-ص: 46-47.

(2) - نوري منير و محمد معمر، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية المكسيكية 1995، والحلول المقترحة من طرف خوزيه اجل جوريا، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012، ص:6.

(3) - كمال العقريب، بلحمدي سيد علي : مداخلة بعنوان: أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية و خيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي، 5-6 ماي 2009، ص-ص: 11-12.

(4) - محمد عبد الوهاب العزاوي، عبد السلام محمد خميس، الأزمات المالية : قديمها و حديثها ، أسبابها ونتائجها ، والدروس المستفادة ، إثراء للنشر و التوزيع، ط1، الأردن، 2010، ص: 2.

(5) - زهية كواش ، فتيحة بن حاج جيلالي مفرارة: مداخلة بعنوان : الأزمة المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، الملتقى الدولي للتأهيل: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2006 ، ص: 11.

- مثلت الديون القصيرة الأجل حجما كبيرا من إجمالي الديون، وكانت النتيجة تدافع المودعون على سحب ودائعهم من المصارف بصورة غير عادية⁽¹⁾.

سادسا: أزمة فقاعات شركات الأنترنت في أواخر القرن العشرين⁽²⁾:

عرف العالم نوعا جديدا من الأزمات المالية عرفت بأزمة "فقاعات شركات الأنترنت" بدأت حينما أدرجت أسهم تلك الشركات في سوق الوراق المالية في الولايات المتحدة والذي يعرف بمؤشر "ناسداك" "nasdaq" حيث ارتفعت أسعار أسهم تلك الشركات في البداية بشكل كبير في وقت حقق فيه عدد قليل من تلك الشركات أرباحا حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة في عام 2000.

و قد ترتب عن هذه الأزمة عدة نتائج أهمها:

- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة، تزامنا مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 و التي أدت الى اغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت حتى زوال آثار هذه الأزمة.

- قيام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض سعر الفائدة من 6.25% إلى 1% و ذلك من أجل تحفيز النمو الاقتصادي بسبب تأثير تلك الشركات بالأزمة المذكورة .

المطلب الثاني: أسباب و قنوات انتشار الأزمات المالية

ينقسم هذا المطلب إلى فرعين هما:

الفرع الأول: أسباب الأزمات المالية:

هناك عدة أسباب تؤدي إلى نشوب الأزمات المالية و المصرفية نذكر أهمها:

أولا: عدم تماثل المعلومات:

إن أحد و أهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي في حدوث أزمات مالية و مصرفية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، و هي تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي

(1) - عبد القادر بلطاس: تداعيات الأزمة المالية (أزمة sub-prime)، دار النشر légende، 2009، ص-ص: 131-132.

(2) - فوزي محيريق، عتبة عبد اللاوي: مداخلة بعنوان: "مصيدة السيولة الكينزية" كأحد حلول الأزمة...بين: وصمة" من انتكاس رأسمالي ووصفة من طرح إسلامي، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية : النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009 ، ص: 7.

المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم و ينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة⁽¹⁾.

ثانياً: التحرر المالي غير الوقائي:

إن تحرير السوق المالي المتسارع، غير الوقائي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية فمثلاً عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعارها، وبترافق ذلك أيضاً مع التوسع في منح الائتمان والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصاً في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية كذلك فإن التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في المصارف تقييمها و التعامل معها، مما يؤدي إندخول مصارف أخرى إلى السوق المال ما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لا سيما في أنشطة ائتمانية غير مهياة لها، ومن دون الإعداد والتهيئة الرقابية قبل التحرر المالي فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات⁽²⁾.

ثالثاً: التقلبات في أسعار الفائدة:

تعتبر التقلبات العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية، فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على الدول النامية و درجة جاذبيتها حيث قدر أن ما بين 50-67% من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينيات، كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً⁽³⁾.

رابعاً: ضعف النظم المحاسبية و الإفصاح و الأطر القانونية:

إذا كان الهيكل المؤسسي الذي تعمل في إطاره البنوك هشاً أو ضعيفاً فإن أداء البنوك سيتأثر بشكل سيء، ويرى معظم المحللين أن النظم المحاسبية المتبعة وإجراءات الإفصاح المحاسبي وكذلك الإطار التشريعي تعتبر من معوقات فعالية جهاز السوق و ممارسة الإشراف الفعال على البنوك، وأوجه الضعف هذه تؤدي إلى تدهور معدلات الربحية، و لا يستطيع المستثمر الخاص أو المشرفون تنظيم و رقابة البنوك التي ترتكب أخطاء بدون معلومات تتسم بالدقة والموضوعية والشمول حول المقدرات الائتمانية للعملاء والمقترضين، وإذا كان النظام

(1) -بريش عبد القادر، طرشي محمد : مداخلة بعنوان: التحرير المالي و عدوى الأزمات المالية - أزمة الرهن العقاري، المنتدى الدولي الثاني حول: الأزمة الراهنة والبدائل المالية و المصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص-ص: 9-11.

(2) -بريش عبد القادر، طرشي محمد، مرجع السابق، ص-ص: 9-11.

(3) -بولكور نور الدين، شرون عز الدين: مداخلة بعنوان: الدول العربية بين ضرورة التكتل الاقتصادي و تحديات الأزمات المالية، المنتدى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012، ص: 18.

التشريعي يتسم بالتعقيد وبطئ الإجراءات وطولها سواء للبنوك للمطالبة بحقوقها تجاه المقترضين أو في حالات الإفلاس فإن النتيجة هي ارتفاع خسائر البنوك وارتفاع تكاليف الإقراض⁽¹⁾.

الفرع الثاني: نظام التنبؤ بالأزمات و أهم قنوات انتشارها:

أولاً: نظام التنبؤ بالأزمات (جهاز الإنذار المبكر):

لقد كان هنا اهتمام كبير للتعرف على المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تصلح كإشارات تحذير للأزمات المالية و المنهج الشائع هو بناء نظام للإنذار المبكر" الذي يمكن من خلاله التعرف على مجموعة من المتغيرات والتي يكون سلوكها قبل حدوث الأزمة مختلفا عن السلوك الذي تسلكه خلال الفترات العادية⁽²⁾.

و يمكن تعريف نظام الإنذار المبكر على أنه: تلك الأداة القادرة على توقع حدوث الأزمات من خلال تقييم مختلف المخاطر الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والبيئية والضغط السكانية وغيرها لبلد ما حيث يشمل أسس نظرية و مجموعة من الإجراءات العلمية المتسلسلة و المتناسقة، التي يتم من خلالها تحديد المخاطر الإجمالية في مجال ما ، لبلد ما، لتوفير المناسبة لمتخذي القرارات والتي تفيد مسبقا في توقع حدوث الأزمة في البلد المعني"⁽³⁾.

إن نظم الإنذار المبكر يجب استخدامها و ليس استغلالها، حيث يعني هذا أن الاستخدام الأساسي لهذه النظم يجب أن يقتصر على كونها مجرد أداة واحدة من بين كثير من أدوات تحليل المخاطر الخارجية، ويجب أن يكون أي استخدام لنظم الإنذار المبكر في إطار تحليل أوسع يأخذ في الاعتبار كافة العوامل المعقدة ذات الأهمية التي لا بد من تجاهل بعضها في أي نموذج إحصائي مقارن بين البلدان⁽⁴⁾.

وفي إطار سعي صندوق النقد الدولي للتنبؤ بالأزمات لجأ هذا الأخير إلى الاعتماد على نموذج الإنذار المبكر الذي يعتمد في التحليل والتنبؤ بوقوع الأزمات على مجموعة من المتغيرات والبيانات (مدة 12-24 شهر) التي تؤدي إلى إحداث الأزمة، وأهمها: نسبة الدين القصير الأجل إلى احتياطات النقد الأجنبي، الارتفاع في

(1) - عرابه رايح، بن عوالي حنان: مداخلة بعنوان: ماهية الأزمات المالية و الأزمة المالية الحالية:الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 05-06 ماي 2009، ص: 386.

(2) - هيل عجيبي جميل، الأزمات المالية : مفهومها و مؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة، مجلة جامعة دمشق ، الأردن، عدد1، 2003، ص: 283.

(3) - نادية العقون: العولمة الاقتصادية والأزمات المالية:الوقاية و العلاج "دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013، ص: 262.

(4) - أندرو بيرغ، كاثرين بايتلو: تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، قضايا اقتصادية، واشنطن العاصمة، عدد 22، يوليو 2000، ص

سعر الصرف الحقيقي بالنسبة للاتجاه السائد، العجز في الحساب الجاري للمعاملات الخارجية، بحيث كلما ارتفعت قيمة تغير من هذه المتغيرات ازداد احتمال وقوع الأزمة⁽¹⁾.

وباستخدام المنهج السابق، أظهرت دراسة أجريت على عينة شملت 53 دولة متقدمة ومتخلفة خلال الفترة من 1975-1997 أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية مثل أسعار الصرف، مؤشرات الأسواق النقدية والمالية، قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة بسنة أو سنتين، ويمكن تصنيف أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما لأزمات في سوق الأوراق المالية أو تعرضها لأزمة العملة⁽²⁾، في صنفين: ⁽³⁾

- التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية.

- الخصائص الهيكلية للسوق (البنوية).

والجدول التالي يوضح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف:

(1) -لطرش ذهينة: مداخلة بعنوان، دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و

الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام، 20-21 أكتوبر 2009، ص:6.

(2)-زايدي عبد السلام و مقران يزيد: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب،

ليبيا، مصر، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الاسلامي كنموذج)، المركز الجامعي

بخميس مليانة، أيام 5-6 ماي 2009، ص:7.

(3)- زايدي عبد السلام و مقران يزيد، المرجع السابق، ص:7.

الجدول رقم(1): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
- انخفاض معدلات التبادل.	- ارتفاع معدل التضخم.
- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات.	- نمو سريع حقيقي في التدفق النقدي.
- قطاع التصدير أكثر تركيزا.	- انخفاض حقيقي في معدل نمو الصادرات.
- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية.	- عجز مالي متزايد .
- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل.	- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.
- تحرر سوق المال الحديث.	- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية.
- إطار ضعيف للإشراف على الأموال و تنظيمها.	- كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.
- أسواق الائتمان بأصول مالية أو عقارية.	- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة
- انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم.	- مئوية من الناتج القومي الإجمالي.
- سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم.	- نمو الديون الخارجية و زيادة الديون بالعملات
- الرقابة على دخول السوق و الخروج منه.	- الأجنبية.
	- انخفاض الاحتياطي العالمي.
	- انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي.
	- ارتفاع معدل الأسعار و الأرباح.
	- ارتفاع معدل البطالة.

المصدر: نادية العقون، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 268.

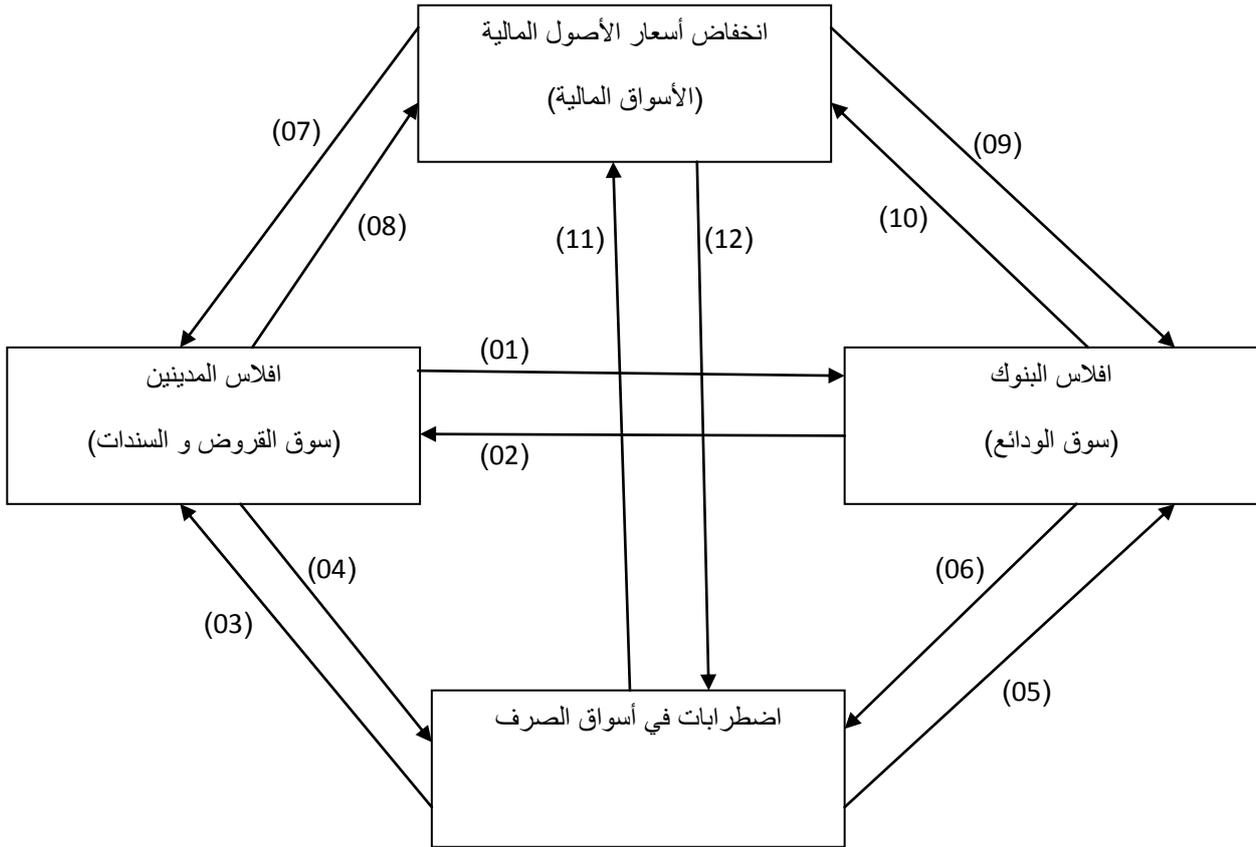
من خلال الجدول(1): يتضح أن الأزمة المالية تحدث نتيجة ظهور اختلالات داخل الاقتصاد الكلي وكذلك على مستوى الخصائص الهيكلية و البنوية للدولة.

و للتنبؤ بهذه الأزمات قبل حدوثها يتم الاعتماد على المؤشرات المذكورة سابقا والتي تدل في الغالب على تعرض بلدان عديدة إلى أزمة مالية، ومعنى ذلك أن هناك إمكانية للاعتماد على سلوك مؤشرات الاقتصاد الكلي للتنبؤ بوقوع الأزمات المالية قبل حدوثها مما يستدعي الاستمرار في تحليل هذه المؤشرات من قبل واضعي السياسات الاقتصادية كمحاولة لتجنب الاختلال في المتغيرات المؤدية للأزمات المالية.

ثانيا: قنوات انتشار الأزمة المالية:

يلخص الشكل الموالي قنوات انتشار الأزمات المالية:

شكل رقم (1): قنوات انتشار الأزمات المالية



المصدر: جوجو زينب: تطورات الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على النظام المالي الدولي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة دالي إبراهيم، 2009-2010، ص:10.

يوضح الشكل رقم(1) مختلف القنوات المحتملة لنشأة الأزمات المالية بين مختلف الأسواق: سوق القروض، السوق المالية، سوق الودائع (البنوك)، وأسواق الصرف، وفيما يلي شرح لهذه القنوات⁽¹⁾:

- القناة رقم 01:و تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القرض والسندات نحو الجهاز المصرفي، فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول يؤثر سلبا على البنوك ويزيد من احتمال

(1)- عبد الغاني بن علي: أزمة الرهن العقاري و أثرها في الأزمة المالية العالمية رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة دالي إبراهيم، 2009-2010، ص-ص:13-14.

إفلاسها، وهو ما حدث في أزمة المديونية سنة 1982⁽¹⁾.

- **القناة رقم 02:** تبين الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وبالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك، والشاهد على ذلك ما حدث في الأزمة البنكية بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929.

- **القناة رقم 03:** أزمة في سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها والتحول إلى سندات بعملة أخرى.

- **القناة رقم 04:** إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين و خاصة الأجانب فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبير المعروضة.

- **القناة رقم 05:** قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

- **القناة رقم 06:** إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات مع الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بالعمليات مع الخارج.

- **القناتين 07-08:** وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو يدل عن الاستثمار في الأسهم.

- **القناتين 09-10:** وتعبيران عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال و العكس، حيث عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تمتلك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية.

- **القناتين 11-12:** وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أم تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فمثلاً عند تخفيض العملة يحدث هلع لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون التخلي عن أصولهم المالية والمقيمة بتلك العملة.

(1)- جوجو زينب : مرجع سبق ذكره، ص: 33.

المبحث الثاني: إطار مفاهيمي حول أزمة الرهن العقاري

نستطيع تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، المطلب الأول نتناول فيه بؤادر الأزمة المالية العالمية الراهنة والمراحل الكبرى التي مرت بها، أما المطلب الثاني نتطرق فيه إلى أهم أسباب هذه الأزمة .

المطلب الأول: بؤادر الأزمة المالية العالمية الراهنة و المراحل الكبرى التي مرت بها

ينقسم هذا المطلب إلى فرعين و هما كالآتي:

الفرع الأول: بؤادر أزمة الرهن العقاري الأمريكية (sub-prime)

تعتبر الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسو منذ أزمة الكساد العالمي الكبير في ثلاثينيات القرن العشرين، ثم امتدت إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية والآسيوية والخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي⁽¹⁾، وترجع بداية أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة نتيجة الغموض وانعدام الشفافية في عمل النظام المصرفي في الولايات المتحدة الأمريكية عموماً، فضلاً عن ذلك غياب الرقابة الحكومية الفيدرالية على عملية منح القروض العقارية⁽²⁾.

وترجع بداية الأزمة داخل الاقتصاد الأمريكي منذ عام 2000م رغم أنها لم تظهر بشكل واضح حتى سنة 2008م، حيث انخفضت أسعار الفائدة بشكل كبير إلى حوالي 1%، في منتصف 2003 إلى غاية منتصف سنة 2004 وتزامن مع انفجار فقاعة شركات الأنترنت وأخذت قيمة العقارات ترتفع وارتفعت معها أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر سواء في الولايات المتحدة أو في غيرها من دول العالم، في مقابل انخفاض أسهم القطاعات الاقتصادية الأخرى، بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة والأمر الذي أدى إلى إقبال الأمريكيين أفراداً وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل، مما نتج عن ذلك زيادة الإقبال نحو الاقتراض من البنوك وازداد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية للأفراد من ذوي الدخل المنخفضة وغير القادرين على السداد، والمسماة بالقروض الرديئة وذلك دون التحقق من قدراتهم على السداد⁽³⁾.

(1) - صلاح زين الدين: بحث بعنوان: مواقف الدول المتقدمة والدول النامية تجاه الأزمة المالية العالمية (دراسة مقارنة بين ألمانيا و مصر)، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق-جامعة المنصورة، الفترة من، 1-2 أبريل 2009، ص:4.

(2) - ضياء مجيد الموسوي: الأزمة المالية العالمية الراهنة منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004-2010، ص:7.

(3) - عدنان أحمد الصمادي: ورقة بحثية بعنوان: الأزمة الراهنة: أسبابها و تداعياتها من وجهة نظر الإسلام، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية- المعهد العلمي للفكر الإسلامي- عمان، الأردن، 1-2 سبتمبر 2010، ص-ص: 4-5.

حيث وصلت حجم القروض العقارية غير المسددة إلى 12 تريليون دولار عام 2007 وهو ما يعادل 80% من حجم الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة السنوي⁽¹⁾.

حيث كانت هناك تسهيلات غير مسبقة في شروط وضمانات هذه القروض، وهي نتيجة منطقية ليس فقط لما يتصوره البعض لفقدان الرقابة والضوابط، و لكن أيضا، هو الأهم، نتيجة للسيولة المالية التي أحدثتها تخفيض سعر الفائدة وتضائل ربحية المشروعات الإنتاجية، ونتيجة لهذا التوجه المتزايد والملفت للانتباه ارتفعت أسعار العقارات في السوق الأمريكي بنسبة تصل إلى 200% خلال الفترة 2001-2006، وهو ما أدى بدوره إلى زيادة جاذبية هذا القطاع للاستثمارات المالية من قبل البنوك⁽²⁾، كما ارتفع معدل التملك السكني في الولايات المتحدة من 64% سنة 1996 إلى 69.2% سنة 2004⁽³⁾.

واتسع نطاق الأزمة ليشمل النظام المالي بكامله حيث امتدت في البداية إلى مؤسستين ماليتين كبيرتين متخصصتين في إعادة تمويل القروض العقارية وهما "فانيماي" و"فريدي ماك"، ونظرا للدور الكبير لهاتين المؤسستين وتأثيراتهما البالغة على النظام المالي الأمريكي فإن الخزينة الأمريكية سارعت إلى نجدتهما وذلك بعد أن تراجعت أسعارهما في البورصة بنسبة 46% خلال الفترتين 7 إلى 12 جويلية 2007 ورغم هذه الجهود المبذولة من طرف الخزينة الأمريكية إلا أن هذا لم يمنع من تواصل الإفلاسات كان على رأسها البنك الأمريكي "كيمنبراندز" (أكبر البنوك في الولايات المتحدة الأمريكية) الذي أعلن إفلاسه في شهر نوفمبر 2008⁽⁴⁾، وقد قدرت ديون هذا البنك حوالي 613 مليار دولار، منها 160 مليار دولار لعملاء خارج الولايات المتحدة، أما خسائره فقدت بـ 7 مليار دولار حيث هبطت أسهم البنك إلى 90% من قيمتها⁽⁵⁾، فيما كانت أصوله 634 مليار دولار⁽⁶⁾.

ومع بداية عام 2006 حدثت حالة من التشعب في سوق التمويل العقاري، فارتفعت أسعار الفائدة لتصل إلى 5.25% وأصبح الأفراد المستفيدون من القروض المتدنية الجودة غير قادرين على سداد الأقساط المستحقة

(1) - وليد أحمد صافي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية 2008، طبيعتها، أسبابها، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الرهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص: 18.

(2) - آيت زيان كمال و اليفي محمد: مداخلة بعنوان: تحليل و تشخيص الأزمة المالية العالمية الرهنة من منظور الاقتصاد الإسلامي (محاولة لاستنباط الدروس و استخراج الحلول)، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الرهنة و البدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص: 10.

(3) - مفتاح صالح و معارفي فريدة: مداخلة بعنوان: أزمة النظام المالي العالمي و بديل البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الرهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص: 5.

(4) - أوكيل نسيم وآخرون: الأزمة المالية في منطقة الأورو أسباب نشوبها و انتشارها و الدور الذي لعبته الأسواق المالية و وكالات التصنيف الائتماني فيها، بحوث إقتصادية عربية، العددان 61-62، شتاء- ربيع 2013، ص: 17.

(5) - عيبر شابي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الجديدة و أزمة الرهن العقاري، اليوم الدراسي حول: الأزمة المالية الرهنة... مفهومها، أسبابها، و انعكاساتها، المركز الجامعي بالوادي، يوم 3 فيفري 2009، ص: 10.

(6) - عبد العزيز قاسم محارب: الأزمة المالية العالمية، الأسباب و العلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2011، ص: 20.

عليهم، وازداد الأمر سوءا بانتهاء فترة الفائدة المنخفضة للقروض ، وازدادت معدلات حجز البنوك على العقارات من لم يستطيعوا السداد، لتصل إلى حوالي 93%، وفقد أكثر من مليوني أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات، وأصبحوا مكبلين بالالتزامات المالية طوال حياتهم⁽¹⁾.

وباعتبار الاقتصاد الأمريكي له أثر كبير على الاقتصاد العالمي فإن من العوامل التي جعلت الأزمة المالية الأمريكية أزمة مالية عالمية ما يلي⁽²⁾:

- **العامل الأول:** وتعتبر عنه الانعكاسات السلبية التي تتأثر بها اقتصاديات الدول الأخرى، فكما هو المعلوم أن الو.م.أ هي أكبر بلد مستورد في العالم حيث تبلغ وارداتها السلعية نحو 1919 مليار دولار أي ما نسبته 15.5% من الواردات العالمية، و بالتالي فإن الأزمة الاقتصادية و ظهور بواكر الكساد الاقتصادي في أمريكا سوف ينعكس على صادرات دول العالم الأخرى.

- **العامل الثاني:** و يتمثل في سهولة تعويض الخسائر حيث اعتاد بعض أصحاب رؤوس الأموال الاستثمار في عدة أسواق مالية في آن واحد، فإذا ما تعرضت أسهمهم في دولة ما للخسارة فإنهم يسحبون أموالهم المستثمرة إلى دولة أخرى لتعويض الخسارة أو تقاديتها.

- **العامل الثالث:** و يتعلق بالمخاوف من تقلبات سعر صرف الدولار السلبية مقابل العملات الرئيسية وهذه التقلبات لها شواهد كثيرة وهي تعني اقتصاديا حدوث خسارة في الاستثمارات بعملة الدولار سواء كانت في الو.م. نفسها أو خارجها خاصة في الدول التي تعتمد على سعر صرف ثابت للدولار، وعليه فإن حدوث أزمة مالية في أمريكا سوف يقود إلى سحب الاستثمارات من الدولة المرتبطة بالدولار (بسر صرف ثابت) لتتوطن في دول أخرى ذات عملات معومة.

الفرع الثاني: المراحل الكبرى التي مرت بها الأزمة المالية الراهنة

عرفت الأزمة المالية العالمية التي اندلعت في بداية 2007 عدة محطات بارزة بالولايات المتحدة الأمريكية و فيما يلي عرض لأهم هذه المحطات:

(1) - عدنان الصمادي: مرجع سبق ذكره، ص: 5.

(2) - فوزية غربي: مداخلة بعنوان: أسباب الأزمة المالية و تداعياتها على الاقتصاديات العربية و الجزائر، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، يومي 05-06 ماي 2009، ص-ص: 210-211.

- **فيفري 2007⁽¹⁾**: الولايات المتحدة الأمريكية شهدت ارتفاعا كبيرا في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، مما أدى إلى ظهور أولى عمليات الإفلاس في المؤسسات المصرفية المتخصصة.
- **أوت 2007⁽²⁾**: تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سول السيولة.
- **أكتوبر - سبتمبر 2007⁽³⁾**: عدت مصارف كبرى أعلنت انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- **22 جانفي 2008⁽⁴⁾**: تخفيض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي) لمعدل فائدة الرئيسية ثلاث أرباع النقطة إلى 3.5% و هو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم جرى التخفيض تدريجيا إلى 2% بين جانفي ونهاية أبريل 2008.
- **17 فيفري 2008⁽⁵⁾**: الحكومة البريطانية تؤمم بنك "تورذرن روك".
- **11 مارس 2008⁽⁶⁾**: تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق الاقتراض.
- **16 مارس 2008⁽⁷⁾**: إعلان "جي بي مورغان تشيس" شراء بنك الأعمال الأمريكي "بيرستيرتر" بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.
- **24 أبريل 2008⁽⁸⁾**: قام مصرف "يوي أس" السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكي والتي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من
-
- (1) - ضيف الله العيساوي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و موقف الاقتصاد الإسلامي منها، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجا)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص:7.
- (2) - بوعروج لمياء: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الحالية: دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث و التداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي، الملتقى الاقتصادي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5-6 ماي 2009، ص: 366.
- (3) - أحمد زكريا صيام: دور الحاكمية في الحد من تداعيات الأزمة المالية على بورصة عمان، مجلة علوم إنسانية، الأردن، العدد 42، صيف 2009، ص: 6.
- (4) - الداوي الشيخ: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها و حلولها، في إطار مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس-لبنان، 13-14 مارس 2009، ص:9.
- (5) - جمعة محمود عباد: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الاقتصادية العالمية و آثارها الحالية و المتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني، المؤتمر الدولي حول، الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 2009، ص:11.
- (6) - نصيرة بوعون يحاوي: الأزمات المالية العالمية و ضرورة إصلاح صندوق النقد الدولي، متيجة للطباعة، الجزائر، 2011، ص:59.
- (7) - محمود الصمديعي و اخرون: التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة: الأزمة المالية العالمية و الافاق المستقبلية، ج3، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الأردن، ط1، ص:375.
- (8) - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، ط1، 2010، ص:333-334.

أصوله في أكبر خسارة يتعرض لها أول مصرف سويسري والمصنف الثالث أوروبا، والأول عالميا في مجال إدارة الثروات الخاصة.

- 30 ماي 2008⁽¹⁾: قال مسؤول بوزارة الخزانة الأمريكية أن أزمة الرهن العقاري بدأت تتقلص بعد الجهود التي قام بها الاحتياطي الاتحادي و البنوك المركزية الأخرى لضخ الموال في المؤسسات المالية و قال "كلي لوري" مساعد وزير الخزانة للشؤون الدولية أن الاحتياطي الاتحادي و البنوك الأخرى تتسق جهودها لحماية النظام المالي من الاضطراب بعد ما ظهرت أزمة قروض الرهن العقاري سنة 2007، كما أشار "كوري" إلى أن المؤسسات المالية أبلغت عن خسائر زادت عن 300 مليار دولار بسبب الأزمة المالية، لكن تم تخفيض هذه المشكلة بتوفير 200 مليار دولار من البنوك المركزية، مما ساعد البنوك في توفير القروض.

- 7 سبتمبر 2008⁽²⁾: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي" تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.

- 15 سبتمبر 2008⁽³⁾: اعتراف بنك الأعمال "ليمان برانرز" بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو بنك "أوف أمريكا" شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو بنك "ميريل لينش"، كما اتفقت عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة الأزمة، في حين وافقت المصارف المركزية على فتح مجالات الإقراض، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.

- 16 سبتمبر 2008⁽⁴⁾: الاحتياطي الفدرالي والحكومة الأمريكية تؤمنان أكبر مجموعة تأمين في العالم "ايه أي جي" المهتدة بالإفلاس عن طريق منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79 % من رأسمالها.

- 17 سبتمبر 2008⁽⁵⁾: البورصات العالمية تواصل تدهورها وتكثف المصارف المركزية تقديم السيولة للمؤسسات المالية.

(1) - بن عبد الفتاح دحمان، مداخلة بعنوان: سعر الفائدة ومحدوديته في علاج الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجا)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص:10.

(2) - كنجو كنجو و آخرون: التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصر (الأزمة المالية العالمية و الآفاق المستقبلية)، ج4، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، ط1، 2011، ص:169.

(3) - حمداوي فريدة، جودي فاطمة: الأزمة المالية العالمية الحالية و آثارها (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الدراسة التطبيقية في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008-2009، ص:33.

(4) - بوعشة مبارك: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية، الجذور، الأسباب، و الآفاق، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص:8.

(5) - بوعشة مبارك: المرجع السابق، ص:9.

- 18 سبتمبر 2008⁽¹⁾: البنك البريطاني "لويدتي إسبي" يشتري منافسه "اتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس، السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
- 19 سبتمبر 2008⁽²⁾: الرئيس الأمريكي "جورج بوش" يوجه نداء إلى التحرك فوراً حيال خطة لإنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات حول الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك⁽³⁾، والأسواق المالية تضاعف قلقها أمام مطاظة الخطة الأمريكية⁽⁴⁾.
- 26 سبتمبر 2008⁽⁵⁾: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية و التأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب الشكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، في الولايات المتحدة يشتري بنك "جي بي مورغان" منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفيدرالية.
- 28 سبتمبر 2008⁽⁶⁾: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس و في أوروبا يجري تعميم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا و هولندا و لوكسمبورغ، و في بريطانيا يجري تأميم بنك "برادفورد و بينغلي".
- 29 سبتمبر 2008⁽⁷⁾: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، بورصة "وول ستريت" تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البوصات الأوروبية بشدة في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.
- أول أكتوبر 2008⁽⁸⁾: مصادقة مجلس الشيوخ الأمريكي على خطة الإنقاذ المالية المعدلة.

(1) - سعيدي يحي، أوصيف لخضر: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية: الأسباب والتداعيات، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012، ص: 14.

(2) - سعيدي يحي، أوصيف لخضر، المرجع السابق، ص: 14.

(3) - حروفش سهام، صحراوي إيمان: مداخلة بعنوان: دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 17.

(4) - محمود الصميدعي، مرجع سبق ذكره، ص: 376.

(5) - خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية وخصخصة الشركات، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على متطلبات الأعمال "التحديات-الفرص-الأفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، للفترة 10-11 نوفمبر 2009، ص: 26.

(6) - خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

(7) - عبد السلام مخلوفي، سفيان بن عبد العزيز: مداخلة بعنوان: التكتلات الاقتصادية وجه جديد للحماية التجارية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012، ص: 10-11.

(8) - بشلم أحلام: تداعيات الأزمة المالية العالمية (الرهن العقاري) على المؤشرات الاقتصادية الرئيسية (دراسة حالة السعودية، مصر والجزائر)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي ميلة، 2011-2012، ص: 42.

- 8 أكتوبر 2008⁽¹⁾: الاحتياطي الاتحادي الأمريكي يقود جهودا دولية لخفض متزامنة لأسعار الفائدة، و بريطانيا تعرض 50 مليار جنيه إسترليني على أكبر البنوك البريطانية لمساعدتها على تخطي الأزمة.

المطلب الثاني: أسباب الأزمة المالية العالمية الراهنة:

للأزمة المالية عدة أسباب أدت على تفاقمها، حيث يمكن إبراز أهم هذه الأسباب في شقين: الأول نتطرق فيه إلى أهم أسباب الأزمة المالية العالمية من منظور الاقتصاد الرأسمالي، أما الثاني نتطرق فيه إلى أسباب الأزمة من منظور الاقتصاد الإسلامي وهذا ما سنوضحه فيما يلي:

الفرع الأول: أسباب الأزمة المالية الحالية من منظور النظام الاقتصادي الرأسمالي

باعتبار أن معظم اقتصاديات دول العالم مرتبطة بالاقتصاد الأمريكي فإن معظم مسببات الأزمة المالية تنسب إلى الاقتصاد الأمريكي، وهذا ما جعلها أزمة مالية عالمية هددت كل الاقتصاديات العالمية ومعها النظام الرأسمالي وفيما يلي هذه الأسباب:

أولا: تراجع أداء الاقتصاد الأمريكي:

إن التراجعات التي شهدتها أداء الأنشطة الإنتاجية للاقتصاد الأمريكي كان لها الأثر السلبي في عدم قدرة الاقتصاد الأمريكي على مواجهة الأزمة المالية الراهنة و التصدي لها، وأهم نتائج هذا التراجع ما يلي:

أ- عجز في الميزان التجاري⁽²⁾: حيث منذ عام 1971 لم يسجل الميزان التجاري أي فائض بل كان العجز يزداد سنويا حيث وصل عام 2006 إلى 758 مليار دولار ويعود السبب الأساسي إلى عدم قدرة الجهاز الإنتاجي خاصة السلعي على تلبية الاستهلاك.

2- عجز الميزانية: حيث قدرت عام 2008 حوالي 410 مليار دولار أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي⁽³⁾، ومن بين أسباب ازدياد عجز في الموازنة، الإنفاق العسكري الأمريكي في الخارج (تمويل حربه في العراق و أفغانستان) حيث صرح"جوزيف ستيجلتزر"^(*) في عام 2008 في مقابلة نشرتها صحف أسترالية أن الحرب على العراق كلفت الولايات المتحدة الأمريكية 50 إلى 60 مرة أكثر من تقديرات إدارة بوش⁽⁴⁾.

(1) -بشلم أحلام، المرجع السابق، ص:42.

(2) - روضة جديدي، عياشي عبد الله، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على دول العالم الثالث (دول منطقة الأوبك)، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2009، ص:3.

(3) - كمان بن موسى، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2009، ص:9.

(*)-جوزيف ستيجلتزر: اقتصادي حائز على جائزة نوبل للسلام و المستشار السابق للرئيس كلينتون.

(4) - عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، مرجع سبق ذكره، ص:312.

3- ارتفاع الدين الحكومي العام: حيث ارتفع من 4.3 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003 وإلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007⁽¹⁾، لتصل أكثر من 10 تريليون دولار بنهاية سبتمبر 2008 وأصبحت هذه الديون العامة تشكل حوالي 64% من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة وبذلك يمكن تصنيف الولايات المتحدة ضمن الدول التي تعاني من مشكلة مديونية مزمنة وحادة⁽²⁾.

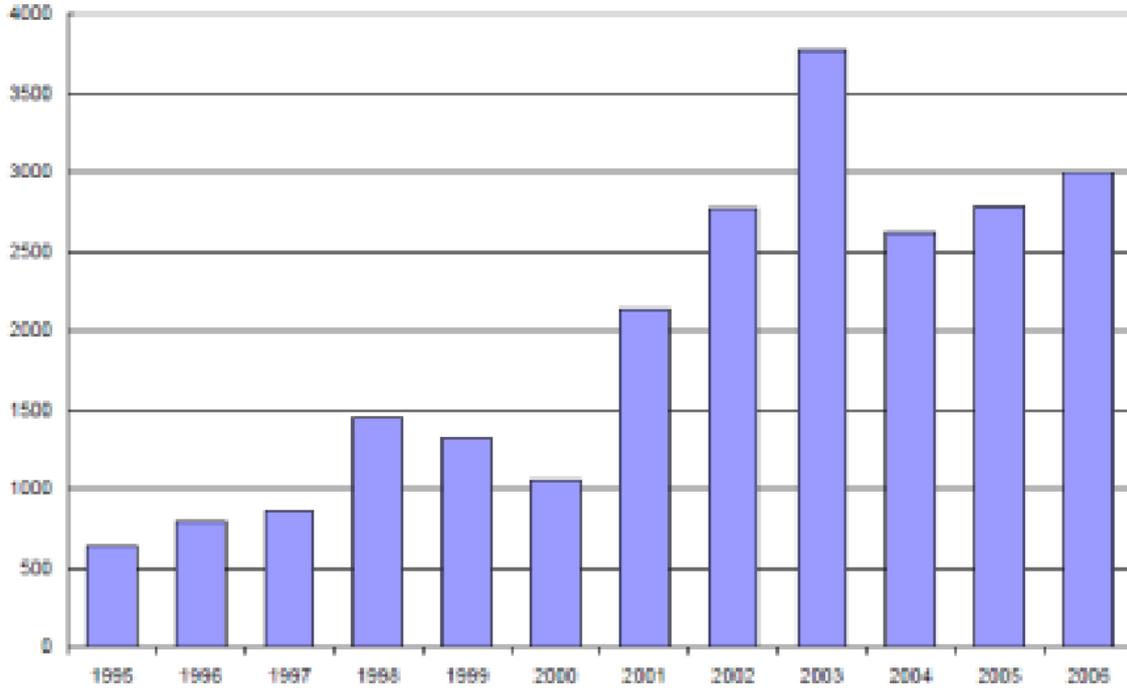
ثانياً: الإفراط في الإقراض العقاري:

تعتبر العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مصدر للإقراض والاقتراض إذ لم يكن هناك ما هو أسهل من الحصول على قرض سكني حيث بدأت الأزمة فيما يعرف بالرهون العقارية الأقل جودة "les subprime" وهي قروض لمقترضين يتميزون بنسبة الدين إلى الدخل تتعدى 55% أو الذي يكون لديهم نسبة مبلغ القرض إلى قيمة الثروة تزيد عن 85%، أي أنها تمنح للراغبين في السكن من دون أن يشترط بأن يكون للمقترض سجل مالي قوي⁽³⁾ ولكن هذا النظام لا يمكنه العمل إلا إذا بقيت معدلات القروض منخفضة وقيمة العقارات تزيد باستمرار، ضامنة بذلك رأس المال و الفوائد⁽⁴⁾.

والشكل التالي يوضح الإصدار السنوي لقروض الرهن العقاري:

-
- (1) - صلاح زين الدين: بحث بعنوان: مواقف الدول المتقدمة و الدول النامية تجاه الأزمة المالية العالمية (دراسة مقارنة بين ألمانيا و مصر)، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، الفترة 1-2 أبريل 2009، ص:10.
- (2) - مولود لعراية: مداخلة بعنوان: الأسباب المباشرة و الغير مباشرة للأزمة المالية الحالية وآليات انتقالها، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5-6 ماي 2009، ص:686.
- (3) - نادية العقون، صبرينة كردودي: مداخلة بعنوان: النظام المصرفي الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص:4.
- (4) - الطاهر هارون، نادية العقون: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية الراهنة، أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5-6 ماي 2009، ص:23.

الشكل رقم (2): الإصدار السنوي لقروض الرهن العقاري الموجه للعائلات الأمريكية (مليار دولار) للفترة (1995-2006).



المصدر: نادية عقون، صبرينة كردودي، مرجع سبق ذكره، ص:4.

يوضح الشكل البياني (2) حجم الإصدارات من قروض الرهن العقاري للعائلات الأمريكية حيث نلاحظ أن الإصدار تضاعف إلى ضعفين من حوالي 1.04 تريليون دولار سنة 2000 إلى حوالي 2.2 تريليون دولار سنة 2001، وتوالت الزيادة في الإصدارات نتيجة لعدة عوامل من بينها معدل فائدة منخفض و القوانين التي تشجع على الإقراض، حيث وصلت إلى أعلى مستوى لها سنة 2003، أين وصلت إلى حوالي 3.8 تريليون دولار واستمر هذا الارتفاع لكن بمكية أقل من السنة 2003.

وبالإضافة إلى الإقراض بمعدل فائدة منخفض أقدم المواطن الأمريكي بطلب ثان للحصول على قرض من الدرجة الثانية عند ارتفاع أسعار العقارات، ومنها جاءت التسمية بأنها الرهون الأقل جودة، وبالتالي فهي معرضة أكثر للمخاطر في حالة انخفاض قيمة العقارات⁽¹⁾.

(1) - الطاهر هارون، نادية العقون: مرجع سبق ذكره، ص:240.

ثالثاً: التغيير في سعر الفائدة⁽¹⁾:

إن قروض الرهن العقاري ممزوجة بمعدل فائدة متغير ومرتبطة بسعر فائدة البنك المركزي، وهذا يعني أن الأعباء المالية للتسديد عند الانطلاق تكون منخفضة من أجل جذب المقترضين، ثم تزيد بالتدريج وعلى هذا الأساس ومع الارتفاع المفاجئ لنسب الفوائد في الأسواق المصرفية الأمريكية من 2% إلى حوالي 5.7% 2006 جعل الأسر الأمريكية ضعيفة الملاءة وغير قادرة على تحمل أعباء ديونها، وتفاقت الأزمة بحلول النصف الثاني من عام 2008، حيث توقف عدد كبير من المقترضين على سداد الأقساط المالية المستحقة عليهم وازداد عددهم مع مرور الوقت محدثاً جواً من الذعر في أسواق المال، وفي أوساط المستثمرين في قطاع العقارات، وهو ما أدى بأسعار العقارات إلى التراجع والانخفاض، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تراجع أسعار المنازل إلى أقل قيمة للقروض التي تقترض من هذه المنازل كضمانات لها، كما أن زيادة العجز عن التسديد وإعادة بيع المنازل المرهونة زاد من حدة الانخفاض في أسعار العقارات وزيادة خسائر المقترضين، إذ تضرر البنوك المختصة في القروض العالية المخاطر أكثر من غيرها من ارتفاع نسب الفوائد وتأثيرها على أوضاع المقترضين ذوي الدخل المتواضع.

رابعاً: الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية⁽²⁾:

وهو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة الأمريكية وأنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد، غير أن البنوك لم تكف بالتوسيع في القروض الأقل جودة، بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، و بالتالي للتوسع في الإقراض، و ذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية فإنه يستخدمها لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمان هذه المحفظة، و هو ما يطلق عليه التوريق فكأن البنك لم يكف بالإقراض الأولي بضمان هذه العقارات بل استخدم هذه القروض كرهن على قروض أخرى.

خامساً: نمو نشاط المضاربة⁽³⁾:

بدأت مضاربة كبيرة في البورصة، حيث أقدم الوسطاء الماليون في بيع سندات بأعداد كبيرة لضمان الحصول على السيولة، وهو ما ساهم في انخفاض قيمة السندات، ولا تزال قيمة الأسهم والسندات التي تمثل

(1) - زياد سهام: تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية النفطية، دراسة تحليلية لقطاع المحروقات، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، المركز الجامعي لميلة، 2012-2013، ص-ص: 35-36.

(2) - بوعافية سمير، قريد مصطفى: مداخلة بعنوان: التعامل المشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 4.

(3) - كمال زريق، خالد راغب أحمد الخطيب: بحث بعنوان: إشكالية العلاقة بين الأخلاق و الاقتصاد في ظل الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال "التحديات-الفرص-الأفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، الفترة 10-11 نوفمبر 2009، ص: 11.

قطاعات صناعية تسجل تراجع، إذ أدت هذه العوامل إلى إفلاس أو وضع صعب لأكثر من 50 بنكا وشركة تأمين أمريكية وأوروبية وتسجيل تباطؤ في الاقتصاد.

سادسا: ظهور تنامي أدوات مالية جديدة (المشتقات المالية) (1):

ومن أسباب الأزمة المالية العالمية الإكثار في استعمال المشتقات المالية، حيث قامت البنوك و المؤسسات الاستثمارية في محاولة للتخلص من القروض الرديئة بتحويلها إلى سندات وتسويقها إلى مؤسسات مالية أخرى بقروض وعوائد مغرية وقامت هذه الأخيرة بدورها أيضا ببيع تلك السندات إلى بنوك وشركات استثمارية أخرى وهكذا سارت عمليات البيع مما أدى إلى تشابك أعمال تلك المؤسسات بحيث أن أي تعثر يصيب أحدهما سوف ينتقل إلى المؤسسات الأخرى والمشتقات كما هو معروف تتيح المضاربة على ارتفاع وانخفاض الأسعار والسلع والأسهم والسندات، بل وأخطر من ذلك فإنها تتيح المضاربة على مؤشرات تستند إلى هذه الأصول الحقيقية، أي بعبارة أخرى المضاربة في حد ذاتها والخطر الأكبر هو عدم وجود تنظيم قانوني وعدم وجود رقابة كافية على المشتقات بأنواعها المستقبلات والخيارات والمبادلة (أنظر الملحق: رقم(1)).

الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية الحالية من منظور الاقتصاد الإسلامي:

ومن أسباب الأزمة المالية الحالية حسب المنظور الإسلامي:

أولا: التعامل بالربا (الفائدة):

لقد ارتبطت بؤادر الأزمة بصورة أساسية بالارتفاع المتوالي لسعر الفائدة من جانب بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي منذ عام 2004، وهو ما شكل زيادة في أعباء القروض العقارية من حيث خدمتها وسداد أقساطها، و تفاقمت الأزمة بحلول النصف الثاني من عام 2008، حيث توقف عدد كبير من المقترضين عن سداد الأقساط المالية المستحقة وهذه نتيجة طبيعية لأن الربا عنصر خفي محفز على التضخم (2).

و للخروج من الأزمة وإعادة التوازن يجب توفر شرطين هما (3):

- تعديل معدل الفائدة إلى حدود الصفر.

- مراجعة معدل الضريبة إلى ما يقارب 2%.

وهذا ما يتطابق تماما مع إلغاء الربا وإدراج نسبة الزكاة في النظام الإسلامي.

(1) - إيمان محمود عبد اللطيف: الأزمة الاقتصادية و المالية العالمية و الاستراتيجيات اللازمة لمواجهتها، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمنتس العالمية، العراق، 2011، ص-ص: 109-110.

(2) - سامر مظهر قنطقي: ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة للطباعة و النشر و التوزيع، سوريا، -دمشق، ط1، 2008، ص-ص: 23-33.

(3) سمهي أشواق، العيد قرشي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية الراهنة و أثرها على دول العالم الدول العربية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012، ص-ص: 7-8.

و الإسلام حينما حرم الربا إنما حرمه لأنه فيه ظلماً واضحاً، و لأنه يربي الإنسان على الكسل وفيه انقطاع المعروف بين الناس، حيث قال الاقتصادي المعروف كينز: "إن معدل سعر الفائدة يعوق النمو الاقتصادي لأنه يعطي حركة الأموال نحو الاستثمار في حرية و انطلاق، فإن أمكن إزالة هذا العائق فإن رأس المال سيتحرك وينمو بسرعة"⁽¹⁾.

وبات حكم التعامل بالربا معروف من خلال الأدلة الشرعية⁽²⁾، بقوله تعالى: "الذين يأكلون الربا لا يقومون إلا كما يقوم الذي يتخبطه الشيطان من المس، ذلك بأنهم قالوا إنما البيع مثل الربا، وأحل الله البيع و حرم الربا، فمن جاءه موعظة من ربه فانتهى فله ما سلف وأمره إلى الله، ومن عاد فأولئك أصحاب النار هم فيها خالدون"⁽³⁾.

ثانياً: غياب الأخلاق الاقتصادية:

يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على منظومة من القيم والأخلاق مثل الأمانة والمصداقية والتعاون والتكامل والتضامن، والاعتدال والصدق، فلا اقتصاد إسلامي بدون أخلاق وتعتبر هذه المنظومة من الضمانات التي تحقق الأمن والأمان والاستقرار لكافة المتعاملين، وفي نفس الوقت تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات المالية والاقتصادية التي تقوم على الكذب والمقامرة والتدليس والاحتكار والاستغلال وأكل أموال الناس بالباطل⁽⁴⁾، وهذه الموبقات تؤدي إلى الظلم و بالتالي تدمر المدينين وحدثت ثورات اجتماعية عند عدم سداد ديونهم وقروضهم⁽⁵⁾.

وأبرز الأدلة الشرعية على ذلك ما جاء في آيات القرآن الكريم: " و ابتغ فيما آتاك الله الدار الآخرة و لا تنس نصيبك من الدنيا وأحسن كما أحسن الله إليك ولا تبغ الفساد في الأرض ان الله لا يحب المفسدين"⁽⁶⁾.

(1) - رياض المومني: ورقة بحثية بعنوان: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية: أسبابها و إمكانية تجنبها من منظور إسلامي، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العلمي الفكر الإسلامي، عمان- الأردن، ديسمبر 2010، ص:7.

(2) - محمود إبراهيم الخطيب: ورقة بحثية بعنوان: الأزمة المالية المعاصرة أسباب و علاج، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان-الأردن، ديسمبر 2010، ص:9.

(3) - مصحف القرآن الكريم، سورة البقرة، الآية 273- 274، ص:47.

(4) - زكري بلقاسم و مهدي ميلود: مداخلة بعنوان: موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص:11.

(5) - حسين حسين شحاتة: أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، المكتب التعاوني للدعوة وتوعية الجاليات بالربوة، الرياض 2008، ص:6.

(6) - مصحف القرآن الكريم، سورة القصص، الآية 76- 77، ص:394.

فالالتزام بالقيم الإيمانية والأخلاقية عبادة لله يثاب عليها المسلم وتضبط سلوكه كان منتجا أو مستهلكا، بائعا أو مشتريا وذلك في حالة الاستقرار أو في حالة الأزمة⁽¹⁾.

ثالثا: المشتقات المالية:

يقوم النظام المالي العالمي ونظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية⁽²⁾، التي تعتمد أساسا على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات فهي عبارة عن مقامرات ومراهنات⁽³⁾، التي تعتبر سلاح الدمار المالي وتقوم على الاتجار في المخاطر، وتحقيق ربح لطرف على حساب خسائر الآخر، ولا يوجد فيها تسليم ولا استلام ولا قبض للثمن بل هو تسوية لقروض الأسعار، يربحها الرابحون ويخسرها الخاسرون⁽⁴⁾.

وهذا ما نهى عنه الله في قوله: "يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه لعلكم تفلحون"⁽⁵⁾.

(1) - زايري بلقاسم، مهدي ميلود، مرجع سبق ذكره، ص 12.

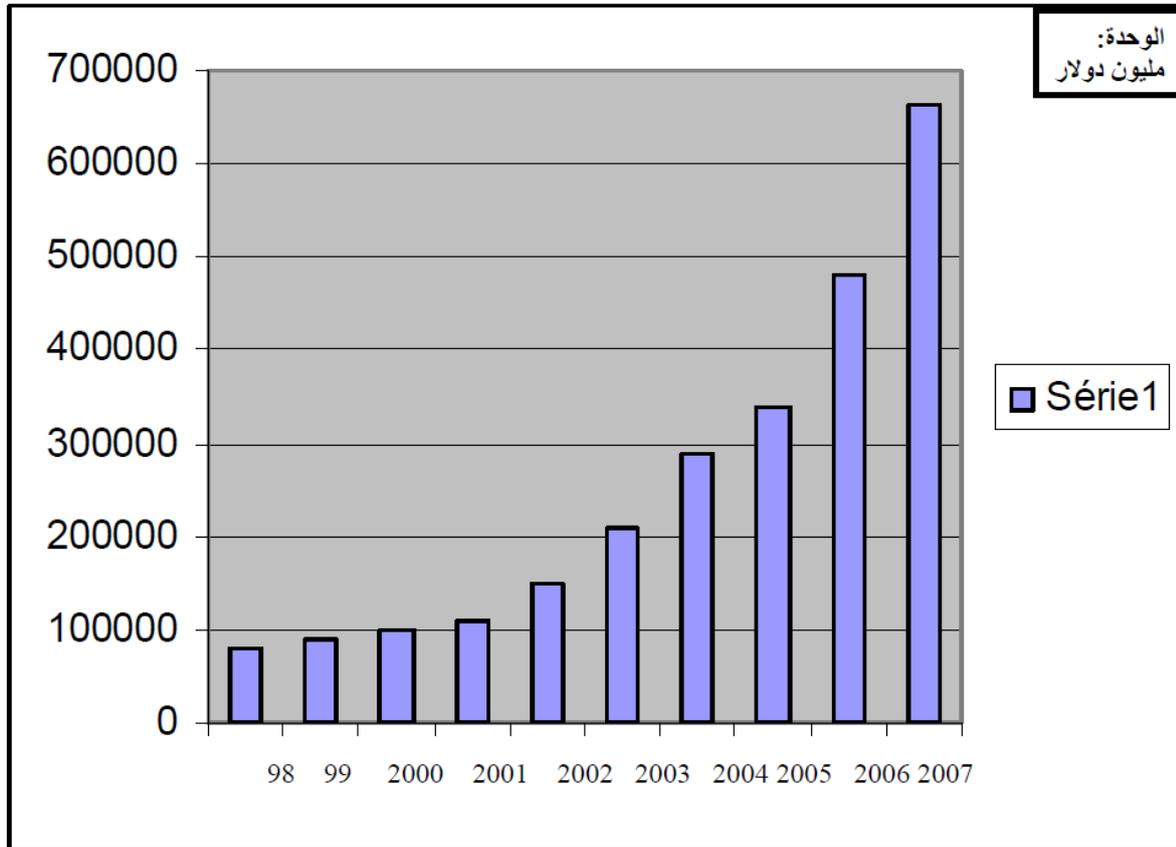
(2) - سحنون محمد، محسن سمير: مداخلة بعنوان: مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 9.

(3) - قتيبة فوزي جاسم عبد الواحد الراوي، مداخلة بعنوان: علاج الأزمة المالية المعاصرة بالتوازن الاقتصادي في القرآن الكريم، المؤتمر العلمي الحادي عشر حول: الأزمة الاقتصادية المعاصرة (أسبابها-تداعياتها-علاجها)، جامعة جرش، المملكة الأردنية الهاشمية، أيام 14-16 سبتمبر 2010، ص: 9.

(4) - عبد السلام عقون، كمال رزق: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الراهنة جذورها وأسماها وحلولها إسلامية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 7.

(5) - مصحف القرآن الكريم، سورة المائدة، الآية 91-92، ص: 123.

الشكل رقم(3): تطور سوق المشتقات للفترة (1998-2007)



المصدر: خاسف جمال الدين:مداخلة بعنوان: فلسفة التوريق و الأزمات المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص5.

من الشكل رقم(3) يلاحظ أن سوق المشتقات المالية في نمو مستمر خلال الفترة 1998-2008، حيث حققت عام 2000 حوالي 100000 مليون دولار/ لترتفع قيمتها عام 2004 حوالي 299000 مليون دولار لتحقق عام 2007 أقصى ارتفاع له لتصل إلى 670000 مليون دولار.

رابعاً: التوريق:

من أسباب الأزمة المالية الحالية حسب منظور الاقتصاد الإسلامي ظاهرة توريق الديون، ومعناه قيام البنوك وشركات التمويل العقاري ببيع القروض المتجمعة لديها إلى العملاء الذين اشتروا العقارات لإحدى الشركات المتخصصة⁽¹⁾، والتي تسمى قانوناً "شركات التوريق"، وهذا البيع يكون بمقابل أقل من قيمة الدين، ثم

(1) -عبد الرحمان العايب: مداخلة بعنوان: ميكانزمات تحفيز المسيرين ، كأحد محددات حوكمة الشركات وتأثيرها في الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة - حالة المؤسسات المالية المصرفية المتضررة- الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص:8.

تقوم شركة التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون بقيمة اسمية لكل سند وتطرحها للاكتتاب العام للأفراد والمؤسسات بقيمة أكبر أو أقل من القيمة الاسمية ويحصل حملة السندات على فوائد الفروض وتتولى شركات التوريق مع شركات التمويل عملية تحصيل الأقساط والفوائد من المقترضين الأصليين وتوزيعها على حملة السندات وبذلك تحصل شركة التمويل على سيولة وتكسب شركة التوريق الفرق بين القروض وبين ما دفعه لشرائها ويكسب حملة السندات الفوائد.

وهو بذلك محرم شرعا كونه بيع الدين بالدين وأن السندات تدر دخلا عبارة عن فوائد وهي ربا وفي ذلك جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رقم 11/4/92 في دورته الحادية عشر بتاريخ نوفمبر 1988 ما يلي: "لا يجوز بيع الدين المؤجل من غير الدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه، لإفضائه إلى الربا، كما لا يجوز بيعه بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه، لأنه من بيع الكالئ المنهي عنه شرعا، ولا فرق في ذلك بين الدين ناشئا عن قرض أو بيع آجل"⁽¹⁾.

وفي قرار لمجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السادسة المنعقدة في يناير 2003 جاء ما يلي: "لا يجوز التعامل بالسندات الربوية إصدار أو تداول أو بيع، لاشتمالها على الفوائد الربوية، ولا يجوز توريق الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية، لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية الذي يشمل على بيع الدين لغير الدين على وجه يشتمل على الربا"⁽²⁾.

خامسا: موضوع الرهن العقاري:

وصورته أن يتم التعاقد بعقد ثلاثي الأطراف بين مالك لعقار ومشتري وممول على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين ويدفع المشتري جزءا من الثمن (10% مثلا) ويقسط الباقي على أقساط طويلة الأجل ويقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة، وكان موضوع الرهن العقاري السبب الرئيسي للأزمة لأن البنوك أهملت في التحقيق من الجدارة الائتمانية للمقترضين وأغرثهم بفائدة بسيطة في الأول ثم توسعت في منح القروض مما خلق طلبا متزايدا على العقارات وشجع ذلك الأفراد على شراء أكثر من منزل للمضاربة على ارتفاع أسعارها وكسب الفرق رغم أن دخل الواحد منهم لا يكفي لسداد أقساط قرض واحد⁽³⁾.

وهكذا إلى أن تشبع السوق فانخفضت أسعار العقارات وعجز المقترضون عن السداد، ولقد قامت البنوك ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بها السندات وطرحتها للاكتتاب العام وبالتالي ترتب على الرهن العقاري كم هائل من الديون مرتبط بعضها ببعض، فلما انخفضت أسعار العقارات عجز المقترضون عن

(1) - إبراهيم رسول هاني، كريم سالم حسين: بحث بعنوان: الأزمة المالية العالمية (أسبابها و سبل معالجتها من منظور إسلامي)، المؤتمر الدولي الرابع لكلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، أيام 15-16 ديسمبر 2010م، ص-ص: 12-13.

(2) - محمود إبراهيم الخطيب: مرجع سبق ذكره، ص: 10.

(3) - محمد عبد الحليم عمر: مداخلة بعنوان: قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، الملتنقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 05-06 ماي 2009، ص: 263.

تحقيق مقصودهم وتوقفوا عن السداد فأدى ذلك تفاقم المشكلة وهذا الأسلوب للرهن العقاري غير جائز شرعا من منظور إسلامي وفي ذلك جاء قرار مجتمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 6/1/52 في دورته المنعقدة في مارس 1999 ما يلي: "إن السكن من الحاجات الأساسية للإنسان وينبغي أن يوفر بالطرق المشروعة بمال حلال، وإن الطريقة التي تسلكها البنوك العقارية والإسكانية ونحوها من الإقراض بفائدة مرتفعة أو منخفضة فهي طريقة محرمة شرعا لما فيها من التعامل بالربا، وهناك طرق مشروعة يستغنى بها عن الطرق المحرمة لتوفير المسكن بالتملك" (1).

المبحث الثالث: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العالمية و الحلول المقترحة للخروج منها

يمكن تقسيم هذا المبحث إلى مطلبينهما:

المطلب الأول: تداعيات الأزمة المالية الراهنة

وبدوره ينقسم هذا المطلب إلى فرعين يتم عرضهما كما يلي:

الفرع الأول: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأمريكي و الاقتصاد العالمي

تركزت الأزمة المالية العالمية مجموعة من الآثار نستعرضها فيما يلي:

أولا: تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد الأمريكي:

من آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأمريكي ما يلي:

أ- ركود الاقتصاد الأمريكي⁽²⁾: أدت الأزمة إلى دخول الاقتصاد الأمريكي في وضعية ركود اقتصادي حيث انكمش الاقتصاد الأمريكي بنسبة 0.3% في الثلاثي الثالث من سنة 2008، واستمر هذا الانكماش في الثلاثي الأخير، ويعكس هذا الركود انخفاض في القوة الاستهلاكية وإنفاق الشركات والنشاط الإسكاني، ويعد هذا الانكماش مرتفعا مقارنة بنسبة النمو المحققة في الاقتصاد الأمريكي في الربع الثاني من سنة 2008 والمقدرة بـ 2.8% (انظر الملحق رقم (2)).

ب- تنامي معدلات البطالة⁽³⁾: من تأثيرات الأزمة المالية في الاقتصاد الأمريكي ارتفاع معدلات البطالة والتي لها أثر على اقتصاد أي دولة وما نتج عنها من تبعات، حيث ارتفعت أرقام البطالة الحالية والمحتملة بشكل

(1) - محمد عبد الطيم عمر، المرجع السابق، ص 264.

(2) - عبد المجيد قدي: الأزمة الاقتصادية الأمريكية و تداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 49، ربيع 2009، ص:ص: 18-19.

(3) - عبد المطلب عبد الحميد: مرجع سبق ذكره، ص: 322.

مرعب في 2008/12/31 حوالي 2 مليون من الأمريكيين فقدوا وظائفهم وارتفع معدل البطالة ليصل حوالي 7% وهو معدل مرتفع مقارنة بالسنوات السابقة، وهذا المعدل يرجح للارتفاع أكثر من هذا.

ج- تراجع عمليات بناء المساكن: تفاقم الآثار السلبية لتدهور قطاع الإسكان في الولايات المتحدة خلال عام 2007، إذ انخفضت أغلب مؤشرات قطاع الإسكان مع نهاية عام 2007 إلى أدنى مستوى لها، ويتوقع في إطار التوقعات العامة أن يحدث المزيد من الانخفاض في نشاط قطاع الإسكان بالولايات المتحدة⁽¹⁾. حيث تراجعت عمليات بناء المساكن بنسبة 6% لتصل إلى 1.069 مليون وحدة سنويا، مقارنة بالمعدل السنوي المسجل وهو 1.071 مليون وحدة، وتراجعت أسعار المساكن بحوالي 10%، مع وجود توقعات بتراجعها بنسبة 10% أخرى بنهاية عام 2008⁽²⁾.

د- ارتفاع حجم المديونية: حيث ارتفع حجم المديونية إلى 36 تريليون دولار في نهاية 2007، وارتفعت الديون الحكومية لتشكّل حوالي 64% من الناتج المحلي الإجمالي⁽³⁾، هذا إلى جانب ارتفاع مديونيات الأفراد والشركات لتصل إلى 27.6 تريليون دولار⁽⁴⁾، منها حوالي 9.2 تريليون دولار ديون أفراد نتيجة التمويل العقاري وحوالي 48.4 تريليون دولار ديون على الشركات⁽⁵⁾، وفي نهاية 2008 بلغ مجموع ديون الولايات المتحدة الأمريكية حوالي 40 تريليون دولار⁽⁶⁾.

هـ- التوسع في الإنفاق و تفاقم العجز في الميزانية: ومن أسباب الأزمة أيضا توسع الإنفاق العسكري الأمريكي بشكل لم يسبق له مثيل، من جراء الحربين في العراق وأفغانستان وما رافقهما من ارتفاع في معدلات التضخم ومظاهره الناجمة عن زيادة الإنفاق غير المنتج، إذ قدرت نفقات الحرب على العراق خلال الأعوام 2003-2008 بحوالي 616 مليار دولار، كما قدر حجم الإنفاق على الحرب في أفغانستان خلال الأعوام 2001-2008 بحوالي 736 مليار دولار الأمر الذي أدى إلى زيادة العجز في الميزانية العامة خلال العام المالي

(1) - الأمم المتحدة: تقرير حول الوضع الاقتصادي العالمي و آفاق 2008، موجز تنفيذي، نيويورك، 2008، ص: 4.

(2) - إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، مجلس الغرف السعودية، 10 أكتوبر 2008، ص: 5.

(3) - حسين عبد المطلب الأسرج: تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري، Munich personal Be PEC Archive MPRA، جانفي 2009، ص: 7.

(4) - روجي وجددي عبد الفتاح عواد: مرجع سبق ذكره، ص: 20.

(5) - بوغروس عبد الحق: مداخلة بعنوان: تحليل الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الأول حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 05-06 ماي 2009، ص: 117.

(6) - مسعود مجيطنه: بحث بعنوان: الأزمة المالية العالمية الراهنة، انعكاساتها على الاقتصاد العالمي وكيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول: الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، الفترة 1-2 أبريل 2009، ص: 6.

2007-2008، ليصل إلى ما قيمته 455 مليار دولار، أي ما نسبته 3% من مجموع الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي الذي بلغ في نفس العام حوالي 16 تريليون دولار⁽¹⁾.

ثانياً: تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد العالمي:

لقد أثرت الأزمة المالية على الاقتصاد العالمي بشكل كبير و فيما يلي عرض لبعض هذه التأثيرات:

أ- تراجع النمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي: لقد أدت أزمة سوق الرهن العقاري إلى إثارة المخاوف من نشوء ركود طويل في الولايات المتحدة الأمريكية، وهو عامل سلبي جدا له تأثير على معدلات نمو الاقتصاد العالمي، فحسب صندوق النقد الدولي انخفض معدل النمو العالمي إلى 5% عام 2007، وإلى 3.9% عام 2008 و إلى 3% عام 2009⁽²⁾ (انظر الملحق رقم (3)).

وقد صرح السيد أوليفيه بلانشار، المستشار الاقتصادي ومدير إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي بقوله أن: "الاقتصاد العالمي دخل مرحلة من التباطؤ الحاد بعد أن لحقت به صدمتان هائلتان، هما طفرة أسعار النفط والسلع الأولية، واتساع نطاق الأزمة المالية" وأضاف: "لا شك أن الأزمة المالية ازدادت سوءاً، وما من بلد سوف يكون محصناً تماماً من آثارها على الاقتصاد الحقيقي، ورغم أن الأوان قد فات لتجنب التباطؤ الاقتصادي فمن الممكن اجتناب أسوأ السيناريوهات المتصورة باعتماد سياسات قوية ومنسقة، ويجري حالياً وضع خطط في كثير من البلدان للمساعدة في حل الأزمة⁽³⁾.

ب- خسارة و انهيار العديد من البنوك حول العالم: من جراء هذه الأزمة تعرض الكثير من البنوك حول العالم إلى خسائر، و خاصة في آسيا و أوروبا، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية إلى ضخ المزيد من الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة⁽⁴⁾، حيث أسفرت الأزمة المالية الراهنة عن شطب العديد من البنوك عبر العالم إذ قدرت حوالي 25 بنك و بلغت قيمة أصولها 300 مليار دولار نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ 2009 الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين⁽⁵⁾.

(1) - رسلان أحمد محمد: الأزمة المالية العالمية وآثارها على الجهاز المصرفي الفلسطيني، مجلة جامعة الأزهر، غزة- فلسطين، 2012، ص: 293.

(2) - سيوفات علي: أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، الجزائر، العدد 02، 2009، ص: 9.

(3) - صندوق النقد الدولي: إدارة العلاقات الخارجية، صندوق النقد الدولي يرى تباطؤاً حاداً في الاقتصاد العالمي و يدعو إلى اعتماد سياسات قوية و منسقة لتشجيع الانتعاش، بيان صحفي رقم 08/236، واشنطن العاصمة، الولايات المتحدة الأمريكية، 7 أكتوبر 2008، ص: 1.

(4) - خالد عبد الرحمن البسام: آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي و الاقتصاد السعودي، الغرفة التجارية الصناعية بجدة، التقنية و المعلومات، نوفمبر 2001، ص: 2.

(5) - حسين عبد المطلب الأسرج: تأثير الأزمة المالية العالمية في الصادرات المصرفية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49، خريف 2009، شتاء 2010، ص: 65.

ج- ارتفاع معدلات البطالة: تعد انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق العمل من اشد المخاطر التي نشأت عن الأزمة المالية ، حيث تعرض سوق العمل إلى هزة كبيرة و تدهور الوضع المالي والإداري للشركات مما أدى بها للتخلي عن عدد كبير من موظفيها.

ويشير تقرير صدر في جانفي 2009 عن منظمة العمل الدولية إلى أن ما يصل إلى 51 مليون وظيفة في شتى أنحاء العالم قد تختفي بنهاية عام 2009 نتيجة للتباطؤ الاقتصادي بسبب الأزمة المالية، وأن هذا سيؤدي إلى زيادة نسبة البطالة عالميا إلى 7.1% في نهاية 2009 مقارنة بـ6% في عام 2008 و 5.8% في عام 2007، وفي أكثر توقعات منظمة العمل الدولية فإن 18 مليون شخص سيفقدون وظائفهم، مما يعني خسارة 6.1% من الوظائف عالميا⁽¹⁾. وفي تقرير لصندوق النقد الدولي فقد خسر العالم 30 مليون وظيفة أثناء الأزمة المالية العالمية⁽²⁾(انظر الملحق رقم(4)).

د- انخفاض التجارة الدولية: تبين في تقرير صادر عن الأمم المتحدة تباطؤ نمو التجارة الدولية إلى 4.3% في أوائل عام 2008 و ذلك أقل من نسبة 6.4% المحققة خلال عام 2007، وذلك بسبب الانخفاض الحاد في واردات الولايات المتحدة، حيث تقدر واردات الولايات المتحدة بحوالي 15% من حجم التجارة الدولية، وسجلت تلك الواردات انخفاضا ربع سنويا على مدار كل ربع سنة بدءا من الربع الرابع من عام 2007، وانخفضت تلك الواردات بحدة بمقدار 7% خلال الربع الثاني من عام 2008، وفي شهر سبتمبر من عام 2008 تراجع معدل النمو في التجارة الدولية إلى نسبة 3% خلال ،وهو معدل يبلغ ثلث معدل نمو التجارة الدولية في عام 2007⁽³⁾.

هـ- تذبذب وعدم الاستقرار في الأسواق المالية العالمية: ومن آثار الأزمة خلق حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، حيث دفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى، بل ودفعت البعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين⁽⁴⁾.

(1) -نواز عبد الرحمان الهيتي، الأزمة المالية العالمية و آثارها على الاقتصاد العربي، مجلة علوم إنسانية، قطر- الدوحة، عدد 44، شتاء 2010، ص:4.

(2) - دومينيك ستراوس- كان: نهاية الأسبوع في واشنطن التعاون طريقا للخروج من الأزمة، صندوق النقد الدولي،(IMF)، 12 أكتوبر 2010 ، ص:1.

(3) - الأمم المتحدة: تقرير حول الوضع الاقتصادي الدولي الراهن و التوقعات لعام 2009، الملخص التنفيذي، 2009، ص:4.

(4) -إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 6

وتشير الأرقام إلى أن الأزمة قد امتدت إلى مناطق مختلفة من العالم، ففي دول الاتحاد الأوروبي عرفت أسعار العقارات تراجعاً وانخفاضاً ومن ناحية أخرى اتسع تأثير الأزمة ليشمل قطاعات مثل صناعة السيارات والصناعات الدوائية وصناعات البناء، كما وتأثرت الأسواق الصينية والهندية بالأزمة، وذلك لأن الصين تصدر حوالي 21% من صادراتها إلى الولايات المتحدة الأمريكية وعلى صعيد آخر أثرت هذه الأزمة على الاقتصاد الياباني الذي شهد تراجعاً في النمو الاقتصادي وعدم استقرار أسواق الأسهم، كما تراجع مبيعات الشركات المصدرة نتيجة لانخفاض الدولار⁽¹⁾.

ثالثاً: تداعيات الأزمة على الاقتصاديات العربية:

انعكست الأزمة المالية العالمية على معظم اقتصاديات دول العالم بما فيها الدول العربية كون مؤسساتها المالية جزء من النظام المالي العالمي، غير أن درجة تأثر كل دولة تختلف بحسب درجة الانفتاح الاقتصادي و المالي على العالم الخارجي، و عليه يمكن تقسيم الدول العربية إلى ثلاث مجموعات هي:

- **المجموعة الأولى:** و هي الدول العربية ذات الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفع و تشمل دول مجلس التعاون الخليجي العربية⁽²⁾، حيث تمثل صادرات هذه المجموعة نسبة كبيرة من الناتج المحلي، ويعتبر البترول المصدر الرئيسي لمداخل اقتصاد دول هذه المجموعة⁽³⁾.

ومن تداعيات الأزمة انخفاض في أسعار النفط من 140 دولار للبرميل في جانفي 2008 إلى ما لم يتجاوز 45 دولار للبرميل خلال فيفري 2009 و مما لا شك فيه أن هذا الانخفاض سيؤثر على مداخل البلدان العربية النفطية وكذلك على معدلات النمو الاقتصادي⁽⁴⁾، التي ستخضع إلى 4.2% في عام 2009 مقابل 5.7% عام 2008، ومن أهم التأثيرات التي ضربت هذه المجموعة ما يلي⁽⁵⁾:

- ارتفع الفارق بين العائد على سندات الشركات الصادرة في دول مجلس التعاون الخليجي ومعدل الفائدة على الودائع الدولارية الدولية من 1.45% في نهاية 2007 على 5% في نهاية عام 2008 وتدل هذه

(1) - حسين عبد المطلب الأسرج: مداخلة بعنوان: الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 14-15.

(2) - أحمد زكريا صيام: دور الحاكمية في الحد من تداعيات الأزمة المالية على بورصة عمان، مجلة علوم إنسانية، الأردن، العدد 42، صيف 2009، ص: 8.

(3) - السعيد بريكة، سمير مسعي: مداخلة بعنوان: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري، الملتقى الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبيد البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 06-07 افريل 2009، ص: 4.

(4) - نبيل بوفليح: دور صناديق الثورة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49 خريف 2009-شتاء 2010، ص: 96-97.

(5) - طالب دليلة و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 18-19.

المؤشرات على شح السيولة في أسواق الائتمان لدول مجلس التعاون الخليجي (1).

- تأثر أسواق المال الخليجية حيث فقدت هذه الأسواق حوالي نصف تريليون دولار من قيمتها السوقية منذ سبتمبر 2008 حتى جوان 2009، إضافة الى نقص السيولة النقدية لدى القطاع المصرفي.

- **المجموعة الثانية** (2): مجموعة الدول ذات درجة الانفتاح الاقتصادي المتوسط حيث تكون الأسواق المالية في هذه الدول غير مرتبطة ارتباطا مباشرا بالأسواق المالية العالمية، إلا انه ما يذكر هنا أن هذه الأخيرة تعتمد اقتصادياتها اعتمادا كليا على موارد النفط، وبالتالي فإن أثر الأزمة على هذه الاقتصاديات يتأتى من خلال الطلب العالمي على النفط ومن التغيرات في أسعارها ومنه فإن السياسات المالية لهذه المجموعة تكون رهينة التقلبات في الأسعار والطلب على النفط في الأسواق العالمية.

و للتعرف على معدلات النمو الحقيقية للنتائج الإجمالي في هذه المجموعة نورد الجدول التالي:

جدول رقم (2): معدلات نمو الناتج الإجمالي الحقيقي في المجموعة الثانية

الدولة	2007	2008	2009
الجزائر	4.6	4.9	4.5
السودان	10.2	8.5	7.7
ليبيا	6.8	7.1	8.1
اليمن	3.3	7.5	8.0

المصدر: عبد الغفار غطاس، المرجع السابق، ص 15.

ومن بين تأثيرات الأزمة على دول المجموعة الثانية ما يلي (3):

- تأثر الإيرادات النفطية لهذه الدول جراء انخفاض سعر برميل النفط و الركود الاقتصادي العالمي من جهة، واضطرار كل من الجزائر وليبيا إلى تخفيض حصتها من إنتاج النفط خلال عامي 2008 و 2009 من جهة أخرى، وعليه تراجع حجم الصادرات النفطية لدول المجموعة بنسبة 28% في المتوسط عام 2009، مقارنة بنسبة انخفاض بلغت 2% في عام 2008.

(1) - بوهزة محمد، مرزوقي رفيق: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية وآثارها على الاقتصاديات العربية، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20- 21 أكتوبر 2009، ص:5.

(2) - عبد الغافر غطاس: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية المعاصرة وآثارها على الوضع التنموي في الدول النامية (مع دراسة حالة الدول العربية)، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012، ص:15.

(3) - صندوق النقد العربي (AMF)، تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، تقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010، ص:ص: 211-212.

- تراجع النشاط الاقتصادي غير النفطي بسبب تراجع الإيرادات النفطية، ففي السودان تراجع معدل النمو من 8% إلى نحو 3.8% خلال الفترة من 2006 إلى 2009.

- **المجموعة الثالثة:** وهي التي تتمتع باقتصاديات ذات درجة انفتاح ضعيفة و تشمل هذه المجموعة الدول التالية: الأردن، تونس، مصر، المغرب و يكون التأثير محدود على هذه المجموعة بفعل حداثة الأسواق المالية ومحدودية التعاملات الأجنبية فيها وضعف درجة ارتباط هذه الأسواق الناشئة بالأسواق العالمية⁽¹⁾.

غير أن الصدمات الخارجية تنتقل اقتصادياتها من خلال ارتباطها التجاري الوثيق بأسواق الدول المتقدمة وشركائها التجاريين الرئيسيين في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة ، وذلك من خلال المعاملات السلعية ومعاملات الخدمات، وتحويلات العاملين بالخارج وتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة ومن بين تأثيرات الأزمة على هذه المجموعة⁽²⁾:

- انخفضت معظم أسهم بورصات هذه المجموعة خلال الأزمة وأكثرها انخفاضا بورصة القاهرة.

- إتباع سياسة احترازية في منح الائتمان من قبل المصارف برغم من توفر السيولة لديها.

- تأثر النشاط الاقتصادي بتراجع الطلب الخارجي مما انعكس على صادرات دول المجموعة و تقلص تحويلات العاملين بالخارج و انحصر تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، في الوقت الذي شهد فيه قطاع السياحة تحسنا طفيفا.

المطلب الثاني: الحلول المقترحة للخروج من الأزمة المالية العالمية الراهنة (خطط الإنقاذ)

نظرا لآثار والتداعيات التي خلفتها الأزمة المالية العالمية على مستوى العالم، أخذت العديد من الحكومات عدة إجراءات كانت عبارة عن خطط لإنقاذ أسواقها ومواجهة هذه التداعيات وفيما يلي عرض لأهم هذه الخطط والإجراءات:

الفرع الأول: الحلول على المستوى القطري

هذه الحلول عبارة عن خطط إنقاذ اتخذتها العديد من الدول داخل اقتصادها نبرزها كما يلي:

(1) -ثريا الخرجي: الأزمة المالية العالمية الراهنة و أثرها على الاقتصاديات العربية (التحديات و سبل المواجهة)، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الادارية و المالية، جامعة الاسراء الخاصة، عمان- الأردن، 28-29 نيسان 2009، ص: 26.

(2) - زواري فرحات سليمان: دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر و النرويج)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص: 123.

أولاً: خطة الإنقاذ الأمريكية:

بغرض وضع حد للأزمة شرعت الولايات المتحدة الأمريكية باتخاذ عدة إجراءات والمتمثلة في خطة الإنقاذ الأمريكية التي يمكن تقسيمها إلى خطتين:

أ- **الخطة الأولى⁽¹⁾**: و هي الخطة التي وضعها "هنري بولسون" وزير الخزانة الأمريكي، وهي أكبر خطة إنقاذ في التاريخ من حيث حجم الأموال المخصصة للإنقاذ، وقد تم عرض هذه الخطة على مجلس النواب الأمريكي لإقرارها يوم 2008/09/30 لكن هذه الخطة تم رفضها من طرف 228 نائب، وتم إقرارها في هذا المجلس، وأعيد عرض هذه الخطة على مجلس النواب يوم 2008/10/3 و تمت الموافقة عليها، وتضمنت هذه الخطة عدة نقاط والمتمثلة في:

- 1- السماح للخزينة الأمريكية بشراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في المرحلة الأولى، مع إمكانية زيادة هذا المبلغ ليصل إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس الأمريكي.
- 2- تحصل الدولة على حصتها في رؤوس أموال و أرباح الشركات التي تستفيد من خطة الإنقاذ، وهذا ما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- 3- تكليف وزير الخزانة الأمريكية بالعمل والتنسيق مع المصارف المركزية والسلطات في الدول الأخرى من أجل وضع خطط إنقاذ من الأزمة المالية العالمية على نمط خطة الإنقاذ الأمريكية.
- 4- رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 ألف دولار أمريكي إلى 250 ألف دولار أمريكي لمدة عام واحد.
- 5- منح إعفاءات ضريبية بقيمة تصل إلى 100 مليار دولار للشركات و الطبقة الوسطى.
- 6- منع دفع التعويضات التي تشجع مديري ومسؤولي الشركات على مخاطر ومغامرات ومجازفات لا جدوى منها.
- 7- تم تحديد مكافآت مالية لمديري ومسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بقيمة 500 ألف دولار.

(1) - يوسف أبو فارة، مرجع سبق ذكره، ص-ص:10-12.

- 8- تكليف مجلس رقابة يشرف على تنفيذ خطة الإنقاذ، وهذا المجلس يضم رئيس الاحتياطي الاتحادي ووزير الخزانة الأمريكية و رئيسها⁽¹⁾.
- 9- السماح للحكومة بشراء أصول هائلة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهن العقاري.
- 10- يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابعة للكونغرس على حضوره في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات⁽²⁾.
- 11- تعيين مفتش عام مستقل لمتابعة قرارات وزير الخزانة⁽³⁾.
- 12- اتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات⁽⁴⁾.
- 13- السماح للدولة بتدقيق ومراجعة شروط منح القروض العقارية لمقترضين يواجهون صعوبات في السداد.
- 14- نصت الخطة على مساعدة وإعانتته المصارف المحلية الصغيرة التي طالها الضرر بفعل أزمة الرهن العقاري.
- ب- **الخطة الثانية:** وهذه الخطة عبارة عن برنامج لإنقاذ المنظومة البنكية ارتبطت باسم كاتب الدولة في الخزينة الجديد "تيموثيغينتر" الذي قام بتقديمه يوم 2009/02/10 للكونغرس، حيث أصبح العمل على وجهتين:
- الوجهة الاقتصادية عبر البرنامج الانتعاشي والواجهة البنكية عبر الشوط الثاني من برنامج إنقاذ البنوك، ويعتمد هذا البرنامج الإنقاذي (غينتر) على تمكين البنوك من سيولة إضافية من أجل تقوية رؤوس أموالها الخاصة، وإجراءات دعم مباشر تهدف إلى إنقاص عدد المدينين العاجزين عن السداد (حوالي أربعة ملايين)⁽⁵⁾.
- و يمكن تلخيص هذه الخطة في أربعة نقاط⁽⁶⁾:
- إحداث بنية تحفظية للقروض الموبوءة المرتبطة أساسا بالرهون العقارية الثانوية يساهم فيها القطاع العام و القطاع الخاص بمقادير تبدأ متن 500 مليار دولار لتصل إلى 1000 مليار دولار.

(1) - علي فريد عبد الكريم: الأزمة المالية العالمية وخطة الإنقاذ الأمريكية، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإستثمار، قسم إدارة المخاطر، ص: 4.

(2) - ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

(3) - ضياء مجيد الموسوي، المرجع السابق، ص: 62.

(4) - ضياء مجيد الموسوي، المرجع السابق، ص: 63.

(5) - عبد الغاني بن علي: أثر أزمة الرهن العقاري في الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها و سبل العلاج، مرجع سبق ذكره، ص: 148-149.

(6) - حوزاد عبد الرحمان الهبتي: التنمية العربية في عالم متغير، مركز الجزيرة للدراسات، أوراق الجزيرة ماي 2009، ص: 27.

- تخصيص 100 مليار دولار للاحتياطي الفيدرالي الذي سيرفع مقادير قد تصل إلى 1000 مليار دولار ليستلم السندات التي فقد قيمتها المرتبطة بقروض استهلاكية و قروض المقاولات الصغيرة والمتوسطة، والهدف هو تحفيز البنوك لإنقاذ معدلات فائدتها.

- دعم البنوك بمنحة تقدر بـ 50 مليار دولار على أساس إخضاعها لضوابط احترازية واحترام قواعد الشفافية.

- إقرار برنامج دعم لقطاع العقار تخصص له اعتمادات في حدود 50 مليار دولار من اجل تسهيل عمليات المفاوضات حول القروض العقارية و الحد من الحجوزات.

ثانيا: خطط الإنقاذ الأوروبية:

تبنيت عدة دول أوروبية خطط إنقاذ مماثلة لخطة الإنقاذ الأمريكي لحماية اقتصادياتها من الانهيار ومن بين هذه الخطط :

أ- **خطة الإنقاذ الفرنسية⁽¹⁾**: أعلن الرئيس الفرنسي " نيكولا ساركوزي " أن بلاده أعدت خطتين لمساعدة البنوك على التغلب على الأزمة المالية الراهنة وهما كما يلي:

الأولى تضمنت شرطين الأول بقيمة 300 مليار دولار، كضمانات للقروض المشتركة بين البنوك، أما الثاني بقيمة 40 مليار دولار يورو للحصول على حصص في الشركات و المؤسسات المالية المتعثرة، فضلا عن إنشاء صندوق سيادي^(*) المصلحة الشركات الإستراتيجية التي تواجه صعوبات مالية، والتدخل بشكل قوي كلما احتاجت هذه الشركات إلى أموال، تخوفا من السياسات المتبعة خاصة في روسيا و الصين.

أما الخطة الثانية التي كان الإعلان عنها نهاية شهر نوفمبر 2008، وهي عبارة عن خطة جديدة لمساعدة قطاعات الإسكان و السيارات، بقيمة 26 مليار يورو (حوالي 32.84 مليار دولار) أي ما يعادل 1.3% من إجمالي الناتج المحلي لفرنسا ليرتفع عجز الموازنة إلى 4% من إجمالي الناتج المحلي سنة 2009 بدلا من 3.1% كما كان متوقعا قبل الأزمة المالية ثم تخصيص مليار يورو منها عادة شركات السيارات حتى تتمكن من طرح سياراتها للبيع بالتقسيط⁽²⁾.

(1) - عبد الغاني بن علي: مرجع سبق ذكره، ص:152.

(*) - الصندوق السيادي هو : صندوق مملوك من قبل دولة يتكون من أصول مثل الأراضي، الأسهم والسندات أو أجهزة استثمارية أخرى، وهي مجموعة من الأموال بالمليارات الدولارات تستثمرها الدول في الأسهم و السندات.

(2) - عبد الغاني بن علي، مرجع سبق ذكره، ص:152.

ب- خطة الإنقاذ الألمانية⁽¹⁾: بلغت قيمة خطة الإنقاذ الألمانية في مجموعها قيمة 530 مليار يورو والتي قسمت على مرحلتين هما:

الأولى التي قامت بها الحكومة الألمانية بإعداد خطة في أكتوبر 2008 لدعم القطاع المصرفي بقيمة 80 مليار يورو، وقيمة 400 مليار يورو (أكثر من 540 مليار دولار⁽²⁾) كاحتياطي لضمان القروض، أما الثانية كانت في جانفي 2009 بقيمة 50 مليار يورو وهي لتدعيم الاقتصاد الألماني.

ج- خطة الإنقاذ البريطانية: سارعت بريطانيا بالتدخل للحد من تداعيات الأزمة عليها عن طريق خطة بلغت في مجموعها 300 مليار جنيه استرليني، قسم هذا المبلغ على مرحلتين:

الأولى كانت في أكتوبر 2008 وشملت خطة حكومية لدعم القطاع البنكي بقيمة 50 مليار جنيه استرليني مقابل حصول الحكومة على أسهم ممتازة أما المرحلة الثانية فكانت في أبريل 2009⁽³⁾، عندما أقرت بريطانيا أن تضخ بموجبها ما يصل إلى 250 مليار جنيه استرليني (نحو 450 مليار دولار) من أموال الحكومة في أكبر بنوك البلاد، وتشمل الخطة عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك وإتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل وتشتت الخطة البريطانية على البنوك الحد من المزايا الممنوحة للمسؤولين التنفيذيين وتخفيض التوزيعات النقدية في هذه المصارف⁽⁴⁾.

ثالثا: خطة الإنقاذ الصينية⁽⁵⁾:

شملت الخطة الإنقاذية الصينية عدة إجراءات للحد من آثار الأزمة المالية العالمية شملت ما يلي:

- ألغت الحكومة الضرائب على شراء الأسهم كما قامت بشراء أسهم من الأسواق لمؤسسات مالية تابعة للدولة كما قامت بتقديم تسهيلات من طرف البنوك للشركات الصغيرة، إضافة إلى تخفيض سعر الفائدة عدة مرات.

- زيادة تقديم القروض إلى البنوك بمقدار 14.6 مليار دولار⁽⁶⁾.

- إعلان البنك المركزي الصيني خطة بقيمة 586 مليار دولار لتحفيز الاقتصاد الصيني.

(1) - زواري فرحات سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 135.

(2) - محمد أحمد زيدان: ورقة بحثية بعنوان: فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها، جذورها و تبعاتها الاقتصادية، مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس- لبنان، يومي 13-14 آذار 2009، ص: 19.

(3) - زواري فرحات سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 135.

(4) - محمد أحمد زيدان: مرجع سبق ذكره، ص: 20.

(5) - علي فلاح المناصير، وصيفي عبد الكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها... أسبابها... تداعياتها... وسبل العلاج، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009، ص: 30.

(6) - كمال رزيق، مداخلة بعنوان: مكانة الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمة المالية العالمية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص: 8.

رابعاً: خطط الإنقاذ لدول التعاون الخليجي:

كانت الإجراءات المتخذة من طرف مجلس التعاون الخليجي مختلفة حسب دول هذا المجلس يمكن تلخيصها كما يلي⁽¹⁾:

أ- الإمارات العربية المتحدة⁽²⁾: اتخذت الإمارات عدة إجراءات لمواجهة الأزمة المالية الحالية متمثلة فيما يلي:

- قرر مصرف الإمارات المركزي أن يتيح للبنوك قروضا قصيرة الأجل من خلال تسهيل بقيمة خمسين مليار دولار درهم (13.61 مليار دولار أمريكي)، وخصص المصرف تسهيلات للبنوك لاستخدامها كقروض مصرفية استثنائية بهدف تخفيف التوترات في القطاع المصرفي.

- كما منح المصرف المركزي تسهيلات للبنوك لإعادة شراء كل شهادات الإبداع التي تكون الفترة المتبقية من أجلها 14 يوما أو أكثر على أن يساوي أجل إعادة الشراء أو يقل عن الفترة المتبقية من الشهادات المقدمة كضمان أو أن يكون الحد الأقصى للأجل ثلاثة أشهر.

- أعلن بنك الإمارات دبي الوطني التقليل من القروض الكبيرة و خطط السداد طويلة الأجل تشجيعا منه للإقراض الذي يتسم بالإحساس بالمسؤولية.

- استحدث بنك الإمارات دبي خطة تسمح للعملاء بإمكانية إعادة القروض دون أن يتحملوا رسوم خلال أسبوع.

ب- الكويت: لأجل التخفيض من حدة التوترات في الأسواق المالية قامت الدولة بضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق، وعرض البنك المركزي أموالا لليلة واحدة، ولأسبوع ولشهر بقصد توفير السيولة للبنوك خاصة بعد هبوط أسعار البورصة.

ج- السعودية: قامت السلطات السعودية بتقديم عشرة مليارات ريال للبنك السعودي للتسليف والادخار والذي يقدم قروضا للسعوديين بدون فوائد، كما أعلن البنك المركزي السعودي عن توفير أي سيولة نقدية تحتاجها البنوك، ومنحها خيار اقتراض ما قيمته 75% من الأوراق المالية الحكومية التي تبلغ قيمتها مائتي مليار، أي ما يعادل 53.1 مليار دولار، كما قرر البنك المركزي خفض معدلات الفائدة لتصبح 5% و كذلك خفض معدل الاحتياطي الإجباري الذي يتبقى على البنوك التجارية المحافظة عليه مقارنة بودائعها من 5-10% .

د- قطر: بغية تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية بالدوحة، قررت هيئة الاستثمار شراء ما بين 10 إلى 20% من رأسمال البنوك المدرجة في السوق لتعزيز ثقة الجمهور في الملاءة المالية للبنوك، وتم تدعيم ذلك بشراء

(1) -علي فلاح المناصير، وصيفي عبد الكريم الكساسبة، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 30-31.

(2) - ولد محمد عيسى، محمد محمود: مداخلة بعنوان: آثار وانعكاسات الأزمة المالية والاقتصاديات العربية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص-ص: 8-9.

أسهم محلية لدعم أسعار البورصة خاصة بعد الانخفاضات المتتالية التي عرفتها وعزوف جماعي للمستثمرين، إلى جانب ذلك قامت بتخفيض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية وهو إجراء اتخذته معظم دول مجلس التعاون الخليجي للتقليل من تكلفة تمويل البنوك.

خامسا: خطة إنقاذ مصر:

من بين أهم الإجراءات التي اتخذتها مصر ما يلي (1):

- العمل على زيادة الإنفاق العام على مشروعات البنية الأساسية، حيث خصصت الحكومة المصرية لهذا الغرض 15 مليار جنيه مصري تتفق بشكل مباشر على هذه المشروعات.
- تخصيص مبلغ 15 مليار جنيه مصري أخرى للمشروعات المشتركة بين القطاع الخاص و الحكومة.
- وضع منظومة متكاملة لتطوير التشريعات الاقتصادية لمعالجة القطاع الاقتصادي المصري.
- العمل على انتهاج التسهيلات لاسيما في قطاع السياحة، و تغيير شكل حملات التنشيط السياحي، لا سيما الذي يتم منها في الخارج، لتركز على تحقيق دعاية فعالة حول تخفيض الأسعار، ودعم الرحلات التي تنتم إلى مصر، والعمل على تحفيز منظمي الرحلات السياحة إلى مصر.
- إعداد الخطط اللازمة لمراجعة المميزات النسبية التي تتمتع بها مصر في قطاع السياحة نظرا للمواجهة الشديدة من الدول الأخرى لمصر في هذا المجال.
- البدء في إجراءات تعديل معايير المحاسبة المصرية، لما لذلك من أثر هام في ملاحقة التطوير الذي لحق عالميا بهذا المجال.

الفرع الثاني: الحلول حسب منظور الاقتصاد الإسلامي

للخروج من الأزمة المالية العالمية يتطلب العمل بضوابط و معايير الاقتصاد الإسلامي والمستنبطة من أحكام و قواعد الشريعة الإسلامية، ومن أهم الحلول المقترحة لمعالجة الأزمة من منظور الاقتصاد الإسلامي نلخصها في النقاط التالية (2):

- تدخل الحكومات من خلال مؤسسات النقد و البنوك المركزية للرقابة الفعالة على تصرفات المؤسسات المالية مثل البنوك و المصارف و شركات الرهن والبورصات ونحو ذلك لمنع كافة صور المضاربات والمقامرات

(1) -رمضان محمد أحمد الروبي: بحث بعنوان: الأزمة المالية العالمية، حقائقها وسبل الخروج منها مع رؤية الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر: الجوانب القانونية والاقتصادية الأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، الفترة 1-2 أبريل 2009، ص-ص: 14-15.

(2) -كمال آيت زيان، محمد اليفي: مرجع سبق ذكره، ص-ص: 15-16.

و التجارة بالديون والمشتقات المالية الوهمية، والتي سببت أضراراً للأفراد والمؤسسات على مستوى دول العالم وفقاً للقواعد الشرعية الإسلامية.

- إعادة النظر في آلية نظام الفائدة على القروض الائتمانية وإحلال محلها نظم وصيغ الاستثمار والتمويل الإسلامي القائمة على المشاركة والبيع والمعاملات الفعلية والتي تعيد الأمن والاستقرار والمحافظة على الحقوق بالعدل والقسط وفقاً للقاعدة الشرعية "الغنم بالعزم والكسب بالخسارة"، ومن أهم هذه الصيغ: المشاركة والبيع الفعلية والاستثمار المباشر والإجارة.

- تحرير المعاملات النقدية من هيمنة العملة الواحدة وهي الدولار وإيجاد بديل له بحيث لا يقود الانهيار في عملة معينة إلى الإضرار بكافة العملات لأن هذه الهيمنة تعتبر ضرباً من ضروب الاحتكار المنهي عنه شرعاً.

- إعادة النظر في آلية المؤسسات الاقتصادية والمالية والنقدية العامة مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للتمويل ونظام التجارة العالمية، والتي تسيطر عليها الدول الغربية الرأسمالية بحيث تباشر نشاطها في إطار العدل والحرية وتحقيق المصلحة العامة الدولية ولا سيما الدول النامية الفقيرة.

- وضع ميثاق أخلاقي للمعاملات المالية على مستوى العالمي تنضبط به كافة الدول وأن تفرض عقوبات دولية على الدول ومؤسساتها المالية والنقدية المخالفة لهذا الميثاق حتى يتم تداول المال والنقد بطرق سلمية وأمنة، إعادة النظر في مفهوم الشفافية وقواعد الإفصاح والحوكمة ومسؤولية الشركات والحكومات والبنوك المركزية عن ذلك.

ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل أن الأزمة المالية العالمية الذي ضربت اقتصاديات العالم نتج عنها الكثير من التداعيات مست الدول في شتى المجالات، فمن تداعيات الأزمة المالية العالمية ركود الاقتصاد الأمريكي و تطورت هذه التداعيات لتشمل قطاع العقارات حيث تراجعت عمليات بناء المساكن مما سبب ارتفاعا في حجم المديونية، غير أن هذه الأزمة لم تتوقف على الاقتصاد الأمريكي فقط بل و تحولت الى جميع دول العالم مؤثرة بذلك على الأسواق المالية العالمية حيث تراجع أدائها اضافة الى انخفاض حجم التجارة الدولية، الارتفاع معدلات البطالة و انهيار العديد من البنوك حول العالم كل هذا أدى الى تراجع نمو الناتج المحلي الاجمالي العالمي، لم يقتصر تأثير الأزمة على هذا فقط بل و امتد ليشمل الاقتصاديات العربية و الذي نتج عنها تأثر أسواق المال الخليجية حيث تراجعت قيمتها السوقية الاجمالية اضافة الى تراجع أسعار النفط و انخفاض أسهم البورصات و أكثرها تراجعا بورصة القاهرة.

و للخروج من هذه الآثار قامت معظم دول العالم بضخ مبالغ كبيرة للخروج من آثار الأزمة المالية العالمية و ذلك من أجل اعادة عجلة النمو الاقتصادي العالمي من جديد بعدما عرفت تراجعا كبيرا في عام 2008.

الفصل الثاني
انعكاسات الأزمة المالية العالمية
على أداء الأسواق المالية العربية

تمهيد:

لقد زاد اهتمام الدول العربية بالأسواق المالية العربية نتيجة التطورات التي يشهدها النظام المالي، لذا سعت إلى تطوير و تحديث هذه الأسواق من خلال حركة الإصلاح و التطوير و هذا تماشياً مع مسيرة التنمية كما زاد الاهتمام بها أكثر بسبب الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على هذه الأسواق، اختلفت هذه الانعكاسات و الآثار من سوق عربي لآخر نظراً لاختلاف الهيكل الاقتصادي لكل منها و كذا الأطر التشريعية و القانونية حيث عرفت معظم الأسواق المالية العربية تراجعاً حاداً في مؤشراتهما مما دفع بالمستثمرين العرب و الأجانب لبيع أسهمهم و بكميات كبيرة لإنقاذ مراكزهم المالية.

هذا ما دفع غالبية الدول العربية بتطبيق برامج شاملة للإصلاح المالي أدت إلى تطورات ملحوظة خلال السنوات القليلة الماضية تجسدت في نمو راسمة هذه الأسواق و حجم التداول فيها في ظل تحديث الأطر القانونية و المؤسسية و الإجراءات الإصلاحية التي تم اتخاذها.

و في هذا الفصل نتطرق إلى مختلف تداعيات الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية في ثلاث مباحث، المبحث الأول نتطرق فيه إلى واقع الأسواق المالية العربية، أما المبحث الثاني نتناول فيه تداعيات أزمة الرهن العقاري (2008) على الأسواق المالية العربية من خلال مطلبين، بداية بدراسة أداء الأسواق المالية العربية قبل فترة الأزمة ثم نتطرق إلى دراسة أداء هذه الأسواق خلال فترة الأزمة وبعدها.

المبحث الأول: واقع الأسواق المالية العربية

قبل التطرق إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأسواق العربية ارتأينا إظهار واقع الأسواق المالية العربية لما تعرضت له من انعكاسات و ما أجري عليها من إصلاحات هيكلية و تنظيمية و تشريعية، و عليه قسمنا المبحث إلى مطلبين، الأول تناولنا فيه نشأة الأسواق المالية العربية و خصائصها و أهم الإصلاحات التي شاهدها، أما المطلب الثاني نوضح فيه أسباب ضعف الأسواق المالية العربية و أهم المعوقات التي واجهتها.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية، خصائصها و أهم الإصلاحات التي شاهدها

ينقسم هذا المطلب إلى ثلاث فروع:

الفرع الأول: نشأة الأسواق المالية العربية

تماشيا مع التطورات الاقتصادية العالمية لم يعد بوسع الدول العربية إلا مسايرة هذه الأوضاع و من بين الجهود المبذولة في هذا الاتجاه السعي لإنشاء و تطوير أسواق الأوراق المالية، حيث قامت أغلب الدول العربية بتطبيق برامج تخصيص واسعة النطاق أوجدتها ظروفها الاقتصادية المتدنية، من ثقل حجم مديونياتها الداخلية والخارجية، وعجز قطاعها العام عن أداء دوره في إحداث تنمية اقتصادية، الأمر الذي دفع بكل السلطات في الدول العربية إلى السعي لإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية ومحاولة تنظيمها بالشكل الذي يجعلها قادرة على أداء دورها⁽¹⁾.

ومع ذلك تمكنت الأسواق المالية في الدول العربية من أن تكون قنوات مهمة لتعبئة الادخارات و لتخصيص الكفاء للموارد من خلال مساهمتها في تمويل استثمارات المؤسسات الحكومية والخاصة في الأصول المنتجة وغالبا ما كان يتم هذا التمويل على شكل قروض مما زاد من مديونية المؤسسات إلى جانب وجود قطاع عام عاجز، ولم تتجو من هذا حتى الدول التي كانت خلال سنوات قليلة مضت تحقق فائض على حاجياتها المحلية، أمام هذا الاتجاه نحو عولمة الأسواق المالية وتفاقم المديونية وعزوف الأسواق المالية الدولية عن تقديم قروض جديدة، كان على الدول العربية إعادة النظر في أنظمتها المالية و من بينها تطوير أسواقها المالية⁽²⁾.

يبلغ عدد الدول العربية التي لديها أسواق الأوراق المالية 15 دولة يصدر بياناتها ويرصد تطوراتها صندوق النقد العربي بشكل فصلي، الذي أنشأ قاعدة بيانات للأسواق العربية بهدف جمع البيانات دول أنشطة

(1) - حسان خبابة، دور الأسواق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خبضر بسكرة، العدد رقم 6 ، فيفري 2004، ص ص: 6-7.

(2) - سامية زيتاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطرودة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، 2004، ص ص: 97-98.

البورصات العربية، ومعالجتها بصورة منسقة وإعداد مؤشرات وأدائها باستخدام منهجية موحدة، ونشرها بصورة دورية ومنتظمة، لزيادة الوعي الاستثماري في هذه الأسواق، وتفعيل دورها التنموي في الاقتصاد، وتمكين المستثمرين فيها من اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة.

يعود تاريخ تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترات السبعينيات والثمانيات من القرن الماضي، باستثناء سوق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية إذ يعود تاريخ إنشائها إلى سنة 1883، تلتها بورصة بيروت 1920، وبورصة الدار البيضاء سنة 1929، ولم يكن في المنطقة العربية حتى منتصف عقد الثمانيات سوى سنة بورصات في كل من مصر والمغرب وتونس والأردن والكويت ولبنان⁽¹⁾.

وفي عام 1989 شهدت المنطقة العربية قيام سوق البحرين المالي وسوق مسقط للأوراق المالية، وسوق بغداد المالي، إضافة إلى سوق الأسهم السعودي، وفي عام 1999 م أنشأت أربع بورصات أخرى في كل من السودان، وقطر والجزائر، وفلسطين، وفي عام 2000 تم إنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في دول الإمارات العربية المتحدة⁽²⁾.

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية العربية

هناك العديد من الخصائص الأساسية التي تتميز بها الأسواق المالية العربية بالرغم من اختلافها ونقاوتها من حيث الطبيعة التنظيمية والقانونية إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص التي نذكر أبرزها فيما يلي:

أولاً: ضيق نطاق السوق:

حيث تتميز الأسواق المالية العربية، بضيق حجم السوق من حيث النقص الشديد في كل من العرض الذي يقاس عادة بعدد الشركات المدرجة والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، وتشير البيانات في هذا المجال، إلى أن عدد الشركات المساهمة المدرجة في البورصات العربية كان 1184 شركة عام 1997 ثم ارتفع إلى 1446 شركة عام 1998 ثم وصل إلى 1634 شركة عام 1999 وسجل 1656 شركة في نهاية الربع الأول من عام 2000⁽³⁾، لينخفض إلى 1543 شركة ثم إلى 1493 شركة خلال عامي 2008 و 2009

(1) - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012، ص: 134-135.

(2) - أشرف محمد دوابه بحث بعنوان: تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر بعنوان: القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، كلية إدارة الأعمال، الجامعة الأردنية في عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، الفترة 14-15 أبريل 2009، ص: 13.

(3) - عبد المطلب عبد الحميد: السوق العربية المشتركة -الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة-، مجموعة النيل العربية للنشر، ط1، 2003، القاهرة، ص: 229-230.

على التوالي⁽¹⁾.

أما عن جانب الطلب فيلاحظ أن أحد أهم أسباب ضآلة حجم السوق، هو ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق فمثلا في السوق المصرية يستحوذ الأفراد على 80% تقريبا بينما تستحوذ المؤسسات على 20%⁽²⁾.

أما فيما يتعلق بالقيمة السوقية للأوراق المالية فيلاحظ وجود تذبذب في مؤشراتها حيث ارتفعت من 1167.6 مليار دولار عام 2005 لتصل إلى 1389.5 مليار دولار عام 2007 ثم لتتخفف إلى 769.6 مليار دولار عام 2008 وذلك بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية والخسائر الكبيرة التي منيت بها أسواق المال العربية، وخاصة الخليجية منها، وفي عام 2009 ارتفعت القيمة السوقية لتصل إلى 903.3 مليار دولار بنسبة ارتفاع قدرت ب 17.3% مقارنة بعام 2008⁽³⁾.

ثانيا: ارتفاع درجة تركيز التداول:

يقصد بها نسبة تداول الأسهم النشطة إجمالاً حجم التداول، الأمر الذي يعكس جودة الأوراق المالية المتداولة وهذا المؤشر يشير إلى أن كافة بورصات الأوراق المالية العربية تعاني من ارتفاع درجة تركيز التداول وهذا يعني انخفاض عدد الأسهم ذات الجاذبية⁽⁴⁾.

وهناك سببين رئيسيين يرجع إليهما ارتفاع درجة تركيز التداول، السبب الأول يتلخص في احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة، أما السبب الثاني هو انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة لاسيما أسهم شركات قطاع الأعمال⁽⁵⁾.

وفيما يلي جدول يبين درجة تركيز أكبر الشركات في الأسواق العربية خلال شهر جويلية 2000 وشهر أوت 2008:

(1) -بالموشي علي،الأخضر بن عمر: مداخلة بعنوان: تكامل الأسواق المالية العربية لمواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012،ص:10.
(2) - عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة- الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة-،مرجع سبق ذكره،ص:231.
(3) -بالموشي علي،الأخضر بن عمر، مرجع سبق ذكره،ص: 10.
(4) - عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة- الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة-،مرجع سبق ذكره،ص:231.
(5) -بالموشي علي، الأخضر بن عمر،مرجع سبق ذكره، ص- ص: 11-12.

الجدول رقم (3): درجة تركيز أكبر الشركات في الأسواق العربية خلال شهر جويلية 2008 وشهر أوت 2000.

الدولة	درجة التركيز جويلية (2008)		درجة التركيز أوت (2000)	
	عدد الشركات	نسبة التركيز	عدد الشركات	نسبة التركيز
الأردن	6	70%	10	72%
مصر	6	30%	10	29%
المغرب	6	75%	10	70%
السعودية	6	64%	10	77%
سلطنة عمان	6	50%	10	45%
الكويت	6	52%	10	46%
سوق دبي المالي	6	76%		
سوق أبوظبي للأوراق المالية	6	78%		

المصدر: نسيمه حاج موسى: الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية، دراسة حالة: أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقره، بومرداس، 2008/2009، ص: 77.

يظهر من خلال الجدول رقم (3) ارتفاعا كبيرا لدرجة التركيز في البورصات العربية سواء في شهر جويلية 2000 أو حتى في شهر أوت 2008، حيث وصلت في جويلية 2008 على سبيل المثال إلى 76% في سوق دبي المالي، والى 78% في سوق أبو ظبي للأوراق المالية.

ثالث: ضعف الفرصة المتاحة للتوزيع⁽¹⁾:

حيث أن البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، تتسم بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتوزيع محفظة أوراق المالية، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفردي أو المستثمر المؤسسي أي المؤسسات.

وبلاحظ في هذا المجال أن قطاع البنوك وقطاع المقاولات في معظم البورصات العربية هما القطاعان المسيطران على حجم التداول فعلى سبيل المثال أصبح سهم المحمول والاتصالات يستحوذ على نسبة عالية من حجم التداول ويبدو أن سلوك المستثمر في البورصة أصبحت تحكمه سياسة القطيع رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية مثل قطاع المطاحن وقطاع الاسمنت، ومع ذلك تلعب الشائعات دورا كبيرا في هذا المجال حيث يتركز التعامل في سهمين أو ثلاثة في البورصة العربية.

(1) -عبدالمطلب عبدالحמיד، السوق العربية المشتركة- الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة-، مرجع سبق ذكره، ص: 232.

رابعاً: التقلبات الشديدة في الأسعار⁽¹⁾:

هناك عدة عوامل تتحكم في حركة سير أسعار الأسهم في أسواق الأسهم العربية وعلى وجه الخصوص أسواق دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية التي تمثل حوالي 75% من حجم رأس المال الكلي للأسواق العربية في عام 2008، حيث تؤكد نتائج الأبحاث المنشورة في هذا المجال وجود تكامل مشترك بين أسعار أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي من جهة، وأسواق دول شمال إفريقيا المتمثلة في مصر، تونس، والمغرب من جهة أخرى، الأمر الذي يؤكد أهمية تأثير المنتجات الإقليمية على أداء هذه الأسواق، هذا بجانب ارتباط أداء أسواق أسهم دول مجلس التعاون بحركة أسعار النفط العالمية في المدى المتوسط، أما في المدى القريب (أي الأداء اليومي والأسبوعي)، فإن سير الأسعار يتأثر بدرجة كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبطة بأساسيات اقتصاديات المنطقة وعلى ضوء ذلك فإنه يمكن حصر أهم أسباب التقلبات الحادة في أسعار أسواق الأسهم العربية فيما يلي:

أ- تركز التداول في أسهم محدودة، مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات، حيث وجد أن تأثير العوامل غير الأساسية مثل الشائعات والمعلومات غير الحقيقية يمثل حوالي 85% من حركة الأسعار في أسواق أسهم دول مجلس التعاون الخليجي، الأمر الذي يدعم عدم فعالية هذه الأسواق في تسعير الأوراق المالية المتداولة.

ب- اعتماد الشركات في معظم الدول العربية على التمويل الخارجي المتمثل في القروض وإصدار مزيد من الأسهم بدلاً من الاعتماد على مصادر داخلية كالأرباح المحتجزة، هذا النوع من النمط التمويلي المتمثل في زيادة إصدار أسهم جديدة و القروض الخارجية أو ما يسمى الرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم و بالتالي في قيمته السوقية.

ت- ضعف الإطار الرقابي والتنظيمي لبعض الأسواق العربية، عند غياب إطار رقابي مستقل عن إدارة سوق الأسهم يمكن أن يكون مصلحة خاصة للمستثمرين في البيع على المكشوف^(*)، وذلك بهدف استدراج الأسعار نحو مزيد من الانخفاض لتحقيق أرباح من جراء ذلك، وفي أوقات أخرى استدراجها نحو الأعلى لتحقيق أرباح مماثلة عند الانخفاض، الأمر الذي يتسبب في عدم استقرار السوق عموماً، ولهذا السبب فإنه يتوجب وجود جهاز رقابي فاعل لمراقبة مثل هذه الأنشطة واتخاذ القرارات المناسبة بشأن التجاوزات التي تحصل من فترة إلى أخرى، وفتح المجال لتفعيل حزمة السياسات التي تتبناها الهيئة الرقابية لإنعاش السوق.

(1) - عيسى محمد الغزالي، خصائص أسواق الأسهم العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 80، فبراير/ شباط 2009، ص-ص: 6-8.

ث-ضالة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في أسواق الأسهم العربية، حيث يرى البعض أن ارتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي في هذه الأسواق يقلل من تأثير العوامل الغير أساسية في تسعير الأسعار، وذلك لتبني المستثمر المؤسسي المنهجية العلمية عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع لورقة مالية.

خامسا: ضعف درجة السيولة في البورصات العربية⁽¹⁾:

تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال ما تتمتع به من نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة وترتفع قيمتها السوقية، وفي المقابل يقل التعامل على أسهم الشركات الخاسرة حيث يقل التعامل على أسهمها وتخفض قيمتها السوقية⁽²⁾.

ولعل أن الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية تمتلك الكفاءة لذلك، فعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تعانيه البورصات العربية من ضعف في سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا وعدد أيام التداول في السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين، ويلاحظ في البورصات العربية أن أسعار الأسهم وحتى أسعار وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في معظم الأحيان.

ولتحسين سيولة السوق فيصوب إتباع استراتيجيات تستهدف خفض القيمة السوقية للأوراق المدرجة، مثل إستراتيجية التقسيم وإستراتيجية التوزيعات في صورة أسهم، كما يمكن تحسين سيولة السوق عبر تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار وتشجيع المؤسسات المالية، كما يؤدي خفض فترة تسوية الصفقات إلى تحسين السيولة ورغم أهمية السيولة في السوق إلا أن لهذا الأمر جانب سلبي يتمثل في المساعدة في خلق مناخ مشجع على التداول قصير الأجل، وهذا من شأنه أن يثبط من عزيمة المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار طويل الأجل ويشجع السلوك المضاربي الذي يحاول أن يتنبأ باتجاهات السوق خلال فترات قصيرة.

6- القصور التشريعي والمؤسسي للأسواق المالية العربية:

فمن حيث القصور التشريعي فلا زالت عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية، تحتاج قوانينها إلى المزيد من الإصلاح والتحديث، أما القصور المؤسسي فلا زال يتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة وصانعي السوق

(1) - عبد المطب عبد الحميد: السوق العربية المشتركة- الواقع والمستقبل في الأفق الثالثة-، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 232-233.

(*)-البيع على المكشوف: هو قيام المستثمر بشراء ورقة مالية على أمل أن ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد و تتحقق بعض الأرباح.

(2) -أشرف محمد دوابه، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

ودور الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق وهيكلها التنظيمي، وقد انعكس هذا القصور على كفاءة الأسواق المالية وأدائها (1).

حيث لازالت الأسواق المالية في الدول العربية تقتصر على الأسهم والسندات التقليدية، ولازال هناك افتقار إلى وجود مراكز علمية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية وكذا لازالت تعاني من نقص في أساليب الاتصال ومتابعة المعلومات على مدار الساعة رغم الإصلاحات الكبيرة التي تمت في هذا المجال (2).

7- ضيق نطاق الأسواق الأولية (*):

وكان هذا سبب انتشار القطاع العام وتدخل الدولة في معظم الدول العربية مع افتقارها لأنظمة المقاصة والتسوية والمحاسبة الحديثة والتدقيق (3).

حيث يلاحظ تذبذب الإصدارات وضآلتها وعدم انتظامها وقلة أدوات الاستثمار فيها وعدم تنوعها، كما تختلف الأهمية النسبية للإصدارات من سوق لأخرى (4).

الفرع الثالث: الإصلاحات التي شهدتها البورصات العربية

لقد شهدت البورصات العربية العديد من الإصلاحات التي تمثلت في تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات بهدف تشجيع بنية سليمة لهذه الأسواق يجري تطويرها بصورة متواصلة، استهدفت في مجملها زيادة كفاءة الأسواق المالية وتعزيز الدور الرقابي لها، كما استهدفت تطوير الأنظمة الضريبية و تبسيط الإجراءات الإدارية، و أيضا جعل التعامل بأدوات السوق أكثر جاذبية لمختلف فئات المستثمرين و تعزيز الشفافية و الإفصاح، إضافة إلى الارتقاء بكفاءة المتعاملين في مجال أسواق الأوراق المالية، و فيما يلي عرض لمختلف هذه التطورات (5).

(1) - عبد المطلب عبد الحميد: السوق العربية المشتركة- الواقع والمستقبل في الألفية الثالثة-، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 233-234.

(2) - هوشيار معروف: الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 1، 2009، عمان- الأردن، ص: 307.

(* - السوق الأولية: يقصد بها السوق التي يتم فيها بيع الأصول من قبل الجهة التي قامت بإنشاء تلك الأصول.

(3) - عبد المطلب عبد الحميد: مرجع سابق، ص: 234.

(4) - مناضل عباس حسين الجوارى خضير مهدي صالح: واقع الأسواق العالمية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بابل العدد 1 ، 2009، ص: 73.

(5) - بوبريمة احسان: دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية، دراسة حالات الاستثمارات المحفظية في الأردن للفترة الممتدة من 1996-2005، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2006/2007، ص-ص: 125-128 .

أولاً: تعزيز الدور الرقابي للسوق:

اتجه عدد متزايد من الدول العربية نحو فصل الدور التشريعي و الرقابي الذي تقوم به هيئة مستقلة تابعة للقطاع العام عن الدور التنفيذي الذي غالباً ما يقوم به القطاع الخاص، و في هذا الجانب تم في غالبية الدول العربية تنفيذ أحكام قوانين الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري من خلالها تداول هذه الأوراق، و تجدر الإشارة هنا إلأن عدد الأسواق الأوراق المالية العربية التي قامت بفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي بلغ في نهاية عام 2002 سبعة أسواق، و هي الأسواق في كل من الأردن، مصر، عمان، تونس، المغرب، الإمارات و الجزائر، أما بقية الدول العربية فان أسواقالأوراق المالية تقوم بهذين الدورين معا الرقابي و التنفيذي.

ثانياً: تعزيز الشفافية و الإفصاح:

أولت الأسواق المالية العربية اهتماما كبيرا لزيادة درجة الإفصاح و تعديل متطلباته بما يتلائم و المعايير الدولية و ذلك بهدف تعزيز الدور الرقابي للسوق من جانب، و توفير فرص التكافؤ للمتعاملين في السوق من جانب آخر، فمن جانب السوق، اتسع نطاق التعليمات و المعلومات و البيانات التي أصبح يتوجب على هذه الأسواق الإفصاح عنها فأصبحت تشمل مختلف المعلومات المتعلقة بأسماء الجهات المصدرة للأوراق المالية و أسماء أعضاء السوق، بالإضافة إلى البيانات الدورية المتضمنة لحركة التداول و المؤشرات المالية الرئيسية و في هذا الجانب تقوم معظم الأسواق المالية العربية بإصدار نشرات يومية و أسبوعية و شهرية و سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق و قرارات مجلس الإدارة و معلومات عن إحجام تداول و مؤشرات الأسعار و يلاحظ كذلك توجه هذه الأسواق لنشر بياناتها من خلال شبكة الانترنت للتعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها و قد تضمنت مواقع البورصات العربية على هذه الشبكة معلومات عن التداول، ويتم تحديثها بشكل يومي، بالإضافة إلى معلومات تاريخية تحتوي على سلاسل زمنية لكافة البيانات المتعلقة بنشاط البورصات و كذلك أهم التشريعات و القوانين المتعلقة بهذه الأسواق.

و من جانب آخر أولت هذه الأسواق اهتماما كبيرا لترسيخ مبادئ الإفصاح و الشفافية لدى الشركات المساهمة المدرجة فيها، بالإضافة إلى التقارير السنوية التي يتوجب على الشركات تقديمها لهيئات الأوراق المالية في العديد من الدول العربية أصبحت التعليمات الجديدة في بعض الدول العربية تلزم الشركات المساهمة بتقديم تقارير نصف و ربع سنوية .

ثالثاً: تشجيع الاستثمار الأجنبي:

تم في معظم الدول العربية إدخال العديد من التعديلات على القوانين المتعلقة بالاستثمار، هدفت في مجملها إلى تشجيع و جذب الاستثمارات الأجنبية وفق أسس و ضوابط محددة و إلى تغطية الاحتياجات التمويلية و نقل الخبرات المتطورة إلى هذه الأسواق و في هذا الإطار عملت الدول العربية على فتح المجال أمام الاستثمارات

الأجنبية و إزالة العوائق التي تحول دون دخولها و يمكن تقسيم الدول العربية في هذا المجال إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تضم الدول التي لا تفرض أية قيود على الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية و تشمل مصر و المغرب و الأردن و الجزائر و لبنان. أما المجموعة الثانية فتشمل الدول التي تفرض قيود لكن بنسب متفاوتة و هي تونس و دول مجلس التعاون الخليج العربية، حيث في تونس يسمح للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة، و في الإمارات يسمح للأجانب بالاستثمار في الأسهم الإماراتية من خلال صناديق الاستثمار كما أجاز قانون الشركات بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 49% في حال ما سمحت الأنظمة الداخلية بذلك، و في عمان يسمح للأجانب بتملك الأسهم في الشركات حديثة الإدراج، و تصل نسبة التملك إلى 49% و إلى 100% في بعض الشركات، و في البحرين يسمح لمواطني مجلس التعاون لدول الخليج العربية بتملك ما نسبته 100%، و في قطر يسمح لمواطني مجلس التعاون الخليجي بتملك الأسهم بنسبة لا تزيد عن 25% أسهم الشركات المساهمة العامة و ذلك بعد موافقة الجمعيات العمومية لهذه الشركات باستثناء شركات البنوك و التأمين.

رابعاً: تعديل الأنظمة الضريبية:

قامت العديد من الدول العربية بإدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية بهدف خلق الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، و جذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى. و عملت هذه الدول على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية و الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، و تجدر الإشارة في هذا الصدد إلى عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية في جميع الدول العربية التي تمتلك أسواق مالية منتظمة باستثناء المغرب بنسبة 10% و بالإضافة إلى ذلك عملت بعض الدول العربية على تعديل الأنظمة الضريبية المتبعة فيها بهدف تشجيع الشركات المساهمة على إدراج أسهمها في السوق.

خامساً: مكننة أنظمة التداول:

اتخذت معظم أسواق الأوراق المالية العربية خطوات واسعة نحو تحديث أنظمة التداول لديها و استخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم و ذلك من أجل رفع كفاءة و سرعة التعامل بالأوراق المالية و زيادة الشفافية و الأمان لدى المتعاملين، و قد نتج عن ذلك استحداث أنظمة تداول آلية متطورة في الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة، كما اتجه بعض من هذه الأسواق إلى إدخال خدمة التداول عن بعد و هي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها هذه الأسواق و ذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

المطلب الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية الغربية تماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا زالت تعاني من عدة مشاكل و عوائق تحول دون تحقيق الكفاءة و الفعالية المطلوبة و فيما يلي عرض لهم تلك المعوقات:

أولاً: معوقات تشريعية و تنظيمية و هيكلية:

تواجه الأسواق المالية العربية مجموعة من المعوقات التنظيمية و التشريعية و أخرى هيكلية يمكن إيجازها فيما يلي (1):

- أ- غياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بنشر بيانات نصف أو ربع سنوية، و حتى في بعض الدول التي تلزم هذه الشركات بذلك فإن صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان تأخرت نظراً لعدم تحديد فترات إصدارها و هذا هو ما يصنف أسواق الأوراق المالية العربية ذات الكفاءة الضعيفة.
- ب- افتقار التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات الترويج و ضمان الاكتتاب، فهذه الشركات تعمل على عرض الأسهم على كافة عملائها و الترويج لها، إضافة إلى ضمان الاكتتاب الكامل للأسهم المطروحة.
- ت- افتقار التشريعات إلى قوانين تنظم إنشاء شركات خدمات التصنيف الائتماني و المؤسسات التي تتعلق بالإصدارات، و ذلك لأن مثل هذه الخدمات يساهم في جذب المستثمرين ممن لا تتوفر لديهم الكثير من المعلومات عن قدرة المؤسسة المصدرة على الوفاء على الوفاء بالالتزامات.
- ث- انعدام التنسيق بين مختلف التشريعات الخاصة بالأسواق المالية في الدول العربية مما يحد من قدرة هذه الأسواق على التكامل و الترابط فيما بينها .
- ج- افتقار الكثير من التشريعات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية لنصوص واضحة و صريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين (2).
- ح- افتقار هذه الأسواق للضوابط و القواعد التشريعية و الأطر التنظيمية التي تنظم كافة جوانب العمل، و تسهيل المعاملات، و توفير الحماية اللازمة للمتعامل.
- خ- عدم تنوع الأدوات المالية العربية حيث تكاد الأسهم تكون الأداة الوحيدة التي تتوفر لدى أسواق الأوراق العربية (3).

(1) بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص-ص: 259-261.

(2) - صلاح الدين حسين السيسي: قضايا اقتصادية معاصرة: الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية (الأسباب- التداعيات- المواجهة) في ظل منظمة التجارة العالمية و تحرير الخدمات المالية، ص: 216.

(3) صلاح الدين حسين السيسي: مرجع سبق ذكره، ص: 216.

أما المعوقات الهيكلية فتتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

- أ- عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح و ليس كواجب وطني.
- ب- عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق وأوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.
- ت- تأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية.

ثانيا: قصور آليات العمل في الأسواق المالية العربية:

تتمثل عوائق العمل في الأسواق المالية العربية في النقاط التالية:⁽²⁾.

- أ- قلة المؤسسات التي تؤدي وظيفة الوساطة المالية، مثل مصاريف الاستثمار والمؤسسات المتخصصة.
- ب- قلة عدد الشركات المساهمة التي تعتمد عليها السوق المالية مقارنة بعدد الشركات الفردية و غيرها، التي لا تفصل بين الملكية والإدارة، مما يؤدي إلى محدودية العرض، وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية في هذه الأسواق بما يتناسب مع حاجة المتعاملين فيها
- ت- عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، وعجزهم في إعطاء المشورة للمشتريين⁽³⁾.

ثالثا: عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

يمكن تلخيص العوائق التي تحول دون الربط بين الأسواق المالية العربية فيما يلي:

1- قيود معلوماتية:

و تتلخص في النقاط التالية:⁽⁴⁾:

- أ- ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية، و عدم توفر شبكة معلومات تنبؤية للمؤشرات.
- ب- انخفاض الطلب في العديد من البورصات العربية لقلّة ثقافة الادخار لدى الأفراد من جهة، و لقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي من جهة أخرى.

(1) -جوكساني رشيد:مرجع سبق ذكره، ص: 261.

(2) - احمد سفر:المصارف والأسواق المالية التقليدية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب للنشر، طرابلس- لبنان، 2006، ص: 64.

(3) -مفتاح صالح ومعارفي فريدة: متطلبا تكفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، بسكرة، عدد7، 2010/2009، ص: 190.

(4) - سامي مباركي: مداخلة بعنوان:الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد (دراسة تجربة الأسواق المالية العربية)،الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على بالاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة بسكرة، يومي 21/22 نوفمبر 2006، ص-ص: 11-12.

ج- عدم احتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح، و عدم التقيد بمعايير المحاسبة و التدقيق الدولي التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة للأسواق المالية، مما يصنف الأسواق العربية في الصيغة ضعيفة الكفاءة⁽¹⁾.

د- عدم تحديد خصائص السوق المالي المحلي للمستثمرين، و خصائص الأوراق المالية⁽²⁾.

2- قيود مالية:

و تتلخص فيما يلي⁽³⁾:

أ- الرقابة على النقد الأجنبي.

ب- قيود تحويل العملات الأجنبية.

ج- تأخر تحويل قيمة الأوراق المالية إلى الخارج.

د- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول.

هـ- أثر التضخم على عائد السندات.

و- ضعف البورصات من حيث حجم التداول.

ي- غياب السماسرة المتخصصين.

ن- عدم السماح لبقية العرب بتملك الأوراق المالية.

3- معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي⁽⁴⁾:

تؤدي الأسواق المالية العربية دورا محدودا في توفير السيولة نظرا لضيقها ومحدودية الأدوات المتداولة فيها، وكذا ضعف الطلب على الأوراق المالية المتداولة لانخفاض عوائدها، وميل الأفراد نحو الاستثمار المصرفي بعيدا عن أسواق المال ومايصاحبها من تقلبات في الأسعار، كل هذه المعوقات وغيرها يمكن استخلاصها في النقاط التالية:

(1) -مفتاح صالح، معارفي فريدة: مرجع سبق ذكره،ص: 190.

(2) - مفتاح صالح، معارفي فريدة: المرجع السابق، ص: 190.

(3) -جوكساني رشيد: مرجع سبق ذكره، ص-ص: 265- 266.

(4) - مفتاح صالح، معارفي فريدة،مرجع سبق ذكره،ص-ص: 190- 192.

- أ- ضيق نطاق السوق: يمكن الاستدلال على ضيق الأسواق المالية العربية ومحدوديتها من خلال حجم سوق الأوراق المالية وعدد الشركات المدرجة في البورصة، وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية)، فالملاحظ على الأسواق المالية العربية أنها:
- تتصف بصغر حجم رأس المال السوقي و الذي يمثل قيمة الأسهم المتداولة حسب أسعار آخر يوم تعامل، و انخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويظهر ذلك في سوق الكويت، البحرين، قطر، الأردن تزيد نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100%، أما السعودية، الإمارات فتزيد عن 50%، في حين تقل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50% في كل من مصر، سلطنة عمان المغرب، تونس، لبنان، السودان، الجزائر.
 - قلة عدد الشركات المدرجة فيها و التي تتركز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة و ضعف حركة التداول.
 - ضعف السيولة و يبرز ذلك واضحا من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، و يرجع ضعف التداول أساسا إلى ضعف الادخار و منه ضعف الطلب.
- ب- ضآلة العرض و الطلب: و تعود أسبابه إلى النقاط التالية:

- انخفاض معدلات الادخار نتيجة لضعف دخل الفرد مما يقلل من إمكانية المالية المتاحة للاستثمار.
- انخفاض عائد الاستثمار في الأسواق المالية العربية، و تفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات.
- ارتفاع سعر الفائدة، حيث كلما كان سعر الفائدة مرتفعا تراجع المستثمرون عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- تجنب عدد كبير من المدخرين استثمار أموالهم في السندات و ذلك تقاديا لتأثير معدلات التضخم.
- ضآلة الفرص المتاحة للتويع في البورصات العربية اذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم، أما أسواق السندات فلا تزال في مراحلها الأولى.
- ارتفاع درجة تركيز التداول الذي تعاني منه كافة الأسواق المالية العربية و تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لاحتفاظ كبار المستثمرين ببعض منها، و انخفاض جودة الأسهم المدرجة في البورصة خاصة أسهم شركات القطاع الخاص.

4- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج:

تعاني الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قرة مواردها المالية على تمويل الاستثمار التنموي الضروري لها، حيث وصلت هذه الفجوة إلى 70% يتم تغطيتها من خلال التمويل الاقتراضي و الإعانات، مما ترتب عنها زيادة حدة المشاكل الاقتصادية كالبطالة، و ارتفاع الأسعار، وضعف الإنتاج، و إن ما يقارب 800 - 2400 مليار هي حجم الأموال العربية المستثمرة في المحافظ الاستثمارية الأجنبية خاصة الأمريكية منها و تعود أسبابها إلى العوامل التالية:

- تدني فرص الاستثمار في البلدان العربية لقلّة الأرباح مقارنة بالدول المتقدمة.
- إمكانية المستثمرين أصحاب رؤوس الأموال من استرجاع ودائعهم و تحويل أرباحهم في أي وقت بدون عوائق.
- انتشار الفساد الإداري و المالي، و غياب الشفافية و التسهيلات أمام الاستثمارات العربية.
- غياب قوانين الاستثمار العربية على نصوص تتعلق بخضوع الاستثمار للدستور و القوانين.
- هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الاقتصادي، الاستثماري و المالي.

المبحث الثاني: تداعيات الأزمة المالية العالمية (2008) على الأسواق المالية العربية

في هذا المبحث حاولنا التطرق إلى أهم التطورات التي مرت بها الأسواق المالية العربية و أهم الإصلاحات التي أدخلت عليها خلال السنوات الفارطة، حيث قسمنا المبحث إلى مطلبين، الأول تناولنا فيه تطور الأسواق المالية العربية قبل الأزمة خلال الفترة 2000-2007، أما الثاني فتناولنا فيه أداء الأسواق المالية العربية أثناء الأزمة و بعدها خلال الفترة 2008-2012.

المطلب الأول: أداء الأسواق المالية العربية قبل الأزمة خلال الفترة 2000-2007

ينقسم هذا المطلب إلى فرعين:

الفرع الأول: تطور أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2003

أولاً: أداء الأسواق المالية العربية خلال السنة 2000:

أ- فيما يخص الأسواق المالية العربية الواردة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي:

حيث تراجع أداء أسواق المال العربية التسع التي يترصد تطوراتها صندوق النقد العربي (الأردن، البحرين، السعودية، الكويت، المغرب، تونس، سلطنة عمان، لبنان، مصر) ⁽¹⁾، فقد انخفضت قيمتها السوقية الإجمالية من 149,2 مليار دولار نهاية عام 1999 إلى حوالي 148,2 مليار دولار نهاية عام 2000 ⁽²⁾، بما نسبته 0,66%، تصدرتها حصة السعودية بنسبة 45%، في حين ارتفع عدد الشركات المدرجة من 1634 نهاية عام 1999 إلى 1678 نهاية عام 2000، أما حجم التداول فقد انخفض من 35,59 مليار دولار نهاية عام 1999 إلى 36,53 مليار دولار نهاية عام 2000، كما انخفض عدد الأسهم المتداولة من 1950 مليون سهم إلى 1531 مليون سهم لنفس الفترة ذاتها ⁽³⁾ (انظر الملحق رقم (5)).

ب- الأسواق المالية العربية التي لا يترصدتها صندوق النقد العربي:

و على عكس ذلك عرفت بعض الأسواق المالية العربية (الإمارات، السودان، العراق، فلسطين و قطر) نشاطاً ملحوظاً خلال عام 2000 مقارنة مع عام 1999، حيث ارتفع حجم التداول في كل من سوق الخرطوم للأوراق المالية و سوق بغداد للأوراق المالية و سوق فلسطين للأوراق المالية بمعدلات بلغت 269% و 67% و 26% على التوالي، فيما ارتفع عدد الأسهم المتداولة في كل من سوق بغداد و سوق فلسطين بحوالي 52% و 35% على التوالي، أما سوق الأوراق المالية في دولة الإمارات فقد شهدت تراجعاً في النشاط بمعدل حوالي 26%،

(1) -المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2000، التقرير السنوي لعام 2000، الكويت، 2000، ص: 22.

(2) -كريم سالم حسين وإبراهيم رسول هاني: مرجع سبق ذكره، ص: 19.

(3) -المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2000، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

كذلك انخفض مجمل النشاط في سوق الدوحة للأوراق المالية سواء من حيث عدد الأسهم المتداولة التي عرفت انخفاضاً بنسبة 10% أو قيمة الأسهم المتداولة التي انخفضت بنسبة 29,5%⁽¹⁾.

ثانياً: أداء الأسواق المالية العربية خلال السنة 2001⁽²⁾:

أ- الأسواق المالية العربية التي يترصدتها صندوق النقد العربي:

و في عام 2001 تحسن أداء أسواق المال العربية التسع التي يترصد تطورها صندوق النقد العربي (الأردن، البحرين، السعودية، الكويت، المغرب، تونس، سلطنة عمان، لبنان، مصر) مقارنة بعام 2000، حيث لاحظ أن القيمة السوقية الإجمالية للدول التسع شهدت تحسناً ملحوظاً خلال عام 2001 مقارنة بعام 2000، إذ بلغت 152,23 مليار دولار مقابل 148,16 مليار دولار عام 2000 بزيادة نسبتها 2,7%، و قد جاءت حصة السعودية من حيث إجمالي القيمة السوقية في المرتبة الأولى بنسبة 48%.

أما فيما يتعلق بقيمة التداول فقد شهدت تحسناً، إذ بلغت قيمة التداول الإجمالية خلال عام 2001 حوالي 42,69 مليار دولار مقابل 36,54 مليار دولار عام 2000 بزيادة نسبتها 12,8% حيث تصدرت السعودية قائمة الدول التسع بنسبة 52% من إجمالي قيمة التداول.

و فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد شهد تحسناً، حيث بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الدول التسع عام 2001 حوالي 23,02 مليار سهم مقابل 9,07 مليار سهم عام 2000 بزيادة نسبتها 159% و يرجع ذلك بشكل أساسي إلى الزيادة الكبيرة في عدد الأسهم المتداولة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال عام 2001 (من 6,76 مليار سهم إلى حوالي 20,82 مليار سهم)، و تصدرت بذلك الكويت قائمة الدول التسع من حيث عدد الأسهم بنسبة 88,5% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة.

هذا و شهد عدد الشركات المدرجة في أسواق المال للدول التسع تحسناً، حيث بلغ إجمالي عدد الشركات المدرجة في أسواق الدول التسع خلال عام 2001 حوالي 1687 شركة مقابل 1678 شركة عام 2000 بزيادة نسبتها 0,5%، تصدرتها مصر من حيث عدد الشركات بنسبة 66% من إجمالي عدد الشركات المدرجة (انظر الملحق رقم (6)).

ب- الأسواق المالية العربية غير الواردة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي:

وأما فيما يخص أسواق المال العربية غير الواردة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي (و هي الإمارات، الجزائر، السودان، العراق، فلسطين و قطر) فتشير البيانات المتوفرة إلى ارتفاع مؤشر الإمارات بنسبة 25,5%

(1) - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2000، مرجع سبق ذكره، ص:23.

(2) - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2001، التقرير السنوي لعام 2001، الكويت، 2001، ص:32-33.

خلال عام 2001 لينتهي فترة من الهبوط المتواصل بدأت عام 1998، و قد ساهم في ارتفاع مؤشر السوق وصول أسعار الأسهم إلى مستويات متدنية قياسا بقيمتها الحقيقية، و معدلات فائدة منخفضة و توافر السيولة و النتائج الجيدة للشركات المدرجة، حيث بلغت القيمة الرأسمالية لسوق الإمارات 26,3 مليار دولار نهاية عام 2001 فيما ارتفع حجم التداول بحوالي 200% خلال نهاية عام 2001 قياسا لما كان عليه عام 2000.

و فيما يتعلق بقطر فقد كان أداء سوق الدوحة للأوراق المالية الأفضل في أسواق الأسهم العربية خلال عام 2001، فقد ارتفع بحوالي 37,2%، و يرجع ذلك إلى النتائج الجيدة للشركات المدرجة و النمو المرتفع للاقتصاد القطري، أما سوق الأسهم الفلسطيني فقد تأثر سلبا بانتفاضة الأقصى حيث شهد تراجعا قدره 28% خلال شهر سبتمبر من عام 2001، إلا أنه ارتفع بحوالي 22% خلال نهاية عام 2001.

ثالثا: أداء الأسواق المالية العربية خلال السنة 2002⁽¹⁾:

أ- الأسواق المالية العربية التي يرصدها صندوق النقد العربي:

شهدت الأسواق المالية العربية الاثنتي عشر التي يرصد تطوراتها صندوق النقد العربي (الأردن، البحرين، تونس، السعودي، سلطنة عمان، الكويت، لبنان، مصر، و لأول مرة هذا العام قطر و دبي و أبو ظبي) تحسنا عام 2002، اذ ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية من 152 مليار دولار عام 2001 إلى 208 مليارات دولار عام 2002 مع دخول ثلاثة أسواق مالية جديدة، حيث بلغت نسبة القيمة الرأسمالية للأسهم المدرجة في السوق المالي السعودي حوالي 36%.

في حين ارتفع عدد الشركات المدرجة من 1687 عام 2001 إلى 1826 عام 2002، حصلت مصر من بينها على الحصة الأكبر بنسبة 63%.

أما قيمة التداول فقد ارتفعت في هذه الأسواق من حوالي 43 مليار دولار في نهاية عام 2001 الى حوالي 65 مليار دولار في نهاية عام 2002.

كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة من حوالي 23,5 مليار سهم إلى 46 مليار سهم خلال الفترة نفسها، تم تداول 92% منها في الكويت.

ب- الأسواق المالية العربية غير الواردة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي:

و فيما يخص الأسواق التي لا يترصد تطورها صندوق النقد العربي فتشير البيانات إلى تأثر سوق فلسطين للأوراق المالية بشكل كبير باستمرار الإجراءات التعسفية الإسرائيلية و الحصار المفروض على مناطق السلطة الفلسطينية، و شهدت السوق المالية في الجزائر مزيدا من التطورات التنظيمية، غير أنه مازالت ستة

(1) - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، من خلال الاستثمار في الدول العربية لعام 2002، تقرير السنوي لعام 2002، الكويت، 2002، ص: 12.

دول عربية لاتوجد بها سوق للأوراق المالية تشمل جيبوتي و سوريا و الصومال و ليبيا و موريتانيا و اليمن إنما أخذت بعض الإجراءات الايجابية نحو تحقيق ذلك.

رابعاً: تطور أداء الأسواق المالية العربية خلال السنة 2003⁽¹⁾:

لقد شهدت أداء أسواق الأوراق المالية العربية التي يترصد تطوراتها صندوق النقد العربي تحسناً كبيراً في نهاية عام 2003 مقارنة بالعام الذي سبقه، حيث ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق في نهاية عام 2003 بنسبة 73,2% لتبلغ حوالي 361,825 مليار دولار مقابل 208,858 مليار دولار سجلت في نهاية عام 2002.

أما فيما يخص أحجام التداول فقد سجلت الأسواق المالية العربية تحسناً خلال الفترة نفسها، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 252,3% لتبلغ حوالي 230,417 مليار دولار مقابل 65,400 مليار دولار سنة 2002.

كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة في هذه الأسواق بنسبة 37.5% ليبلغ عام 2003 نحو 63.4 مليار سهم مقابل 46.1 مليار سهم خلال عام 2002، ومن جانب إلى آخر أظهرت النشرات الفصلية التي أصدرها صندوق النقد الدولي أن غالبية الأسواق المشاركة قد شهدت خلال عام 2003 العديد من التطورات الايجابية المتعلقة بالأنظمة التشريعية والمؤسسة التي تحكمها وفي هذا الصدد، أظهرت أن معظم أسواق الدول العربية تتجه في الاتجاه الصحيح من حيث فصل السلطات التشريعية والرقابية عن التنفيذية، وتوفير التشريعات و القوانين والإجراءات التي تتسجم مع المعايير الدولية، والتي تؤدي إلى تطويرها بشكل متنام وتتعاكس بشكل ايجابي على اقتصاديات هذه الدول، من خلال تسهيل عمليات الخصخصة والاعتماد على القطاع الخاص بشكل أكبر، ورفع نسبة مساهمة أسواق رأس المال في اقتصاديات الدول العربية.

و يمكن تلخيص أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2003 في الجدول التالي:

(1) - صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2003، ص-ص: 23-24.

الجدول رقم(4): تطور أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2000-2003.

السنوات	القيمة السوقية (مليار دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليار دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليار دولار)	عدد الشركات المدرجة
2000	148,1	36,53	9,07	1678
2001	152,23	42,69	23,02	1687
2002	208,8	65,4	46,1	1826
2003	361,8	230,4	63,4	1726

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على معطيات صندوق النقد العربي.

و يلاحظ من خلال الجدول رقم (4) أن أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2003-2000 كان في تطور ايجابي و تحسن مستمر خلال هذه الفترة.

الفرع الثاني: تطور الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2004-2007.

أولاً: تطور الأسواق المالية العربية خلال السنة 2004⁽¹⁾:

بلغت القيمة السوقية لأسواق المال العربية 622.4 مليار دولار عام 2004 مقابل 361.8 مليار دولار عام 2003 بزيادة نسبتها 73.2%، حيث جاءت حصة السعودية من حيث إجمالي القيمة السوقية في المرتبة الأولى بنسبة 49.20%.

أما فيما يخص قيمة التداول فقد ارتفعت خلال عام 2004 نحو 568.2 مليار دولار مقابل 230.4 مليار دولار عام 2003 بزيادة نسبتها 146.6%، تصدرتها السعودية بنسبة 83.23% من إجمالي حجم التداول.

أما عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت إلى 57.03 مليار سهم عام 2004 مقابل 63.4 مليار سهم عام 2003 بما نسبته 10%، بسبب تراجع عدد الأسهم المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال العام (من 49.6 مليار سهم إلى 33.5 مليار سهم)، وفي سوق الخرطوم للأوراق المالية من (4.37 مليار سهم إلى 2.15 مليار سهم) للفترة نفسها، هذا وقد حافظت سوق الكويت للأوراق المالية على تصدرها بحصة 85.8% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة.

وفيما يتعلق بالشركات المدرجة في أسواق المال العربية انخفض عدد في نهاية العام إلى 1597 شركة مقابل 1726 شركة عام 2003 بسبب انخفاض عدد الشركات المدرجة في سوق المال في مصر من 967 شركة

(1) -المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2004، التقرير السنوي لعام 2004، الكويت، 2004، ص: 33.

كانت مدرجة في عام 2003 إلى 792 شركة في عام 2004 وقد حافظت الشركات المصرية المدرجة في سوق المال بمصر على تصدرها بحصة تقارب 50%.

ثانياً: أداء الأسواق المالية العربية خلال السنة 2005:

أ- الأسواق المالية العربية التي يرصدها صندوق النقد العربي⁽¹⁾:

شهد عام 2005 تحسناً ملحوظاً في أداء الأسواق المالية العربية التي يترصدها بيناتها صندوق النقد العربي، حيث بلغت القيمة السوقية لهذه الأسواق 1292,85 مليار دولار نهاية عام 2005 مقابل 622,4 مليار دولار عام 2004 بزيادة نسبتها 107,7%⁽²⁾، وقد جاءت حصة سوق الأسهم السعودي من حيث إجمالي القيمة السوقية في المرتبة الأولى بنسبة 50,1% بقيمة سوقية بلغت 646,1 مليار دولار.

و ارتفعت قيمة التداول الإجمالي خلال العام إلى نحو 1434,8 مليار دولار مقابل 568,2 مليار دولار عام 2004 بزيادة نسبتها 152,5%، تصدرته سوق الأسهم السعودي بنسبة 76,92% من إجمالي التداول.

أما فيما يخص عدد الأسهم المتداولة فقد ارتفعت إلى 110,8 مليار سهم نهاية عام 2005 مقابل 57,03 مليار سهم عام 2004 بما نسبته 94,3%، بسبب تزايد عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي خلال العام من 5,1 مليار سهم إلى 25,5 مليار سهم، و في سوق الكويت للأوراق المالية من 33,5 مليار سهم إلى 52,2 مليار سهم و في سوق أبو ظبي من 0,9 مليار سهم إلى 8,3 مليار سهم للفترة ذاتها، و قد حافظ سوق الكويت للأوراق المالية على تصدره بحصة 47,1% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة

و فيما يتعلق بالشركات المدرجة في أسواق المال العربية فقد ارتفع عدد الشركات نهاية عام 2005 إلى 1665 شركة مقابل 1597 شركة كانت مدرجة أواخر عام 2004 بسبب ارتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية من 125 شركة عام 2004 إلى 156 شركة في عام 2005 و دخول 28 شركة من سوق فلسطين للأوراق المالية في قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لأول مرة و ارتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية من 35 شركة عام 2004 إلى 59 شركة في عام 2005، و من ناحية أخرى و في بورصتي القاهرة و الإسكندرية تواصل انخفاض عدد الشركات المصرية المدرجة ليصل إلى 744 شركة مقابل 792 في عام 2004، حيث حافظت الشركات المدرجة في بورصتي القاهرة و الإسكندرية على تصدرها بحصة 44,7% (انظر الملحق رقم (7)).

(1) - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2005، التقرير السنوي لعام 2005، الكويت، 2005، ص: 29.

(2) - محفوظ بصيري: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة - دراسة حالة الجزائر - ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة سعد دحلب، لبلبدة، سبتمبر 2007، ص: 64.

ب- الأسواق المالية العربية غير الواردة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي⁽¹⁾:

أما فيما يخص أسواق المال العربية غير المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي فتشير البيانات المتوفرة عن السوق العراقي إلأن حجم التداول بلغ 367 مليار دينار عراقي لأسهم 80 شركة من إجمالي الشركات المدرجة في نهاية عام 2005 و التي بلغت 84 شركة، أما في ليبيا فقد صدر قرار بتكليف أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد و التجارة بإنشاء سوق للأوراق المالية و اتخاذ الترتيبات اللازمة للإشراف على إقامة هذه السوق و تفعيل دورها و تتميتها بالشكل الطبيعي بما يساهم في تسهيل عملية تمويل الاستثمار و التسريع بعمليات توسيع الملكية من خلال ترويج تبادل الأسهم و السندات في حين واصلت سوريا الإعدادلتأسيس سوق مالي حيث اقر مجلس الشعب القانون رقم 22 لعام 2005 المتضمن إقامة سوق للأوراق المالية، كما واصلت اليمن الإعدادلتأسيس سوق مالية، حيث شكلت لجنة برئاسة وزير المالية لتقديم مشروع قرار متكامل بشأن البدء بإنشاء سوق للأوراق المالية، على أنينضم مشروع القرار المراحل المختلفة لقيام هذه السوق و متطلباتها وصولاً إلى سوق مالية فاعلة تخدم الاقتصاد الوطني و توجهات الدول في تطوير إدارة العملية الاقتصادية و التنمية و المالية للبلاد

ثالثاً: تطور الأسواق المالية العربية خلال السنة 2006⁽²⁾:

أ- الأسواق المالية العربية التي يرصدها صندوق النقد العربي:

شهد عام 2006 حركة تصحيح في الأسعار شملت معظم الأسواق العربية حيث بدأت منذ أواخر عام 2005، واستمرت إلى نهاية عام 2006، وذلك بعد أن شهدت هذه الأسواق في العامين الماضيين موجة من ارتفاع أسعار الأسهم ووصولها إلى مستويات قياسية.

حيث بلغت القيمة السوقية لأسواق المال العربية 888.2 مليار دولار في نهاية عام 2006 مقابل 1292.85 مليار دولار عام 2005 بانخفاض نسبة 31.2%، وقد حافظ سوق الأسهم السعودي على تصدره من حيث إجمالي القيمة السوقية بنسبة 36.8% وبقية بلغت 326.8 مليار دولار.

وارتفعت قيمة التداول الإجمالي خلال عام 2006 إلى 1684.9 مليار دولار مقابل 1435.4 مليار دولار عام 2005 بزيادة نسبتها 17.4% ، تصدرها سوق الأسهم السعودي بنسبة 83.26% من إجمالي حجم التداول.

أما من حيث عدد الأسهم المتداولة فقد ارتفعت إلى 168.5 مليار دولار سهم في نهاية عام 2006 مقابل 110.8 مليار دولار نهاية عام 2005 بما نسبته 52.08% بسبب تزايد عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال عام 2006 من 12.2 مليار سهم إلى 54.4 مليار سهم وفي سوق دبي المالي من 25.5

(1) - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2005، المرجع السابق، ص: 30.

(2) - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2006، التقرير السنوي لعام 2006، الكويت، 2006، ص-ص: 34-36.

مليار سهم إلى 39.6 مليار سهم وفي سوق الخرطوم للأوراق المالية من 1.7 مليار سهم إلى 7.5 مليار سهم وفي السوق المصري من 8.3 مليار سهم إلى 11.2 مليار سهم للفترة ذاتها، وقد تصدر سوق الأسهم السعودي بحصة 32.29% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة.

وفيما يتعلق بالشركات الأخرى المدرجة في أسواق المال العربية فقد انخفض عدد الشركات في نهاية عام 2006 إلى 1623 شركة مقابل 1665 شركة كانت مدرجة أواخر عام 2005 بسبب تواصل انخفاض عدد الشركات المدرجة في بورصتي القاهرة والسكندرية ليصل إلى 603 شركة مقابل 744 شركة في عام 2005، وانخفاض الشركات المدرجة في سوق مسقط بأربع شركات في عام 2006 وسوق الجزائر بشركة واحدة) انظر الملحق رقم ((8)).

ب- الأسواق المالية العربية غير الواردة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي:

أما فيما يخص أسواق المال العربية غير المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي فتشير البيانات المتوفرة عن سوق العراق للأوراق المالية إلى أن حجم التداول بلغ 146.8 مليار دينار عراقي عام 2006 مقابل 346 مليار دينار في عام 2005، وتم تداول 5.8 مليار سهم نقود ل 84 شركة مدرجة في السوق حتى نهاية عام 2006، أما في ليبيا أصدرت اللجنة الشعبية العامة القرار رقم 134 لعام 2006 الخاص بإنشاء "سوق الأوراق المالية الليبي" الذي اتخذ من مدينة طرابلس مقراً رئيسياً له، ويبلغ عدد الشركات المدرجة فيه 7 شركات، وقد تم التوقيع خلال عام 2006 على اتفاقية للتعاون بين سوق الأوراق المالية الليبي وشركة مصر للمقاصة، وجار العمل بشكل نهائي في كل من مدينتي طرابلس و بنغازي.

وفي سوريا تواصل الإعداد لتأسيس سوق مالية حيث اصدر الرئيس السوري خلال عام 2006 مرسوما يقضي بتأسيس "سوق دمشق للأوراق المالية"، على أن "تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، ويحق لها تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها والقيام بجميع النشاطات القانونية لتحقيق أهدافها، وتهدف السوق إلى تنظيم جميع العمليات المتعلقة بإصدار وطرح وتداول وتسوية وانتقال ملكية الأوراق المالية.

وفي اليمن واصلت اللجنة المشكلة برئاسة وزير المالية مهامها من أجل تقديم مشروع قرار متكامل بشأن سوق الأوراق المالية كما تم التوقيع على اتفاقية مع معهد حوكمة الشركات ومقره دبي بدولة الإمارات العربية المتحدة للمساهمة في تشجيع ممارسات الإدارة الرشيدة للشركات في اليمن في إطار استعدادات البلاد لإقامة سوق للأوراق المالية والأسهم المحلية بحلول العام القادم.

رابعاً: أداء الأسواق المالية العربية خلال السنة 2007:

أ- الأسواق المالية العربية التي يرصدها صندوق النقد العربي:

شهدت أسواق المال العربية موجة من الارتفاع في عام 2007 بعد حركة التصحيح التي شملت معظم الأسواق العربية خلال عامي 2005 و 2006⁽¹⁾، حيث بلغت القيمة السوقية لهذه الأسواق بنهاية عام 2007 نحو 1336,2 مليار دولار، بنسبة زيادة كبيرة تبلغ نحو 85%⁽²⁾، مقابل 888,1 مليار دولار عام 2006، حيث حافظ سوق الأسهم السعودي على تصدره المرتبة الأولى بحصة 38,8% و قيمة سوقية بلغت 519,0 مليار دولار⁽³⁾.

أما قيمة التداول فانخفضت خلال عام 2007 إلى نحو 1108,1 مليار دولار، مقابل 1685,0 مليار دولار عام 2006 بتراجع نسبته 34%، و ذلك بسبب التراجع الذي شاهده السوق السعودي في قيم التداول، و مع ذلك شكل سوق الأسهم السعودي ما نسبته 61,6% من إجمالي قيم التداول.

أما فيما يخص عدد السهم المتداولة فقد ارتفع بما نسبته 92% ليصل إلى 323,0 مليار سهم نهاية عام 2007، مقابل 168,8 مليار سهم عام 2006، بسبب تزايد عدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي خلال العام من 39,6 مليار سهم إلى 105,3 مليار سهم، و في سوق أبو ظبي من 11,3 مليار سهم إلى 52,1 مليار سهم و في سوق الكويت للأوراق المالية من 37,7 مليار سهم إلى 70,4 مليار سهم، و في السوق المصري من 9,0 مليارات سهم إلى 15,8 مليار سهم للفترة ذاتها، حيث تصدر سوق دبي المالي بحصة 32,6% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة⁽⁴⁾.

و فيما يتعلق بالشركات المدرجة في أسواق المال العربية فقد انخفض عدد الشركات في نهاية عام 2007 إلى 1550 شركة مقابل 1623 شركة كانت مدرجة أواخر عام 2006، بسبب استمرار تواصل انخفاض عدد الشركات المدرجة في بورصتي القاهرة و الإسكندرية ليصل إلى 435 شركة مقابل 603 شركة في عام 2006 و انخفاض الشركات المدرجة في سوق بيروت بشركة واحدة⁽⁵⁾ (انظر الملحق رقم (9)).

(1) - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، التقرير السنوي لعام 2007، الكويت، 2007، ص: 35.

(2) - صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2007، ص: 30.

(3) - المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، مرجع سبق ذكره، ص: 36.

(4) - مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، المرجع السابق، ص: 37.

(5) - مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

ب- الأسواق المالية العربية غير الواردة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي:

أما أسواق المال العربية غير المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي فتشير البيانات المتوفرة عن سوق العراق للأوراق المالية إلى أن حجم التداول عام 2007 بلغ 428 مليار دينار عراقي مرتفعا بنسبة 191% عن عام 2006، و تم تداول 153 مليار سهم تعود ل 85 شركة مدرجة في السوق لغاية نهاية عام 2007، مقابل 58 مليار سهم في عام 2006 و 84 شركة مدرجة، أما في ليبيا تم إنشاء سوق الأوراق المالية تحت مسمى " سوق الأوراق المالية الليبي " الذي اتخذ من مدينة طرابلس مقرا رئيسيا له، و تم افتتاح فرع في مدينة بنغازي، و يبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 4 شركات، حيث جرى خلال عام 2007 تداول نحو 31 ألف سهم بقيمة بلغت نحو 335 ألف دينار ليبي حتى نهاية عام 2007، و لا يزال العمل جاريا لتجهيز مقري السوق بشكل نهائي في كل من مدينتي طرابلس و بنغازي بأحدث التقنيات، و في سوريا لا يزال العمل متواصل لإطلاق سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تم وضع حجر الأساس لمبنى السوق الذي من المتوقع أن يباشر نشاطه من مقر مؤقت خلال عام 2008، و قد تم توقيع عدد من الاتفاقيات مع سوق أبو ظبي للتعاون التقني و الفني، و الإدراج المشترك للشركات المدرجة، أما في اليمن فلا يزال العمل على تأسيس سوق مالية قائما⁽¹⁾.

و الجدول التالي يلخص تطورات الأسواق المالية العربية خلال الفترة من 2004 الى 2007:

الجدول رقم(5): تطور أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2004-2007.

السنوات	القيمة السوقية (مليار دولار)	قيمة الأسهم المتداولة (مليار دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	عدد الشركات المدرجة
2004	622,4	568,2	57,03	1597
2005	1292,85	1434,8	110,8	1665
2006	888,2	1684,9	168,5	1623
2007	1336,2	1108,1	323,0	1550

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات صندوق النقد العربي.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (5) أنه أداء الأسواق المالية العربية سنة 2004 شهد تحسنا مقارنة بعام 2003، حيث ارتفعت القيمة السوقية من 361,8 مليار دولار عام 2003 إلى 622,4 مليار دولار، لتواصل هذا التحسن و الارتفاع سنة 2005 لتصل القيمة السوقية إلى 1292,85 مليار دولار، كما ارتفعت القيم الأخرى (أحجام التداول و عدد الأسهم المتداولة و عدد الشركات المدرجة)، و في عام 2006 شهدت هذه الأسواق تراجع حاد في مختلف القيم حيث تراجعت القيمة السوقية من 1292,85 مليار دولار سنة 2005 إلى حوالي 888,2 مليار دولار، لتعاود الارتفاع سنة 2007 وصلت إلى 1336,2 مليار دولار، في حين شهدت قيمة الأسهم

(1) - مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

المتداولة و عدد الشركات المدرجة تراجعاً على عكس عدد الأسهم المتداولة التي ارتفعت من 168,5 مليار دولار عام 2006 إلى 323,0 مليار دولار عام 2007.

المطلب الثاني: أداء الأسواق المالية العربية خلال الأزمة (2008 إلى 2013)

ينقسم هذا المطلب إلى فرعين:

الفرع الأول: تطور الأسواق المالية العربية خلال الأزمة (2008 إلى 2010)

أولاً: تحليل أداء البورصات العربية خلال سنة 2008⁽¹⁾:

أ- فيما يتعلق بالأسواق المالية العربية التي يترصد تطورها صندوق النقد العربي:

عرفت الأسواق المالية العربية تراجعاً في أدائها كغيرها من أسواق المال حول العالم، على اثر تداعيات الأزمة المالية العالمية التي بدأت منذ منتصف عام 2007 و اشتدت و طنتها منذ منتصف سبتمبر 2008، حيث انخفض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء خمسة عشر سوقاً مالية عربية بنسبة 49,4% ليصل إلى 166,2 نقطة في نهاية عام 2008، مقارنة بنحو 328,7 نقطة في نهاية عام 2007 مستكملاً مرحلة تقلباته التي بدأها عام 2006، و يلاحظ أن هذا التراجع قد فاق نظيره في المؤشرات التي تعكس أداء الأسواق الناشئة، حيث اقتصرت نسبة التراجع التي سجلها كل من مؤشر ستاندرد اندريورز 500 (S & O P 5) و فوستي (FT- SE 100) و نيكاي (NIKKEI) على 38,5%، 31,3%، 42,1% على التوالي، 2008، حيث أدى هذا الانعكاس في المؤشر إلى تراجع ملحوظ لأداء معظم الأسواق المالية العربية وفقاً لبيانات أحجام التداول و الأسعار و القيم السوقية، و خاصة بعد أن اشتدت الأزمة المالية العالمية الراهنة في سبتمبر 2008. أما على مستوى الأداء الفردي للأسواق العربية، فقد تراجعت مؤشرات أداء الأسواق العربية للأوراق المالية بشكل كبير خلال العام 2008، باستثناء بورصة الأوراق المالية بتونس التي حافظ مؤشرها على الانتعاش رغم الظروف غير المواتية بما نسبته 2% مقارنة بمستواه المحقق في عام 2007 تقريباً، في حين تفاوتت نسب التراجع في الأسواق العربية الأخرى ما بين 65% في سوق دبي المالي إلى نحو 3,8% في بورصة الجزائر، و فيما يلي تحليل لمعدلات النمو في عدد من المؤشرات بالأسواق المالية العربية سنة 2008:

أ-1- القيمة السوقية: أما فيما يخص القيمة السوقية للأوراق المالية في الأسواق العربية فعرفت انخفاض حاد وصل إلى 769,6 مليار دولار بنهاية عام 2008، مقارنة بنحو 1137,8 مليار دولار بنهاية عام 2007، أي مانسبته 42,5%، و قد شهد نهاية عام 2008 أكبر مستويات التدهور في القيمة السوقية لهذه الأسواق، حيث بلغ الانخفاض ما نسبته 32,4%، و بالنسبة لنسبة القيمة السوقية للأسهم المتداولة في الناتج المحلي الإجمالي فيعكس مدى تأثير الأزمة المالية الراهنة، حيث تراجعت الأهمية النسبية لمعظم الأسواق مقارنة بنظيرتها للعام 2007، نتيجة لتراجع القيمة السوقية على نحو ما ذكرنا، كما و أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي

تجاوز القيمة السوقية للأسهم المتداولة قيمة الناتج المحلي الإجمالي في بورصة عمان و اقترب من نسبة 100% في السوق السعودي، بينما تجاوز المؤشر نسبة 50% في كل من الكويت و القاهرة و الإسكندرية⁽¹⁾.

أ-2- عدد الشركات المدرجة: و فيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة بالأسواق المالية العربية، فقد انخفض عددها بنهاية عام 2008 إلى 1542 شركة مقابل 1550 شركة مدرجة بنهاية عام 2007، أي بانخفاض بلغ ثماني شركات، و كان هذا نتيجة لزيادة عدد الشركات المدرجة في ثمانية أسواق (بمعدلات تصدرتها بورصة دبي بنحو 18,2% و السعودية بنحو 13,5%) من ناحية، و تراجع عددها في أربعة أسواق (بورصتي القاهرة و الإسكندرية بمعدل 14,3% و مسقط و بيروت و تونس بمعدلات محدودة)، و ثبات عددها دون تغيير في كل من بورصة البحرين و الخرطوم و الجزائر.

أ-3- قيمة التداول: أما بالنسبة لقيمة التداول الإجمالية، فعلى الرغم من ارتفاعها في إحدى عشر سوقا و تراجعها في أربعة أسواق فقط، أسفر ذلك عن تراجعها عام 2008 إلى 997,9 مليار دولار، بما نسبته 9,9%، مقارنة مع قيمة التداول الإجمالية لعام 2007، و هذا يرجع بصفة أساسية إلى التراجع الملحوظ لقيمة التداول الذي شهده كل من سوق دبي و الدار البيضاء و السوق السعودي.

أ-4- عدد الأسهم المتداولة: أما عدد الأسهم المتداولة، فقد انخفض خلال عام 2008 بنسبة 5,9%، ليلعب نحو 304 مليار سهم مقارنة مع 323 مليار سهم خلال عام 2007، وشكل عدد الأسهم المتداولة في ثلاثة أسواق عربية فقط شملت سوق الأسهم السعودي، سوق الكويت و سوق الإمارات بنسبة بلغت 87,5% من إجمالي عدد الاسهم المتداولة في الاسواق حيث تصدرت سوق الكويت للأوراق المالية كافة الأسواق العربية من حيث عدد الاسهم المتداولة بحصة بلغت نحو 26,6% من الإجمالي، وبالنظر إلى مؤشر معدل دوران السهم (نسبة إجمالي قيمة الاسهم المتداولة/ إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة)، فقد ارتفع للأسواق المالية العربية مجتمعة من 83% عام 2007 الى 119% عام 2008، و تصدر السوق السعودي قائمة الأسواق العربية بمعدل دوران للسهم بلغ 212% مقابل 131% عام 2007.

ب- الأسواق المالية العربية غير الواردة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي:

وفيما يتعلق بالأسواق المالية العربية غير المدرجة، يلاحظ عدم تأثرها بتداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة، ففي سوق العراق للأوراق المالية وعلى الرغم من تراجع حجم التداول بنسبة 29,5% ليلعب 301 مليار دينار عراقي خلال عام 2008، مقارنة بنحو 427 مليار دينار خلال عام 2007، وارتفعت القيمة السوقية للأسهم المتداولة بما نسبته 7,2% من 2129 مليار دينار عام 2007 الى 2283 مليار دينار عام 2008، كما حافظ السوق على عدد الاسهم المتداولة عند نفس مستواها تقريبا، حيث بلغ عددها 151 مليار سهم، مقابل

(1) مناخ الاستثمار في الدول العربية 2008، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار للنشر، الكويت، 2008، ص: 36-39.

153 مليار سهم بنهاية عام 2007، علما بان الشركات المدرجة و التي تنتمي اليها الاسهم المتداولة زاد عددها لتبلغ 94 شركة مدرجة في السوق بنهاية عام 2008 مقابل 85 شركة مدرجة بنهاية عام 2007. أما سوق الأوراق المالية في ليبيا، فهي سوق تم تأسيسها في عام 2006، و بنهاية عام 2007 بلغ عدد الشركات المدرجة فيها 7 شركات (معظمها مصارف)، و تشير البيانات الى تداول نحو 1,7 مليون سهم بقيمة اجمالية بلغت نحو 27,5 مليون دينار ليبي عام 2008، وأما بالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية فقد تم افتتاحه بتاريخ 19 مارس 2009، و في اليمن لا تزال اجراءات تأسيس سوقها المالي قائما.

ثانيا: تحليل أداء البورصات العربية خلال سنة 2009:

واصلت الأسواق المالية العربية تراجعها مع بداية عام 2009 الذي شهدته منذ منتصف عام 2008 ليصل مجموع ما خسرت هذه الأسواق مجتمعة خلال تلك الفترة إلى حوالي 758 مليار دولار، و مع بداية مارس 2009 بدأت تظهر بعض التعافي في هذه الأسواق لتنتهي اغلبها خلال نفس العام بارتفاع عوضت به جزءا من خسائرها⁽¹⁾، حيث ارتفع المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 8,9% خلال عام 2009 بعد ان سجل تراجعا كبيرا بلغت نسبته 54,6% مقارنة بالعام السابق⁽²⁾.

و فيما يتعلق بكمية الأسهم المتداولة فقد شهدت أسواق دول مجلس التعاون الخليجي زيادة حيث ارتفعت من 52,9 مليار سهم في عام 2008 ليبلغ 63,8 مليار سهم بداية عام 2009 مسجلا نموا بنسبة 20,7%، و تصدرت السوق السعودي بقية الاسواق من حيث ارتفاع كمية الاسهم المتداولة حيث شهدت ارتفاعا كبيرا بلغت 74,8% خلال نفس الفترة، و من ناحية اخرى كان سوق البحرين السوق الوحيد الذي واجه انخفاضا في كمية الاسهم المتداولة بلغت نسبته 9,8%.

و على الرغم من ذلك شهدت بعض دول المنطقة تقلبات ايجابية و سلبية تغيرت نسبتها من فترة لآخرى، لكن التغير في كمية الاسهم المتداولة خلال الفترة (الممتدة من نهاية عام 2008 حتى منتصف عام 2009) كان ايجابيا في جميع دول المنطقة باستثناء البحرين، و ربما يكون هذا الارتفاع في كمية الاسهم المتداولة في اسواق الخليج خلال الفترة السابقة غير متوقع نظرا لنقص السيولة في السوق، و مع ذلك قابل هذا الارتفاع في الكمية المتداولة انخفاضا هائلا في اسعار الموجودات مما ادى الى تراجع القيمة المتداولة عموما⁽³⁾.

وبالنسبة للأسواق الأكثر ارتفاعا في قيمة المؤشر العام خلال عام 2009 مقارنة مع اغلاق العام 2008 فقد حقق سوق فلسطين للأوراق المالية أعلى نسب الأداء خلال عام 2009 مقارنة مع الاسواق العربية

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2010، نظرة عامة على اقتصادات الدول العربية خلال عام 2009، ص: X.

(2) صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2009، ص: 25.

(3) سوق المال الفلسطيني، الشركات العائلية وفرص التحول للمساهمة العامة، مجلة سوق المال الفلسطيني، عدد 9، 2008، ص: 58.

حيث ارتفعت قيمة مؤشر القدس بنسبة 16,52% مع إغلاق العام 2008 وهي أعلى نسبة ارتفاع بين أسواق المال العربية، وجاء في المرتبة الثانية من حيث الارتفاع سوق تونس للأوراق المالية والذي ارتفع بنسبة 7,72% وأخيرا ارتفعت سوق أبو ظبي بنسبة 4,10%، في حين عرفت باقي أسواق المال العربية خسائر كانت أكبرها في سوق الدوحة للأوراق المالية حيث انخفضت قيمة المؤشر العام بنسبة 29,03% مع إغلاق العام 2008 يليها في الانخفاض سوق مسقط للأوراق المالية حيث انخفض بنسبة 14,93% وجاء في المرتبة الثالثة من حيث أعلى نسبة انخفاض سوق الكويت للأوراق المالية حيث انخفض المؤشر بنسبة 13,33%⁽¹⁾.

ثالثا: أداء الاسواق المالية العربية خلال السنة 2010:

أنهت معظم مؤشرات الأسواق المالية العربية النصف الاول من عام 2010 بالتراجع، حيث شهدت كافة الاسواق الخليجية اضافة الى كل من أسواق مصر والأردن ولبنان تراجعات كبيرة كان أكبرها تراجع مؤشر سوق دبي المالي بنسبة 18,95%، وجاء في المرتبة الثانية من حيث أعلى نسبة تراجع سوق أبو ظبي والذي تراجع بنسبة 8,37% فيما احتل مؤشر سوق عمان المالي المرتبة الثالثة بنسبة تراجع 7,30%.

وفي المقابل شهدت كل من أسواق المغرب العربي ممثلة بالسوق الليبي و التونسي و المغربي ارتفاعات جديدة في قيمة المؤشر العام، كما شهدت مؤشرات كل من سوق دمشق و مؤشر فلسطين ارتفاعات لافتة، حيث احتل مؤشر سوق دمشق المرتبة الاولى من حيث أعلى نسبة ارتفاع في قيمة المؤشر العام بنسبة 41,59%، يليه في المرتبة الثانية السوق الليبي بنسبة ارتفاع بلغت 22,19% و جاء في المرتبة الثالثة مؤشر سوق تونس بنسبة ارتفاع بلغت 14,51%⁽²⁾. (انظر الملحق: الجدول رقم (10)).

و قد أظهرت النشرات التي أصدرها صندوق النقد العربي خلال عام 2010، التعافي المطرد للأسواق المالية العربية من تداعيات الازمة المالية العالمية، و إن جاء هذا التحسن أقل نسبيا من مثيلاتها لدى غالبية الاسواق المتقدمة و الناشئة⁽³⁾.

الفرع الثاني: تطور الاسواق المالية العربية خلال الفترة 2011 – 2012

ثانيا: أداء الاسواق المالية العربية خلال السنة 2011⁽⁴⁾:

لقد أظهرت النشرات التي اصدرها صندوق النقد العربي خلال عام 2011، تأثرأسواقالأوراق المالية العربية بشكل واضح بالاضطرابات و حالة عدم الاستقرار التي شهدتها عدد من الدول العربية خلال عام 2011

(1) - سوق المال الفلسطيني، الشركات العائلية وفرص التحول للمساهمة العامة، المرجع السابق، ص: 58.

(2) - سوق المال الفلسطيني، اقتصاد الداخل الفلسطيني الواقع والتحديات، مجلة سوق المال الفلسطيني، عدد 16، تموز 2010، ص: 66.

(3) - صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2010، ص: 27.

(4) - صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، ص-ص: 151-155.

(1)، من بينها الاضطرابات التي شهدتها مصر في 25 يناير 2011، حيث تراجعت مؤشرات البورصات العربية بشكل ملحوظ و متسارع عاكسة مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الاحداث، فقد خسرت هذه البورصات مجتمعة ما قيمته نحو 141 مليار دولار (قرابة 14% من قيمتها السوقية)، و ذلك خلال الفترة الممتدة من 25 جانفي إلى 4 مارس 2011، و قد دفعت هذه التطورات العديد من السلطات العربية لاتخاذ بعض الاجراءات سعياً وراء استقرار اسواقها المالية، و هو الامر الذي ترافق مع تدخل صناديق الاستثمار المحلية في بعض البورصات العربية الكبيرة، حيث ساهم ذلك في استعادة البورصات العربية جزءاً من خسائرها السابقة.

أ-1- القيمة السوقية: أما فيما يتعلق بالقيمة السوقية الاجمالية لمجموع البورصات العربية فقد عرفت تراجعاً في نهاية عام 2011 بنسبة 10,3% لتبلغ حوالي 894 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2011، لتخسر بذلك هذه البورصات حوالي 103 مليار دولار من قيمتها السوقية حيث كانت سوق دمشق للأوراق المالية و البورصة المصرية أكثر البورصات العربية تراجعاً في القيمة السوقية خلال عام 2011، إذ خسرت هاتين السوقين نحو 50,3% و 42,1% من قيمتهما السوقية على التوالي (انظر الملحق رقم 11)).

كل هذه التطورات انعكست على أداء مؤشرات الأسعار المحلية للبورصات العربية، حيث تراجعت أسعار ثلاثة عشر بورصة، متمثلة في بورصة فلسطين والسوق المالية السعودية والبورصة التونسية بنسبة 2,6% و 3,1% و 7,6% على التوالي، و بورصة ابوظبي و الدار البيضاء و مسقط و عمان و الكويت و البحرين و بيروت بنسب تراوحت بين 11,4% و 25,7%، و كان اعلى تراجع في مؤشرات الاسعار من نصيب كل من البورصة المصرية و سوق دمشق حيث قاربت مستويات التراجع في مؤشرات أسعارهما نحو 50%، في المقابل ارتفع مؤشر بورصة واحدة فقط هي بورصة الدوحة و بنسبة 1,1% (انظر الملحق رقم 12)).

أ-3- أحجام التداول: وبالرغم من أن حجم التداول الاجمالي لمجموع البورصات العربية قد شهد ارتفاعاً نسبياً خلال العام ذاته مقارنة مع عام 2010، فقد بلغت الاسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال عام 2011 حوالي 393,4 مليار دولار، أي أعلى بنسبة 3,2% مقارنة مع القيمة المماثلة في عام 2010، إلا أنها أقل من حجم التداول الذي عرفته هذه الاسواق خلال الفترة 2005-2009، و قد شهدت اثني عشر بورصة تراجعاً ملحوظاً في أحجام التداول فيها خلال عام 2011 مقارنة مع العام السابق، حيث تظهر البيانات تراجع أحجام التداول في بورصات كل من بيروت و الكويت و مصر و دبي و عمان بنسب كبيرة تراوحت بين قرابة 50% و 70% خلال عام 2011، كما تراجعت هذه الأحجام في بورصات أبوظبي و البحرين و الدار البيضاء و مسقط و فلسطين و تونس بنسب تقل عن 50%، في المقابل ارتفعت أحجام التداول في السوق المالية السعودية بشكل كبير بنسبة 45% لتبلغ 293,0 مليار دولار بنهاية العام مقارنة مع العام

(1) - صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2011، ص: 24.

السابق، و ما نسبته 77,2% من اجمالي احجام التداول في البورصات العربية مجتمعة، كما ارتفع حجم التداول في بورصة قطر في نفس الفترة بنسبة 20% ليصل الى 21,3 مليار دولار، و فيما يخص معدل دوران الاسهم لمجموع البورصات العربية فقد ارتفع من حوالي 38% في عام 2010 الى 44% في عام 2011، و باستبعاد السوق المالية السعودية فان معدل دوران الاسهم بقيمة الاسواق مجتمعة يكون قد انخفض و للعام الخامس على التوالي ليصل الى 15,6%، اما من حيث نشاط الاسواق بشكل فردي، فقد استمرت السوق المالية السعودية في ان تكون السوق الانشط عربيا بمعدل دوران للاسهم بلغ 86,5%، لتليها البورصة المصرية بنسبة 50,25%، ثم كل من سوق الكويت و دبي بنسبة 20,7% و 17,8% على التوالي، فيما كانت سوق بيروت و البحرين الاقل نشاطا هذا العام بمعدل دوران 5% و 1,7% على التوالي (انظر الملحق رقم (13)).

أ-4- الاستثمار الأجنبي: أما فيما يخص الاستثمار الاجنبي لمجموع البورصات العربية فقد سجل صافي بيع سالب خلال عام 2011، حيث تجاوزت مبيعات الاجانب مشترياتهم في هذه البورصات، اذ بلغ اجمالي مشتريات الاجانب في البورصات العربية 31,810 مليون دولار في عام 2011 اي ما نسبته 8,1% من اجمالي قيمة الاسهم المتداولة خلال العام نفسه، في حين بلغت مبيعاتهم حوالي 33,745 مليون دولار اي ما نسبته 8,6% من اجمالي قيمة الاسهم المتداولة، لتكون بذلك حصيلة الاستثمار الاجنبي لمجموع البورصات العربية صافي بيع بقيمة 1934 مليون دولار لعام 2011، و في المقابل بلغت قيمة تداولات الجانب ما نسبته 8,3% من اجمالي قيمة التداول لمجموع الاسواق العربية خلال العام ذاته.

و فيما يتعلق بالاستثمار الاجنبي في البورصات العربية فرادى، فانه سجل هذا الاستثمار صافي بيع لدى كل من سوق مسقط للأوراق المالية و السوق المالية السعودية و البورصة المصرية و بورصة تونس و سوق الكويت للأوراق المالية و بورصة قطر، كما سجل هذا الاستثمار صافي شراء و ان كان بنسب طفيفة لدى كل من بورصة الدار البيضاء و عمان وسوقي ابوظبي و دبي و سوق البحرين، و كانت البورصة المصرية الاكثر تراجعاً على صعيد الاستثمار الاجنبي خلال عام 2011 بالمقارنة مع عام 2010، حيث سجلت صافي بيع بنحو 671 مليون دولار عام 2011، مقابل صافي شراء عن العام السابق 2010 الذي بلغ نحو 1,409 مليون دينار.

ثالثاً: أداء الاسواق المالية العربية خلال السنة 2012⁽¹⁾:

استمر صندوق النقد العربي خلال عام 2012 في جهوده الرامية لتعزيز دور الاسواق المال العربية و توفير المعلومات الهامة عن هذه الأسواق.

حيث أظهرت النشرات التي اصدرها صندوق النقد العربي خلال عام 2012، التعافي النسبي لأسواق الاوراق المالية العربية بعد تأثرها بحالة عدم الاستقرار التي شاهدها عدد من الدول العربية خلال عام 2011، ومع

(1) - صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2012، ص: 25.

التراجع الذي عرفته الاسواق المالية العالمية على اثر أزمة المديونية السيادية في منطقة اليورو فقد اظهرت هذه النشرات ان البورصات العربية استطاعت تعويض حوالي نصف خسائرها عن العام الماضي 2011 والمقدرة بنحو 115 مليار دولار، فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة فيها بقيمة 59,5 مليار دولار في نهاية عام 2012.

و في إطار الحرص على زيادة الوعي بمتطلبات تطوير أسواق السندات العربية، فقد نظم الصندوق مؤتمر اقليمي لكبار المسؤولين حول تطوير أسواق أدوات الدين المحلية في المنطقة العربية في ابوظبي خلال شهر ماي 2012، و ذلك بالتعاون مع صندوق النقد و البنك الأوروبي للإنشاء و التعمير و بمشاركة كبيرة من قبل المصارف المركزية و هيئات الاوراق المالية و البورصات العربية و بنوك الاستثمار في المنطقة، و ذلك بالإضافة إلى الجهود السابقة الاشارة اليها لتطوير اسواق السندات العربية من خلال مبادرة تطوير اسواق ادوات الدين في الدول العربية.

الفرع الثالث: أسباب انخفاض أداء البورصات العربية خلال الازمة المالية العالمية

يرجع انخفاض أداء أسواق الأوراق المالية العربية بصفة عامة ودول مجلس التعاون الخليجي بصفة خاصة الى:

أولاً: العوامل النفسية⁽¹⁾:

يحصر خبراء الاقتصاد و المحللين الماليين التأثير الرئيسي على الاسواق المالية العربية في العوامل النفسية و الاستشعار بحالة الذعر التي تسود الاسواق العالمية، غير متاسين بتأثير عوامل أخرى كان لها تأثيرها الكبير، كالاستثمارات الاجنبية.

ثانياً: الهروب نحو النوعية⁽²⁾:

حيث عرفت النوعية ارتفاعا كبيرا على المستوى العالمي، خاصة مع إفلاس مؤسسة "ليمان بروذرز"، التي انعكست في ارتفاع الطلب على اذونات الخزينة الأمريكية (ذات التصنيف الائتماني AAA)، مما دفع بمعدلات الفائدة قصيرة الأجل (3 أشهر) الانخفاض إلى أدنى مستوى لها، و عليه يترتب عن الأزمة ابتعاد المستثمرين عن المخاطرة و التوجه نحو الأصول المالية عالية الجودة و الضمان و منخفضة المخاطرة مثل سندات الخزينة، لذا عمدت اكبر البنوك الأجنبية مثل: Merail و Lynch و Goldmansachs وعلى سحب السيولة المستثمرة في البورصات الأجنبية و من بينها بورصة دول مجلس التعاون الخليجي، و توجيهها إلى أصول مضمونة مثل

(1) - احمد جميل، الطيب داودي: الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على أسواق المالية العربية، مجلة معارف، جامعة أكلي محند اولحاج، البويرة - الجزائر، عدد 11، ديسمبر 2011، ص: 110.

(2) - حاج موسى نسيم، علوي فاطمة الزهراء: مداخلة بعنوان: انعكاسات أزمة السوبرايم على البنوك العربية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012، ص -ص: 12- 13.

اذونات الخزينة الأوروبية والأمريكية ذات التصنيف الائتماني (AAA) حيث لم يتم تحديد مجموع الأصول المسحوبة بدقة و لكن يقدرها البعض بحوالي 90 مليار دولار.

هذا بالإضافة إلى إعادة توزيع الأصول المستثمرة داخل دول مجلس التعاون الخليجي بالعملة المحلية في البنوك المشكوك فيها، و عموما توجه من البنوك الخاصة الى البنوك العامة، و تعتبر " National Bank of Abu Dhabi" و "National Bank of Kuwait" من اكثر البنوك استفادة في المنطقة.

كما يترتب عن خروج المستثمرين الاجانب من الاسواق المالية العربية زيادة تخوف المستثمرين العرب و اتباعهم لنفس السلوك (المستثمرين الاجانب او حتى سلوك المستثمرين المحليين الكبار) و من ثم بيع اصولهم المالية الشيء الذي يؤدي الى تراجع الاسعار نتيجة لارتفاع عرض الاوراق المالية مقارنة بالطلب.

ثالثا: انخفاض السيولة لدى البنوك⁽¹⁾:

ترتبط السيولة بمدى استطاعة البنك تسييل اصوله و كذا تسعيرها، حيث تراجع التمويل القصير، المتوسط و الطويل الاجل لبنوك دول مجلس التعاون الخليجي، مما أدى بانخفاض قيمة اسهمها ب 50%، اذ عرفت تقريبا جميع فئات اصول البنوك ما عدا ودائع البنك المركزي تدهورا ما بين 20% و 50% من قيمتها ، و يحظى قطاع البنوك و الخدمات المالية بالنصيب الاكبر من القيمة السوقية في العديد من الاسواق المالية العربية و خاصة في دول مجلس التعاون الخليجي، وعليه اي تراجع او خسائر تحققها البنوك سوف تؤدي الى تراجع اداء البورصة المسعرة فيها.

و من جهة اخرى لا يعتبر مدير صندوق النقد العربي ان المشكلة التي تعيشها الدول العربية هي بالضرورة نفس المشكلة التي تعاني منها اقتصاديات المنطقة، حيث لا يبدو بأن اقتصاديات المنطقة تعاني من نقص سيولة بل قد يكون العكس هو الصحيح.

و بهذا لا يبدو بان هناك علاقة مباشرة بين الازمة المالية العالمية و بورصات المنطقة ليست لها علاقة بالمؤسسات الغربية التي تعيش هذه الازمة، هذا كما ان الوضع المالي لمؤسساتنا حتى الان لا يشير الى اية جوانب ضعف تبرر هذا القلق او التخوف، كما انه لا يعتقد بان قرار بيع المحافظ الاجنبية لتغطية مراكزهم في مناطق اخرى هو السبب الرئيسي لاضطراب بورصات المنطقة، يرجع الامر الى التخوف من امكانية انسحاب ما يحصل في العالم على اوضاعنا، و هذا التخوف قد يكون مبررا انطلاقا من كون هذه الازمة قد سببت كسادا او على الاقل تراجع النشاط الاقتصادي على صعيد العالم الامر الذي من شأنه ان يخفض الطلب على النفط الذي تدنت اسعاره بشكل كبير من 147 دولار الى حوالي 90 دولار للبرميل خلال فترة وجيزة جدا، بالطبع اذا

(1) - حاج موسى نسيمية، علوي فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص: 13

استمر هذا الانخفاض فقد يؤثر على إيرادات المنطقة و بالتالي قدرة المنطقة على الاستمرار في تمويل كثير من المشاريع التي تعتمد عليها الشركات المدرجة في البورصة.

خلاصة الفصل:

ما توصلنا إليه في هذا الفصل أن الاقتصاد العربي خاصة الأسواق المالية العربية لا يزال يعاني من تداعيات الأزمة المالية العالمية على الرغم من ظهور بوادر التعافي، فرغم الإصلاحات التي شاهدها هذه الأسواق و التي مست معظم القطاعات والجوانب إلا أنها لن تصل إلى مستوى الأسواق المالية الدولية، مما يستوجب تكثيف الجهود العربية و اتخاذ إجراءات تتماشى مع الأوضاع الراهنة، من أجل رفع معدلات النمو الاقتصادي.

ومن أكثر الدول العربية المتأثرة بشكل كبير بالأزمة المالية العالمية مقارنة ببقية الدول العربية دول الخليج العربي بحكم الصلات و الروابط الوثيقة التي تربطها بالاقتصاد الرأسمالي، حيث شهدت الأسواق المالية العربية تقلبات حادة من جراء الأزمة المالية العالمية و اندفع المستثمرين العرب والأجانب لبيع أسهمهم وبكميات كبيرة لإنقاذ مراكزهم المالية، ويعتبر سوق الأسهم السعودي من أكبر البورصات العربية تضررا تلتها السوق المصرية، وأسواق الإمارات العربية المتحدة.

الفصل الثالث:
تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على
أداء سوق دبي المالي

تمهيد:

تعتبر الإمارات العربية من بين أكثر البلدان العربية التي عانت من آثار الأزمة المالية العالمية و ذلك بسبب الانخفاض الذي شهدته أسعار النفط العالمية و أسعار الأسهم في الأسواق المالية و الانخفاض الكبير في أسعار العقارات و قلة القروض التي تمنحها المصارف.

و كانت إمارة دبي من أكثر الدول المتضررة بالأزمة لأن اقتصادها يعتمد على قطاع العقارات و الخدمات عالية الجودة ذات الصلة بالاقتصاد العالمي مثل نقل السلع و النقل الجوي و السياحة و الترفيه و الخدمات المالية، و بما أن دبي تقوم بتمويل كل مشاريعها عن طريق الديون فانها تواجه صعوبات في سدادها و لاسيما على المدى القصير.

و في هذا الفصل سوف نتطرق للسوق المالي لإمارة دبي و مدى تأثره بالأزمة المالية العالمية حيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث: المبحث الأول نتطرق فيه إلى إطار عام عن السوق المالي لدبي، أما المبحث الثاني نتناول فيه أزمة سوق دبي المالي العالمية من خلال التطرق إلى أسبابها و انعكاساتها ، و أهم الحلول التي قامت بها حكومة دبي للحد من آثارها.

المبحث الأول: إطار عام عن السوق المالي لدبي

قبل التطرق إلى أداء سوق دبي خلال سنوات الأزمة المالية لعالمية (2008)، نود التعريف بالسوق وذلك من خلال تقديم سوق دبي المالي في المطلب الأول الذي يتناول نشأة سوق دبي المالي وأهداف ومهام السوق وكذا الإطار التنظيمي للسوق، أما المطلب الثاني نتناول فيه نظام عمل سوق دبي وشروط الإدراج فيه، ثم الأداء المالي للسوق خلال الفترة 2000 إلى غاية 2013.

المطلب الأول: تقديم سوق دبي المالي

يمكن تقسيم هذا المطلب إلى ثلاث فروع:

الفرع الأول: نشأة سوق دبي المالي⁽¹⁾

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، ويعمل السوق في مرحلة الأولى كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومات الاتحادية أو أي من الحكومات المحلية أو الهيئات العامة والمؤسسات العامة في الدولة، ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية أو التي تكون متعددة لدى سوق دبي المالي وبدأ سوق دبي المالي مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000م، يقع مقر السوق في مبنى المركز التجاري العالمي لمدينة دبي.

كما حصل سوق دبي المالي على شهادة الايزو عام 2001م، كأول سوق مالي في الشرق الوسط في 19 جويلية 2001، وتم الإعلان عن إنشاء مركز دبي المالي قس 17 فيفري 2002.

وفي 17 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال قدره ثمان مليار درهم (8مليار درهم) وتم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام، حيث شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا ومتميز فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 7 مارس 2007 برمز تداول (DFM).

(1) - حاج موسى منصور: أثر مخاطر سعر الفائدة على أداء محفظة الأوراق المالية، دراسة حالة سوق دبي المالي، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008/2009، ص-ص: 91-92.

ويعتبر سوق دبي المالي هو أول سوق مالي يتم طرح أسهمه الاكتتاب العام في السوق الوسط وبهذا تكون حكومة دبي رائدة في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها في العالم⁽¹⁾.

يعمل سوق دبي المالي اعتماداً على نظام إلكتروني يضم البيانات أوتوماتيكياً على شاشة العرض وقد اتجهت معظم الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة إلى استخدام نظم تداول إلكترونية مماثلة وذلك بالنظر لمزايا عديدة مقارنة بأنظمة التداول التقليدية من ناحية الشفافية والسيولة وعرض أسعار التداول⁽²⁾.

الفرع الثاني: أهداف ومهام سوق دبي المالي

أولاً: أهداف سوق دبي المالي:

يسعى سوق دبي المالي إلى تحقيق الأهداف التالية وهي⁽³⁾:

- أ- خلق سوق استثمارية للأسواق المالية يحقق المصلحة للاقتصاد الوطني.
- ب- تنظيم بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والخطيرة.
- ت- تحقيق أعلى درجات السيولة من خلال السماح لقوى العرض والطلب بالتفاعل الحر والعادل فيما بين المستثمرين.
- ث- تنظيم عملية انتقال ملكية الأوراق المالية من خلال إدارة الإيداع والتسوية ونظمها الإلكترونية الحديثة التي تتولى العملية بسرعة واقتدار.
- ج- ترسيخ قواعد السلوك المهني والانضباط بين الوسطاء وموظفي السوق بما يحقق أعلى مستويات الاستقامة وتوفير التدريب الملائم لهم.
- ح- تجميع البيانات والإحصائيات عن الأوراق المالية وإعداد التقارير بناء على تلك البيانات والمعلومات.
- خ- أما الهدف العام للإدارة فيتمثل في دعم مهام سوق دبي المالي من خلال اتفاق الأداء وفعاليتها، والسعي لخلق نظام رقابة آمن وفعال من السرية لأداء المعاملات وحفظ المعلومات الخاصة بعناصر السوق مما يساهم في كسب ثقة المتعاملين وتشجيع عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

(1) - سوق دبي المالي، على الرابط الإلكتروني: www.FXnewstoday.ae/arah-Market، يوم 2014/04/21، الساعة 11:13.

(2) - بن أمير بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قياسية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013/2012، ص: 152.

(3) - سوق دبي المالي، على الرابط الإلكتروني: 26424.htmwww.sahmy.com، يوم: 2014/04/21، الساعة 11:30.

ثانياً: مهام سوق دبي المالي:

يتولى سوق دبي المالي تنظيم ومراقبة السوق المالي، ويقوم بالمهام التالية⁽¹⁾:

- أ- تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية.
- ب- إصدار البيانات المالية والإفصاح عنها بكل شفافية.
- ت- تحديد أساليب التفاعل في الأوراق المالية بشكل يضمن سلامة المعاملات وتوفير الحماية للمتعاملين.
- ث- تطوير السوق المالي بما يتماشى وأهداف التنمية الاقتصادية.
- ج- تنمية روابط السوق بالسوق الإقليمية والعالمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي⁽²⁾

قامت شركة سوق دبي المالي خلال سنة 2008 باعتماد هيكل تنظيمي وكتطور يتماشى مع أفضل المستويات العالمية، ويواكب الخطط الطموحة لمواجهة التحديات المستقبلية، وجاء اعتماداً على الهيكل التنظيمي الجديد لسوق دبي المالي في 12 نوفمبر 2008 يهدف الارتفاع بالأداء واستباق الأحداث.

والهيكل التنظيمي الجديد ما هو إلا عبارة عن ثمرة من المناقشات الداخلية والاستثمارية التي تمت بالتعاون مع شركة عالمية متخصصة، تم إدراج العديد من الإضافات المهمة خاصة فيما يتعلق بأعلى الهرم المؤسسي بداية بالجمعية العمومية التي تمثل السلطة العليا، إلى الهيئة الشرعية ثم إلى باقي السلطات.

ويشتمل الهيكل التنظيمي الجديد ستة دوائر يندرج تحتها عدد من الإدارات والأقسام والوحدات التنظيمية هذه الدوائر هي: (انظر الشكل رقم (4))

1- دائرة الخدمات المؤسسية: والتي تعنى بالشؤون المالية والإدارية، وشؤون الموظفين والشؤون القانونية، التشغيلية وعلاقات مساهمي الشركات.

2- دائرة هيئة السوق: والتي تعنى بوضع السياسات والأنظمة التي تحكم عمل السوق، وتتأكد من التزام جهات المتقلة بقرارات السوق وأنظمتها، كما تحكم هذه الدائرة بين الأطراف المتنازعة، وتعنى بالتدقيق على الوسطاء وإدارة المخاطر المالية والإستراتيجية والتشغيلية.

(1) - لزهاوي زواويد: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2001-2009، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص: 74.

(2) - لزهاوي زواويد: المرجع السابق، ص: 71-72.

3- دائرة التسوية والإيداع: تعنى بمتابعة عمليات التداول في سوق دبي المالي، وإتمام عمليات التسوية المالية المترتبة على تلك العمليات وقد تم بموجب الهيكل الجديد إعادة توزيع عملياتها بما يحقق انسيابية ومرونة في العمل.

4- دائرة عمليات السوق: تعنى بالدور الحيوي في مجال الرقابة على التداول، لضمان تنفيذ الصفقات بكفاءة عالية وبصورة عادلة وتتولى هذه الدائرة تطبيق أفضل لمعايير والممارسات فيما يختص بنظم التداول والمقاصة ودراسة المشاريع التقنية وامن المعلومات والدعم التقني والتحقق من فعالية خطط الطوارئ المتعلقة بأداء النظم المستخدمة في السوق بما يضمن استمرارية الخدمة بكفاءة عالية.

5- دائرة تطوير المنتجات: تعنى بالبحوث وإعداد التقارير الإحصائية الدورية، بالإضافة إلى اقتراح السياسات والإجراءات الخاصة بتطوير المنتجات مثل المشتقات والخدمات.

6- دائرة تطوير السوق: تتولى الترويج لعلامة السوق التجاري، والعلاقات الإعلامية، والتواصل مع المتعاملين، وجذب الشركات لإدراج مختلف الأدوات المالية.

بالإضافة إلى الدوائر الست يحتوي الهيكل الجديد لسوق دبي المالي على العديد من اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة ويشمل:

1- لجنة التشريح والمكافآت: مسؤولة عن اقتراح سياسات شؤون الموظفين والمكافآت، والتحقق من كفاءة المرشحين لمناصب الإدارة التنفيذية العليا والتشريح لعضوية اللجان ومجلس الإدارة.

2- لجنة رقابة السوق: تقترح الأنظمة واللوائح والسياسات الخاصة بعمل السوق

3- لجنة التدقيق: تتولى مراجعة البيانات والقوائم المالية قبل الإفصاح عنها للتأكد من صحتها والتحقق من فعالية أنظمة الرقابة الداخلية واستقلالية مدقق الحسابات الخارجي.

4- لجنة الاستثمار: تتولى وضع سياسة الاستثمار ومراجعة استثمارات السوق لضمان توافرها مع السياسة المعتمدة في هذا الشأن.

المطلب الثاني: نضام العمال وشروط الإدراج في سوق دبي المالي

الفرع الأول: إجراءات التداول في سوق دبي المالي

أولاً: قاعدة التداول⁽¹⁾:

يعمل سوق دبي المالي اعتماداً على نظام تداول إلكتروني يظم البيانات أوتوماتيكياً على شاشات العرض، وقد اتجهت معظم الأسواق المالية العالمية مؤخراً إلى استخدام نظم تداول إلكترونية مماثلة وذلك بالنظر لمزايا الجهاز العديدة مقارنة بأنظمة التداول التقليدية من ناحية الشفافية والسيولة وعرض أسعار التداول.

وكان سوق دبي المالي قد سعى بالتعاون مع أشهر الخبراء العاملين لتصميم يلبي متطلبات العدالة والشفافية والكفاءة للمستثمرين في دولة الإمارات العربية المتحدة ويتمشى وأهدافها الاقتصادية.

ويقوم نظام التشغيل بالتوافق بين أوامر الشراء وأوامر البيع التي يتلقاها، فبعد أن يعطي المستثمر أو أمره للوسيط المعتمد، يقوم الخبير بإدخال الأوامر إلى نظام التداول الذي يقوم إلكترونياً بمطابقة أوامر البيع والشراء بالنسبة للورقة المالية المحددة بكمية المطلوبة والسعر المعين ويقوم الجهاز بعرض تفصيل أنشطة التداول الحديثة والسابقة مشتملة على الأسعار وكميات التداول وأوامر البيع والشراء قيد التنفيذ مما يضمن للمستثمر الحصول على المعلومات اللازمة والمواتية لاتخاذ قراراته الاستثمارية.

ومن أجل حماية فعالية وسلامة التداول في السوق يحرص سوق دبي المالي على الاطلاع بمهامته الرقابية والإشرافية، حيث يتولى قسم رقابة السوق بمراقبة عمليات التداول والتأكد من تنفيذها على النحو الصحيح طبقاً للوائح وأنظمة السوق، بينما يقوم قسم ترخيص ورقابة الوسطاء بالإشراف على تعاملات الوسطاء لتحقيق النزاهة التامة وتقديم أعلى مستويات الخدمة للعملاء، أما قسم إدراج ورقابة الشركات فتتجلى مهامه في ضمان تقديم كافة المعلومات المتوفرة عن الجهات المدرجة وأوراقها المالية لجميع المستثمرين في الوقت المناسب، كما يقوم بالتنسيق مع قسم المتابعة والتدقيق لمنع استغلال المعلومات الداخلية التي قد تكون متاحة في الشركات.

ثانياً: مؤشر سوق دبي المالي⁽²⁾:

لغرض حساب مؤشر سوق دبي المالي الجديد يتم مراعاة مايلي:

(1) - حاج موسى منصور: مرجع سابق ذكره، ص-ص: 94-95،

(2) - لزه زواوي: مرجع سبق ذكره، ص-ص: 78-79.

- يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الأملاك التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة.
- يعتمد المؤشر الجديد في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق.
- يتم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 25% وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.
- يشتمل المؤشر الجديد على الأسهم العادية للشركة المدرجة في سوق دبي المالي كسوق رئيسي فقط، وبالتالي لا يتضمن المؤشر السندات وصكوك التمويل والأسهم الممتازة إن وجدت، وكذلك لا يتضمن أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي كسوق فرعي.
- يتم استخدام النسب المعيارية التالية لنسبة أسهم التداول العام بحيث يتم تطبيقها على جميع الشركات المدرجة لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر:
- 25% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين 5% إلى 25%.
- 50% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 25% إلى 50%.
- 75% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة السهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 50% إلى 75%.
- 100% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت قيمة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من 75% إلى 100%.
- تم استخدام تاريخ 2003/12/31 كنقطة بداية للمؤشر حيث تم استخدام نقطة قياس مقدارها 100 نقطة كبداية لقراءة المؤشر الجديد في ذلك اليوم.
- فيما يتعلق بالشركات الجديدة التي يتم إدراجها في السوق، فيتم النظر في إدراجها في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، وذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمها، ولمعرفة أهم أسماء الشركات المدرجة وغير المدرجة في سوق دبي المالي

الفرع الثاني: شروط الإدراج في سوق دبي المالي⁽¹⁾:

حتى يتمكن المستثمر من التداول في سوق دبي المالي، يجب عليه إتباع الخطوات التالية:

1- الحصول على رقم مستثمر في سوق دبي المالي، وذلك بتعبئة "نموذج إدخال بيانات المستثمر" ويتم ذلك من خلال مكتب خدمات المستثمرين في سوق دبي المالي أو أحد الوسطاء المعتمدين من قبل السوق.

2- فتح حساب لدى أحد الوسطاء المعتمدين من قبل السوق وذلك بتعبئة "نموذج فتح حساب للتداول" أما بالنسبة للشركات المساهمة المؤسسة في التداول فيتوجب عليها التقدم بطلب من أجل إدراج أسهمها في الأسواق المالية المرخصة من قبل الدولة، وذلك من خلال الحصول على ترخيص هيئة الإمارات للأوراق المالية أولاً، ومن اختيار أحد الأسواق المالية المرخصة في الدولة والتقدم بطلب الإدراج لديها.

أولاً: شروط إدراج أسهم شركة محلية لدى الهيئة:

تكون شروط إدراج الأوراق المالية للشركات المساهمة العامة المؤسسة في الدولة للتداول في سوق وقف التصنيف التالي، على أن يقترب اسم الشركة المدرجة بصفة تصنيفها في كافة الأحوال.

1- الفئة الأولى: ويشترط تصنيف الشركة من هذه الفئة ما يلي:

- أن تكون الشركة مقيدة لدى وزارة الاقتصاد والتجارة.
- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين وقد صدر عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات مقيد في جدول مدققي الحسابات المشتغلين ومخول بتدقيق حسابات الشركات المساهمة.
- ألا يقل رأسمال الشركة المدفوعة عن 25 مليون درهم أو 35% من رأس المال المكتتب فيه.
- أن تكون حقوق المساهمين بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم التي تصدرها الشركة متساوية.
- ألا تقل حقوق المساهمين في الشركة عن 120% من رأس المال المدفوع⁽²⁾.
- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.
- أن تتعهد الشركة بنشر ميزاتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.
- أية شروط أخرى يقررها مجلس إدارة الهيئة من حين لآخر.

(1) - لزهري زواوي: مرجع سبق ذكره، ص:ص: 74-76.

(2) - محمد بن فهد العمران: مداخلة بعنوان: الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية (دراسة تحليلية مقارنة)، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودي بالتعاون مع هيئة السوق المالية (السوق المالية السعودية: الواقع و المأمول)، أيام 13-15 نوفمبر 2005، الرياض، ص:ص: 17.

2- الفئة الثانية: ويشترط تصنيف الشركة من هذه الفئة ما يلي:

- تصنف الشركة من هذه الفئة عندما لا تتوافر فيها الشروط أو أكثر من شروط المقررة في الفئة الأولى أو من الشروط الأخرى التي يقرها المجلس من حين لآخر.
- يتم نقل الشركات من الفئة الثانية إلى الفئة الأولى عندما تتوافر لدى الشركة المنقولة شروط إدراج الفئة المنقولة إليها، كما يتم نقل الشركات من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية عند الإخلال بشروط إدراج فئتها الحالية وتوافر شروط إدراج المنقولة إليها.
- يحق للمجلس نقل أية شركة من الفئة الأولى على الفئة الثانية في حال امتناع الشركة عن التقيد بأحكام الإفصاح والشفافية المعمول بها أو إخلال الشركة بتلك الأحكام.

ثانيا: شروط إدراج أسهم أجنبية لدى الهيئة:

- تقديم طلب من الشركة طالبة الإدراج موقع من شخص أو جهة مخولة رسميا بالتوقيع نيابة عن الشركة.
- أن تكون الشركة المصدرة للأوراق مستوفية لجميع الأحكام الواردة في قانون بلد تأسيسها.
- أن تتخذ الشركة شكل شركة مساهمة عامة.
- أن تكون الشركة مدرجة في سوق البلد الأم وأن تخضع تلك السوق لإشراف جهة أو هيئة تمارس اختصاصات شبيهة باختصاصات هيئة الأوراق المالية والسلع في الدولة.
- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة مدة لا تقل عن عامين وقد صدرت عنها ميزانيتان مدققتان من قبل مدقق حسابات معتمد.
- أن لا يقل رأسمال الشركة عما يعادل 40 مليون درهم إماراتي وألا يقل عدد المساهمين المسجلين فيها عن 100 سهم.
- أن يزيد صافي موجودات الشركة بما لا يقل عن 20% من رأسماله المدفوع أو أن تكون قد حققت أرباحا صافية قابلة للتوزيع على المساهمين، لا يقل متوسطها عن 5% من رأس المال المدفوع وذلك خلال السنتين السابقتين لتاريخ تقديم طلب الإدراج.
- أن يثبت انعقاد الجمعية العمومية العادية للشركة مرة واحدة على الأقل في السنة.
- ألا توجد للشركة أو لدى الدولة التي تتبعها بجنسيتها أية قيود بشأن خطر انتقال ملكية الأسهميين المتعاملين من غير مواطنيها وبيان القيود المحدودة أن وجدت.
- أن تتعهد الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية الصادرة في الدولة قبل السماح بتداول أسهمها في السوق بفترة لا تقل عن 10 أيام قبل موعد الإدراج.
- أن تعين الشركة ممثلا لها في دولة الإمارات العربية المتحدة يقوم بمهام تسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح وتلقي وإصدار التقارير والوثائق ذات الصلة بعمل الشركة.

- أية شروط أخرى يقرها مجلس إدارة الهيئة من حين لآخر.
- يبلغ رسم طلب القيد والإدراج لدى الهيئة 2000 درهم تدفع عن تقديم الطلب.
- يبلغ رسم قيد الشركة لدى الهيئة 25.000 درهم كحد أدنى وإذا تجاوز رأسمال الشركة 50 مليون درهم يضاف إليها ما سبق 0.0001 من أية مبالغ تتجاوز 50 مليون درهم وبحد أقصى 100.000 درهم.
- يبلغ رسم تجديد قيد الشركة لدى الهيئة 5.000 درهم كحد أدنى، وإذا تجاوز رأسمال الشركة عند القيد أو التجديد 50 مليون درهم يضاف إلى ما سبق 0.0001 من أية مبالغ تتجاوز 50 مليون درهم، وبحد أقصى 10.000 درهم.

الفرع الثالث: أداء سوق دبي المالي في الفترة ما قبل الأزمة (2003 إلى 2007)

لمعرفة أداء سوق دبي خلال الفترة الممتدة من 2003 إلى 2007 يكفي تتبع تطور المؤشرات المالية في السوق ومعدلات النمو الحاصلة فيها وذلك في الجدول التالي:

الجدول رقم (6): معدلات نمو مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية للمدة (2003-2007).

السنوات	مؤشر السوقية	القيمة	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر التداول	مؤشر حجم التداول (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر دوران السهم (%)	معدل النمو السنوي (%)
2003	14284,23	-	477,87	-	3,35	-	-	-
2004	35090,9	146	6856,07	133,5	19,54	483	23	24,03
2005	111992,68	219	26914,02	293	15,8	-34	39,1	293
2006	86895,0	-22,4	13,734	-399,95	15,8	-34	39,1	293
2007	138179,0	59	53,983	293	39,1	148	39,1	293

المصدر: حيدر يونس الموسوي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية، دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة للمدة 2003-2009، مجلة الإدارة والاقتصاد، عدد 86، 2001، ص-ص: 180-181.

يلاحظ من الجدول رقم (6) أن مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية (مؤشر القيمة السوقية ومؤشر التداول أو مؤشر معدل دوران السهم) قد سجلت انخفاضاً كبيراً وواضحاً وبمعدلات نمو سالبة بلغت (-22,4%، -99,95%، -34% على التوالي) وهذا كان سنة 2006، أما عام 2007 عرفت هذه المؤشرات

ارتفاعاً محققة معدلات النمو التالية (59%، 293%، 148%) على التوالي، حيث بالنظر للانخفاض الحاد الذي شاهده هذه المؤشرات عام 2006 يمكن استنتاج أن جذور الأزمة المالية العالمية بدأت عام 2006.

المبحث الثاني: أزمة دبي العالمية

المطلب الأول: أزمة دبي و أسبابها والعوامل التي ساعدت على تفاقمها

الفرع الأول: عرض عام لأزمة دبي (1)

بدأت الأزمة عندما أعلنت حكومة إمارة دبي في 25 نوفمبر 2009، أنها ستطلب من الدائنين تأجيل سداد ديون مستحقة على مجموعة دبي المالية ونخيل العقارية ستة أشهر وقدرت الديون المطلوبة على مجموعة دبي العالمية نحو 95 مليار دولار، أما الديون المستحقة على إمارة دبي بشكل عام فشكلت حوالي 80 مليار دولار، وعقب هذا الإعلان بادرت مؤسسات تصنيف عالمية لخفض تقييمها بشدة لمؤسسات تابعة لدبي وسعت البنوك العالمية المشاركة في عملية إقراض هذه الديون للحصول على مزيد من المعلومات، كما سعت إلى إيضاح موقفها وكتابة ردها على طلب التأجيل وتجري تقييما لعواقب الإقراض لدبي.

وكانت السوق العالمية اهتزت نتيجة أزمة قروض دبي لتتصاعد حدة المخاوف من تفجر أزمة جديدة في النظام المالي العالمي الذي لم يسترد عافيته بعد، فقد تراجعت مؤشرات الأسهم الأمريكية الرئيسية وفقد م"مؤشر داو جونز" 1.5% وتراجعت أذاك 1.73% وكان ذلك أول رد فعل من الأسواق الأمريكية على إعلان شركة دبي وولد المملوكة للحكومة عن طلب تأجيل سداد مستحقات ديونها، وبدأ المستثمرون يبحثون عن الأمان في السندات الحكومية.

هذا وشهدت الأسهم الأوروبية تراجعا مماثلا فيما أعلقت السوق الآسيوية معدلات تراجع حاد، فقد تراجع مؤشر بورصة "طوكيو" بنسبة 3.2% وهو أعلى تراجع أما مؤشر سوق "هونج كونج" فتراجع بنسبة 4.9% إن التأثيرات التي أصابت أسواق المال العالمية في أول إعلان، أثارت قلق المستثمرين ورفعت من مستوى التحوط لدى شريحة كبيرة منهم ومن الأمور التي شككت في مصداقية الحكومة لدى المستثمرين بدبي تلقيهم تطمينات حكومية تشير على أن دبي تستطيع الوفاء بالتزاماتها ودفع الديون، وكذلك الإعلان عن طلب تأجيل دفع ديون دبي.

الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية لسوق دبي المالي

تمثلت أسباب هذه الأزمة فيما يلي (2):

1- سوء سياسة الاقتراض التي اتبعتها مجموعة دبي العالمية .

(1) - محمود عبد العزيزتوني: أزمة ديون دبي أساسها وآثارها الاقتصادية، على الرابط: <http://WWW.FACULTY.KSY.EDU.SA/MAHMOUD>

...أزمة 20% ديون 20%/... ، يوم 2014/04/21، الساعة 11:05، ص-ص: 3-4.

(2) - سلمان سلامة: بحث بعنوان: غدارة الأزمات المالية، كلية الاقتصاد، قسم إدارة الأعمال، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، ص: 12.

- 2- التوسع الغير مدروس في حجم الاستثمارات بأموال الغير .
- 3- الإنفاق الواسع على مجموعة من المشاريع باقتراح من مؤسسات اقتصادية أجنبية، تزيد سوى البحث عن الربح السريع، وهو ما يفسر المغامرات المالية المحسوبة التي سقط فيها المسؤولون عن التدبير المالي بدبي⁽¹⁾.
- 4- كما تعود أسباب أزمة دبي حسب المحلل الاقتصادي طارق الماضي إلى توسع الشركات كانت خاطئة وسيئة، حيث كانت تقوم بتسديد القروض السابقة من قروض جديدة، حيث تجد في كل مرة من يقدم لها القروض، الشركات في المنطقة على ديونها ، وأكد أن المؤشرات على نشوب أزمة الديون في دبي كانت قوية منذ أكثر من سنة، مشيراً إلى أن المحللين والمراقبين الاقتصاديين كانوا يتوقعونها ولم يتفاجؤوا بها⁽²⁾.
- 5- كانت نتجت مشكلات الديون في دبي فقاعة العقارات التي انفجرت بعد الأزمة المالية العالمية مما عطل خطط الإمارة لان تصبح منطقة جذب سياحي و مركزاً إقليمياً للخدمات المالية⁽³⁾.

الفرع الثالث: عوامل ساعدت على تفاقم الأزمة⁽⁴⁾

هناك عدت عوامل لعبت دوراً فعالاً في تضخيم وتزايد الهبوط المالي في سوق دبي المالي أهمها:

أولاً: الإعلان الرسمي من إمارة دبي نفسها، عن العجز في تسديد الديون المكدسة في مواعيدها، مما يسبب الخلل المالي والانتقاص الاقتصادي، ونزول أسعار الأسهم بنسب مؤوية منتتالية، وذابت أرباح الأسهم، وقد طلبت إمارة دبي المغامرة اقتصادياً دون رصيد اقتصادي مضمون، من دائنين اثنين من أكبر الشركات في الإمارة الموافقة على إرجاء سداد ديون بمليارات الدولارات، لمدة ستة أشهر إضافية، بعد استحقاق سدادها في ديسمبر 2009 كخطوة أولى نحو إعادة الهيكلة.

ثانياً: المبالغ المالية الضخمة 130 مليار دولار التي عجزت دبي عن الوفاء بتسديدها وعدم وجود موارد نفطية لدى الإمارة تفي بالقروض الربوية الواجبة السداد في مواعيد معينة.

(1) - عمر الفاتحي: ما هي أسباب الأزمة المالية في دبي وتداعياتها المستقبلية؟، على الرابط الإلكتروني:

<http://WWW.AHWAR.ORG/DEHATCHOWART.ASP ?AID+1947>، يوم 2014/04/29، الساعة 12:27.

(2) - ملخص عن أزمة دبي الأسباب والتداعيات و الانعكاسات، على الرابط

الإلكتروني: <http://WWW.INDESCIGNAL.COM/COMMUNITY/THREADS/210161>، يوم 2014/04/29، الساعة: 12:34.

(3) - تداعيات أزمة ديون دبي تمتد لأسواق آسيا مع تجدد مخاوف الأزمة المالية، جريدة الرأي، على الرابط الإلكتروني: www.alrainewspaper.com

يوم 2014/05/11، الساعة: 10:55.

(4) - كما إبراهيم علاونه: أزمة ديون إمارة دبي 2009، الأسباب والتداعيات والحلول، على الرابط الإلكتروني:

[HTTP://WWW.PULPITQALUADAMROICE.COM/ARTICLES/2009/.../182427.HTML](http://WWW.PULPITQALUADAMROICE.COM/ARTICLES/2009/.../182427.HTML)، يوم 2014/04/21، الساعة: 11:15.

ثالثاً: المناخ المالي الدولي، في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية التي أَلقت بظلالها الحزينة والكئيبة على القطاع المصرفي الرسمي في المصارف المركزية والبنوك في القطاع الخاص وباعتبار دبي جزء من الاقتصاد العالمي الذي تأثر بالأزمة وانعكاساتها.

رابعاً: الترويج الإعلامي الكبير عبر الفضائيات التلفزيونية والانترنت السريع الذي ضخم الأزمة المالية في دبي، وجعلها حديث الناس في البيوت والنوادي والمؤسسات والشوارع والمقاهي والجماعات في معظم العواصم والمدن العالمية ذات البورصات المالية الضخمة.

خامساً: عدم وجود البدائل الإمارة دبي كون هذه الخيرة قائمة على الاستثمار الخدمي الوهمي والسياحي، ولا يوجد أجنحة اقتصادية موازية يمكن أن تعدل الوضع وتؤكد على التوازن الاقتصادي داخل إمارة دبي.

سادساً: الشماتة والتشفي لدى المنافسين وأعداء دبي الاقتصاديين عن سبق الإصرار والتعمد، فبادروا للإطاحة بدبي اقتصادياً، وتم تصوير الوضع بأنه نهاية النهايات لسوق مالية كبيرة في شبه الجزيرة العربية، تعد منه موارد النفط والثروات الطبيعية العالمية.

سابعاً: تذبذب قيمة الدولار الأمريكي في الأسواق العالمية مما ساهم في زيادة هموم وغموم الأسواق المالية العالمية كافة.

ثامناً: تراجع أسعار النفط في أسواق الطاقة العالمية وتزايد الاجتماعات الدورية والطارئة لمنظمتي الأوبك والأوبك.

المطلب الثاني: أداء سوق دبي المالي أثناء فترة الأزمة (2008 إلى 2013)

الفرع الأول: أداء سوق دبي المالي خلال عام 2008 و 2009

الجدول رقم (7): معدلات نمو مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية للمدة (2008-2009).

السنوات	مؤشر القيمة السوقية (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر حجم التداول (مليون دولار)	معدل النمو السنوي (%)	مؤشر معدل دوران السهم (%)	معدل النمو السنوي (%)
2008	63099,0	-54,34	10,241	-81	16,2	-59
2009	66468,0	5,34	10,616	3,7	16,0	-1,24

المصدر: حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 180-181.

من خلال الجدول رقم (7) نلاحظ أن مؤشرات سوق دبي للأوراق المالية (مؤشر القيمة السوقية، و مؤشر حجم التداول و مؤشر معدل دوران السهم) سجلت معدلات نمو سالبة بلغت (-54,34%، -81%، -59%) على التوالي عام 2008، أما في عام 2009 عرفت تحسنا لكن كان طفيفا حيث سجلت معدلات كانت كما يلي: (5,34% بالنسبة لمؤشر القيمة السوقية، و 3,7% فيما يخص مؤشر حجم التداول، أما مؤشر معدل دوران السهم عرف تحسن لكن مازال سالبا و كان -1,24%).

الفرع الثاني: أداء سوق دبي المالي خلال عام 2010⁽¹⁾

بلغ مؤشر سوق دبي المالي في نهاية عام 2010 انخفاضا بلغت نسبته 9,6% ليبلغ 136,05 نقطة مقابل 1803,6 نقطة في نهاية العام السابق، و على الرغم من انخفاض المؤشر في نهاية هذا العام مقارنة مع نهاية العام الذي سبقه، إلا أن أدائه خلال عام 2010 كان متباينا بشكل ملحوظ فبينما حقق المؤشر ارتفاعا نسبته 2,2% خلال الربع الأول و ارتفاعا نسبته 15,2% خلال الربع الثالث من العام، فقد سجل انخفاضا حادا خلال الربع الثاني بلغت نسبته 20,7%، الأمر الذي انعكس سلبا على محصلة الأداء العام بأكمله، و من الجدير ذكره أن أفضل أداء لمؤشر سوق دبي المالي كان خلال شهر سبتمبر عندما ارتفع بنسبة 13,5% محتلا المركز الأول من بين الأسواق المالية العربية و العالمية (انظر الملحق رقم: (13)).

(1) - سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2010، ص-ص: 24-25.

و خلال عام 2010 اعتمد سوق دبي المالي مجموعة من القواعد الجديدة للمؤشر العام للسوق بحيث يضمن تحقيق أعلى تمثيل ممكن للأسهم النشطة بما يعكس حركة النشاط في السوق بصورة أفضل، و يأتي اعتماد القواعد الجديدة للمؤشر في إطار المراجعة الدورية التي تقوم بها لجنة المؤشر مرتين سنويا في يناير و يوليو، من حيث تراجع المؤشر و تعديل قواعده إذا دعت الحاجة إلى ذلك، حرصا من إدارة السوق على تحقيق أعلى مستويات الدقة و تطبيق أفضل المعايير العالمية في هذا المجال.

و وفقا لهذه القواعد تم القيام بما يلي:

- تم تحديد عدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول و المدرجة في المؤشر عند 20% فقط للشركات الأقل تداولاً، الأمر الذي يسهم في الحد من انعكاسات تحركات تلك الأسهم على المؤشر صعوداً و هبوطاً.
- تم تخفيض الحد الأقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 20% بدلا من 25% و ذلك للحد من تأثير أسهم الشركات مرتفعة القيمة السوقية على المؤشر و لتحقيق مزيد من التوازن مع أسهم الشركات الأخرى.

و كانت نتيجة هذه التعديلات ما يلي:

- بلغ عدد الشركات المدرجة في المؤشر خلال هذا العام 30 شركة، منها 15 شركة تصنف على أنها الأكثر تداولاً يبلغ وزنها في المؤشر حوالي 81%.
- و من جانب آخر ونظرا لاستمرار آثار الأزمة المالية العالمية و ما صاحبها من انخفاض في قيم التداول على الأسهم بشكل عام و على الأسهم غير النشطة بشكل خاص.
- قيام السوق بتوحيد نطاق تقلب أسعار جميع الأسهم المدرجة في السوق عند 15% ارتفاعاً و 10% انخفاضاً بهدف منح فرص متساوية لجميع الأسهم من حيث نسبة التذبذب اليومية في الأسعار، الأمر الذي من شأنه أن يعزز من حركة التداول على الأسهم.

و على صعيد القطاعات المدرجة في السوق، فقد ارتفع مؤشر ثلاثة قطاعات فقط من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق، كان أفضلها قطاع السلع الاستهلاكية الذي ارتفع مؤشره بنسبة 20,8% ثم قطاع النقل و الاتصالات اللذان ارتفع مؤشراهما بنسبة 8,0% و 2,5% على التوالي، و في المقابل سجلت مؤشرات باقي القطاعات انخفاضات متفاوتة بلغ أقصاها في قطاع الاستثمار و الخدمات المالية بنسبة 23,3% ثم قطاعي التأمين و العقارات بنسبة 14,5% و 14,3% على التوالي.

ويمكن تلخيص أداء مؤشرات سوق دبي المالي خلا عام 2010 في الجدول التالي:

الجدول رقم (8): معدلات نمو مؤشرات سوق دبي المالي لسنة 2010.

المؤشر السنة	مؤشر السوقية درهم)	القيمة (مليار درهم)	مؤشر حجم التداول (مليار درهم)	مؤشر قيمة الأسهم (مليار دولار)	مؤشر عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)
2010	199,1	69,7	335	38,4	

المصدر: من اعداد الطالبة بناء على معطيات التقرير السنوي لسوق دبي المالي سنة 2010.

من الجدول رقم (8) يلاحظ ما يلي:

أ. فيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة، و التي تعتبر مؤشرا على حجم سوق رأس المال فقد انخفضت بنسبة 6,6% لتبلغ حوالي 199,1 مليار درهم في نهاية عام 2010 مقابل 213,2 مليار درهم سجلت في نهاية عام 2009.

و تجدر الإشارة إلى أن قطاع البنوك قد احتل المركز الأول من حيث الحجم حيث شكلت القيمة السوقية لأسهم الشركات المحلية المدرجة من هذا القطاع ما نسبته 38,4% من إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة في السوق و شكل قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية ما نسبته 29,2% من إجمالي القيمة السوقية ليحتل بذلك المركز الثاني، يليه قطاع الاستثمار و الخدمات المالية و قطاع الاتصالات بما نسبته 13,9% و 10,2% على التوالي.

ب. و فيما يخص أحجام التداول فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة عام 2010 حوالي 96,7 مليار درهم مقارنة مع 173,5 مليار درهم سجلت عام 2009، أي بانخفاض نسبته 59,8%، حيث انخفض المعدل اليومي لقيمة الأسهم المتداولة إلى 277,5 مليون درهم خلال عام 2010 مقارنة مع 694 مليون درهم خلال عام 2009.

و على المستوى القطاعي، فقد استحوذ قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية على الجزء الأكبر من قيمة التداولات في السوق إذ سجل نحو 46,9 مليار درهم أو ما نسبته 67,3% من إجمالي قيمة التداولات في السوق ، يليه في المركز الثاني قطاع الاستثمار و الخدمات المالية بقيمة 10,5 مليار درهم و بنسبة 15,1%، ثم قطاع النقل بقيمة 4,19 مليار درهم بنسبة 6,0% (انظر الملحق رقم (14)).

ت. أما قيمة الأسهم المتداولة فقد احتل سوق دبي المالي المركز الرابع من بين الأسواق المالية العربية من حيث قيمة الأسهم المتداولة، حيث شكلت قيمة التداولات فيه ما نسبته 5,7% من إجمالي قيمة التداولات في الأسواق المالية في مجلس التعاون لدول الخليج العربية و مصر و الأردن، و تجدر الملاحظة هنا أن قيمة

الأسهم المتداولة قد تراجعت خلال عام 2010 في جميع هذه الأسواق بلا استثناء، فقد باءت قيمة التداولات في هذه الأسواق مجتمعة ما يقارب 335 مليار دولار مقارنة مع 670 مليار دولار خلال عام 2009 أي بانخفاض نسبته 50% (انظر الملحق رقم (15)).

ث. و فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي، فقد انخفض بنسبة 65,3% ليلغ 38,4 مليار سهم خلال عام 2010 مقابل 110,7 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق ، و على الرغم من هذا الانخفاض الحاد إلا أن سوق دبي قد احتل المركز الثاني من بين الأسواق المالية العربية الرئيسية فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة و استحوذ على ما نسبته 19% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية الرئيسية (انظر الملحق رقم(16)).

و كذلك فقد انخفض عدد الصفقات المنفذة في السوق بنسبة 60% ليلغ نحو 794,7 ألف صفقة مقابل 1,984 مليون صفقة نفذت خلال عام 2009، و انخفض بذلك المعدل اليومي لعدد الصفقات المنفذة من 7937 صفقة إلى 3166 صفقة خلال عام 2010.

ج. و فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي فقد شكلت تداولات المستثمرين الأجانب في سوق دبي المالي خلال عام 2010 ما نسبته 44,1% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق، حيث بلغت قيمة مشتريات الأجانب من الأسهم خلال عام 2010 نحو 30,8 مليار درهم بينما بلغت قيمة مبيعاتهم حوالي 30,6 مليار درهم، و بذلك فقد بلغ صافي الاستثمار الأجنبي المتدفق إلى السوق عام 2010 نحو 180,3 مليون درهم (انظر الجدول رقم (9)).

الجدول رقم(9): تداولات الإماراتيون و الأجانب خلال عام 2010.

صافي الاستثمار (درهم)	إجمالي قيمة البيع (درهم)	إجمالي قيمة التداول (درهم)	
-184,641,246	16,111,055,306	15,926,414,059	العرب
45,092,610	4,307,349,999	4,352,442,609	الخليجيون
319,862,245	10,219,013,369	10,538,875,614	جنسيات أخرى
180,313,609	30,637,418,673	30,817,732,282	إجمالي تداولات الأجانب
-180,313,609	39,027,349,713	38,847,036,104	الإماراتيون
0	69,664,768,386	69,664,786,386	المجموع

المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2010، مرجع سبق ذكره، ص:27.

ح. ومن جانب آخر بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين المؤسسين خلال عام 2010 حوالي 160,0 مليار درهم لتشكل ما نسبته 23% من إجمالي قيمة التداول، وبلغت قيمة مبيعاتهم خلا نفس الفترة حوالي 15,2 مليار درهم لتشكل ما نسبته 21,8% من إجمالي قيمة التداول، و نتيجة لهذه التطورات فقد بلغ صافي الاستثمار المؤسسي المتدفق إلى السوق خلال عام 2010 نحو 864,7 مليون درهم (انظر الجدول رقم(10)).

الجدول رقم(10): الاستثمار المؤسسي و الفردي خلال عام 2010.

صافي الاستثمار(درهم)	إجمالي قيمة البيع (درهم)	إجمالي قيمة الشراء (درهم)	
864,675,351	15,170,342,964	16,035,018,315	الاستثمار المؤسسي
-864,675,351	54,494,425,422	53,629,750,071	الأفراد
0	69,664,768,386	69,664,768,386	المجموع

المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2010، مرجع سبق ذكره، ص:27.

من خلال تحليل أداء سوق دبي المالي خلال سنة 2010 لاحظنا أن آثار الأزمة المالية العالمية استمرت إلى غاية 2010 و ذلك نتيجة التراجعات التي شهدتها السوق في مختلف المؤشرات (مؤشر القيمة السوقية، أحجام التداول،) و مختلف القطاعات عام 2010 مقارنة مع عام 2009.

ثالثاً: أداء سوق دبي المالي خلال عام 2011⁽¹⁾:

عرفت معظم الأسواق المالية و على وجه الخصوص الإقليمية و النامية منها تراجعات في أحجام و قيم التداول ، ولم يكن سوق دبي المالي بمعزل عن باقي أسواق المنطقة بشكل عام و الأسواق الخليجية على وجه الخصوص، فقد شهدت هذه الأسواق انخفاضات في مؤشرات الأسعار و مؤشرات السيولة و التداول جراء تأثر هذه الأسواق بحالة عدم الاستقرار في أسواق المال العالمية على أثر مخاوف أزمة ديون الاقتصاديات الأوروبية التي برزت خلال عام 2011، و في هذا الإطار تراجع مؤشر سوق دبي المالي في نهاية العام بنسبة 17% عن مستواه بنهاية عام 2011، حيث تراجعت القيمة السوقية للسوق في نهاية عام 2011 بنسبة 9,5% لتبلغ حوالي 180,1 مليار درهم (انظر الملحق رقم(17)).

و على الرغم من تراجع تداولات المستثمرين الأجانب في لسوق دبي المالي خلال عام 2011 بمقدار النصف، إلا أن صافي الاستثمار الأجنبي المتدفق إلى السوق ظل ايجابياً، الأمر الذي يعكس مكانة سوق دبي

(1) - سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2011، ص-ص: 23-24.

المالي كسوق جاذب للاستثمار، فقد بلغت قيمة مشتريات المستثمرين غير الإماراتيين من الأسهم خلال هذا العام نحو 15,3 مليار درهم، و بذلك بلغ صافي استثمارات غير الإماراتيين المؤسسين خلال هذا العام فاقت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم ليبلغ بذلك صافي الاستثمار المؤسسي المتدفق إلى السوق نحو 265,5 مليون درهم (انظر الجدولين رقم (11) و (12)).

الجدول رقم(11): قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2011 حسب فئات الجنسية.

المشتريات (درهم)	المبيعات (درهم)	صافي الاستثمار (درهم)	
7,221,225,451	6,835,588,744	385,636,706	العرب
1,932,043,209	1,781,701,430	150,341,779	الخليجيون
6,112,902,067	6,484,630,435	-371,728,368	جنسيات أخرى
15,266,170,727	15,101,920,609	164,250,117	إجمالي غير الإماراتيين
16,822,021,444	16,986,217,561	-164,250,117	الإماراتيون
32,088,192,170	32,088,192,170	0	المجموع

المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2011، مرجع سبق ذكره، ص:23.

الجدول رقم(12): قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2011 حسب نوع المستثمر.

المشتريات (درهم)	المبيعات (درهم)	صافي الاستثمار (درهم)	
8,877,487,446	8,612,020,163	265,467,284	الاستثمار المؤسسي
23,210,704,724	23,476,172,008	-265,467,284	الأفراد
32,088,192,170	32,088,192,170	0	المجموع

المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2011، مرجع سبق ذكره، ص:23.

أما فيما يتعلق بأحجام التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال هذا العام نحو 32,1 مليار درهم مقارنة مع 69,7 مليار درهم خلال عام 2010 أي بانخفاض نسبته 54%، كما انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 34,5% ليبلغ 25,2 مليار سهم خلال هذا العام مقابل 38,4 مليار سهم تم تداولها خلال عام 2010، و انخفض عدد الصفقات المنفذة بنسبة 44% ليبلغ نحو 444,8 ألف صفقة مقابل 794,7 ألف صفقة نفذت خلال عام 2010.

و على المستوى القطاعي فقد استحوذ قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية على الجزء الأكبر من قيمة التداولات و سجل نحو 17,7 مليار درهم أو ما نسبته 55,3% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق، يليه في المركز الثاني قطاع البنوك و ذلك بنحو 4,1 مليار درهم و بنسبة 10,6% (انظر الملحق رقم(18)).

وفي الأخير يمكن ملاحظة أنه نتيجة لاستمرارية تبعات الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية بشكل عام منذ العام 2008 فقد تواصل انخفاض أحجام التداول في سوق دبي المالي لتتراجع في عام 2011 بنسبة 54% مقارنة مع العام 2010.

رابعاً: أداء سوق دبي المالي خلال عام 2012⁽¹⁾:

سجل المؤشر العام لسوق دبي المالي في نهاية عام 2012 ارتفاعاً نسبته 19,9% ليبلغ 1622,5 نقطة في نهاية العام 2012، و على صعيد القطاعات المدرجة في السوق فقد ارتفعت مؤشرات سبعة قطاعات من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق، كان أكثرها ارتفاعاً مؤشر قطاع الخدمات الذي ارتفع بنسبة 144%، يليه مؤشر قطاع الصناعة و مؤشر قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية اللذان ارتفعا بنسبة 44,6% و 42,5% على التوالي، أما مؤشر قطاع السلع الاستهلاكية لم يشهد أي تغير، في حين عرف قطاع البنوك انخفاضاً بنسبة 4,5% (انظر الملحق رقم (19)).

و فيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد ارتفعت في نهاية عام 2012 بنسبة 1,0% لتبلغ نحو 181,9 مليار درهم مقارنة مع 180,1 مليار درهم سجلت في نهاية عام 2011، و ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق خلال عام 2012 بنسبة 51,4% لتبلغ حوالي 48,6 مليار درهم مقارنة مع 32,1 مليار درهم سجلت عام 2011، كما ارتفعت عدد الأسهم المتداولة بنسبة 60,8% ليبلغ 40,5 مليار سهم خلال عام 2012 مقابل 25,2 مليار سهم تم تداولها عام 2011، و ارتفعت عدد الصفقات المنفذة بنسبة 39,7% ليبلغ نحو 621,4 ألف صفقة مقابل 444,8 ألف صفقة نفذت خلال عام 2011.

(1) - سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2012، ص-ص: 25-26.

و على صعيد المساهمة القطاعية في أحجام التداول فقد استحوذ قطاع العقارات و الإنشاءات الهندسية على الجزء الأكبر من قيمة التداولات في السوق و سجل نحو 23,2 مليار درهم و بنسبة 47,7% من إجمالي قيمة التداولات، يليه في المرتبة الثانية قطاع البنوك بواقع 8,9 مليار درهم و بنسبة 18,2%، ثم قطاع الاستثمار و الخدمات المالية بحجم تداول مقداره 5,1 مليار درهم و بنسبة 10,5% ثم قطاع الخدمات بتداول مقداره 4,1 مليار درهم و بنسبة 8,4%، ثم قطاع الاتصالات و قطاع النقل بتداول 2,83 مليار درهم و بنسبة 5,8% لكل منهما، ثم قطاع التأمين بتداول 1,7 مليار درهم و بنسبة 3,5% (انظر الملحق رقم (20)).

و فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي في السوق فقد بلغت قيمة مشتريات الأجانب من الأسهم خلال عام 2012 نحو 22,5 مليار درهم لتشكل ما نسبته 46,2% من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفترة نحو 22 مليار درهم لتشكل ما نسبته 45,3% من إجمالي قيمة التداول ، و نتيجة لذلك بلغ صافي الاستثمار الأجنبي المتدفق إلى السوق خلال عام 2012 نحو 461,2 مليون درهم، (انظر الجدول رقم (13)).

الجدول رقم (13): قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2012 حسب فئات الجنسية.

إجمالي قيمة البيع (درهم)	صافي الاستثمار (درهم)	إجمالي قيمة الشراء (درهم)	
12,053,426,121	(53,994,759)*	11,999,431,361	العرب
3,060,715,754	(78,943,957)	2,981,771,798	الخليجيون
6,876,139,801	594,095,660	7,470,235,461	جنسيات أخرى
21,990,281,676	461,156,944	22,451,438,621	إجمالي تداولات الأجانب
26,597,793,427	(461,156,944)	26,136,636,482	الإماراتيون
48,588,075,103	0	48,588,075,103	المجموع

المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2012، مرجع سبق ذكره، ص:26.

(*) - الأرقام بين قوسين أرقام سالبة.

و من جانب آخر، بلغت قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين المؤسسين خلال عام 2012 حوالي 11,3 مليار درهم لتشكل ما نسبته 23,2% من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفترة حوالي 10,2 مليار درهم لتشكل ما نسبته 21% من إجمالي قيمة التداول، و بذلك بلغ صافي الاستثمار المؤسسي المتدفق إلى السوق نحو 1,1 مليار درهم، (انظر الجدول رقم (14)).

الجدول رقم (14): قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2012 حسب نوع المستثمر.

صافي الاستثمار (درهم)	اجمالي قيمة البيع (درهم)	اجمالي قيمة الشراء (درهم)	
1,107,544,840	10,183,220,706	11,290,765,546	الاستثمار المؤسسي
*(1,107,544,840)	38,404,854,397	37,297,309,557	الأفراد
0	48,588,075,103	48,588,075,103	المجموع

المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2012، مرجع سبق ذكره، ص:26.

(- الأرقام بين قوسين أرقام سالبة.*)

خامساً: أداء سوق دبي المالي خلال عام 2013⁽¹⁾:

لمعرفة أداء سوق دبي المالي خلال عام 2013 يكفي معرفة تطور المؤشر العام للسوق وعدد الأسهم المتداولة وأحجام التداول التي وصلت إليها وذلك كما يلي:

أ. **المؤشر العام لسوق دبي المالي:** سجل المؤشر العام لسوق دبي المالي في نهاية عام 2013 ارتفاعاً كبيراً بلغت نسبته 107,7% ليبلغ 3369,8 نقطة مقابل 1622,5 نقطة في نهاية العام 2012، وعلى صعيد أداء القطاعات المدرجة في السوق، فقد ارتفعت مؤشرات سبعة قطاعات من بين القطاعات التسعة الممثلة في السوق، كان أعلاها مؤشر قطاع الاستثمار والخدمات المالية الذي ارتفع بنسبة 169,2%، يليه مؤشر قطاع البنوك ومؤشر قطاع العقارات والإنشاءات اللذان ارتفعا بنسبة 120,6% و 108,2% على التوالي، في المقابل انخفض مؤشر قطاع السلع الاستهلاكية ومؤشر قطاع التأمين بنسبة 9,9% و 7,2% على التوالي (أنظر الملحق رقم (21)).

(1) - سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2013، صص:15-16.

ب. القيمة السوقية وعدد الأسهم المتداولة: وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، فقد ارتفعت في نهاية عام 2013 بنسبة 42,7% لتبلغ نحو 259,6 مليار درهم مع 181,9 مليار درهم سجلت في نهاية عام 2012.

وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق خلال عام 2013 بنسبة 229,1% لتبلغ حوالي 159,9 مليار درهم مقارنة مع 48,6 مليار درهم سجلت خلال عام 2012.

كذلك ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة 214,3% ليبلغ 127,2 مليار سهم خلال عام 2013 مقابل 40,5 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق، كما ارتفع عدد الصفقات المنفذة بنسبة 115,3% ليبلغ نحو 1,3 مليون صفقة مقابل 624,4 ألف صفقة نفذت خلال العام الماضي.

ت. المساهمة القطاعية في أحجام التداول: وفيما يتعلق بالمساهمة القطاعية في أحجام التداول فقد استحوذ قطاع العقارات و الإنشاءات على الجزء الأكبر من قيمة التداولات في السوق و سجل نحو 70.9 مليار درهم و بنسبة 44.3 % من إجمالي قيمة التداولات يليه في المرتبة الثانية قطاع البنوك 31.6 مليار درهم و بنسبة 19.8 % ثم قطاع الاستثمار و الخدمات المالية بحجم تداول مقداره 27.3 مليار درهم و بنسبة 17.1 % ثم قطاع النقل بتداول مقداره 12.4 مليار درهم و نسبة 7.7 % ثم قطاع الخدمات بتداول 8.6 مليار درهم و نسبة 5.4 % ثم قطاع التأمين بتداول 4.8 مليار درهم و نسبة 2.6 % و استحوذت باقي القطاعات على أحجم التداول المتبقية (انظر الملحق رقم(22)).

د- الاستثمار الأجنبي: وفيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي في السوق فقد بلغت قيمة مشتريات الأجانب من الأسهم خلال عام 2013 نحو 69 مليار درهم لتشكل ما نسبته 43.1 % من إجمالي قيمة التداول في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفترة نحو 67.3 مليار درهم لتشكل ما نسبته 42.1 % من إجمالي قيمة التداول و نتيجة لذلك بلغ صافي الاستثمار الأجنبي المتدفق على السوق خلال هذا العام نحو 1.7 مليار درهم.

الجدول رقم (15): قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2013 .

صافي الاستثمار (درهم)	إجمالي قيمة البيع	إجمالي قيمة الشراء	إجمالي قيمة التداولات
404.079.981	34.520.985.199	34.925.065.180	العرب
*(625.953.629)	12.566.491.522	11.940.537.893	الخليجيون
1.915.296.486	20.194.693.502	22.109.989.988	جنسيات أخرى
1.693.422.838	67.282.170.222	68.975.593.060	إجمالي تداولات الأجنبي
(1.693.422.838)	92.599.867.470	90.906.444.632	الإماراتيون
0	159.882.037.692	159.882.037.692	المجموع

المصدر: سوق دبي المالي التقرير السنوي 2013 مرجع سبق ذكره ص: 16.

(*) - الأرقام بين قوسين أرقام سالبة.

ومن جانب آخر بلغت قيمة السهم المشتراة من قبل المستثمرين المؤسسين خلال 2013 حوالي 38.3 مليار درهم لتشكل ما نسبته 24% من إجمالي قيمة التداول، في حين بلغت قيمة مبيعاتهم خلال نفس الفترة حوالي 37.5 مليار درهم لتشكل ما نسبته 23.5% من إجمالي قيمة التداول، وبذلك بلغ صافي الاستثمار المؤسسي المتدفق إلى السوق نحو 790.2 مليون درهم.

الجدول رقم (16): قيمة التداولات في سوق دبي المالي خلال عام 2013

صافي الاستثمار/درهم	إجمالي قيمة البيع/درهم	إجمالي قيمة الشراء/درهم	إجمالي قيمة التداولات
790.177.936	37.539.885.745	38.330.063.681	الاستثمار المؤسسي
790.177.936	122.342.151.947	121.551.974.012	الأفراد
0	159.882.037.692	169.882.037.692	المجموع

المصدر: سوق دبي المالية، التقرير السنوي 2013، مرجع سبق ذكره، ص 16.

المطلب الثالث: تداعيات أزمة دبي وأهم الحلول التي قامت بها الحكومة

الفرع الأول: تداعيات الأزمة⁽¹⁾

أن أزمة ديون دبي أدت إلى انخفاض أسعار الأصول، وانها بمثابة تعديل لازم للأسواق التي ازدادت حرارتها هذا العام، مثل سوق الأسهم كما تدق الأزمة "ناقوس انذار" في حينه بشأن انتعاش الاقتصاد العالمي. فأزمة دبي المفاجئة فتحت الطريق لبروز أزمة مالية تصيب بقعة جديدة من العالم، تثيره مخاوف المستثمرين بظهور مخاطر محتملة خاصة في الاقتصادات الصاعدة.

ويرى بعض المحللين ان انفجار أزمة دبي أثر سلبا على بعض القطاعات , وقد يؤجل التعافى للاقتصاد العالمي. وأشار تقرير صادر عن البنك الامريكى الى انه اذا انتشرت أزمة دبي الى الاسواق الناشئة على نطاق واسع فمن المحتمل ان تتراجع عملية التعافى للاقتصاد العالمي بصورة كبيرة.

فمن ناحية تجارة العقارات، فإنها تحتل نسبة كبيرة من اقتصاد دبي حيث تشكل 30 بالمئة من دخل دبي، وقد يضع انفجار الأزمة ضغطا ملموسا على القطاعات ذات الصلة على نطاق العالم، في ذلك قال أن ريتشارد بواو (محلل بورصة روكدايل الامريكية) أن "دبي قد تتبع المشروعات العقارية عالية الجودة، ومعناه ستخفص قيمة جميع العقارات التجارية"⁽²⁾.

وهذا الأمر رفع احتمالية حكومة دبي لتسريع عمليات بيع مذعورة بأسعار مخفضة للغاية لعقاراتها في الخارج إذا رفض دائنو شركتين تابعتين لها اقتراحات بتجميد المطالبة بالتزامات يحل أجل استحقاقها قريبا حتى مايو أيار 2010. حيث تضم استثمارات مجموعة دبي العالمية، معالم دولية مثل فندق ماندارين أورينتال في نيويورك ومجمع فيكتوريا أند ألبرت في كيب تاون بجنوب أفريقيا.

وكذلك شكلت دائرة الأراضي والأموال في دبي ومؤسسة التنظيم العقاري لجنة لإلغاء المشروعات غير المجدية في الإمارة، وقال محلل اقتصادي بدبي إن اللجنة ستلغي المشروعات استنادا إلى قرار المؤسسة بشأن ما إذا كان يتعين استمرارها أو طلبات إلغاء من جانب شركات عقارية أو شكاوى للجهات الرقابية من المستثمرين. وأكدت شركة بروليدز لبحوث السوق ومقرها دبي أن أكثر من نصف مشروعات الإنشاءات التي تبلغ تكلفتها 582 مليار دولار في دولة الإمارات تم تعليقها.⁽³⁾

(1) - سيف هشام صباح الفخري: أزمة ديون دبي، أسبابها وآثارها الاقتصادية، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، 2009، ص-14-13.

(*)- الدين السيادي: هي الديون المترتبة على الحكومات ذات السيادة، وتتخذ هذه الديون شكل السندات، و عندما تقوم الحكومات بإصدار سنداتها فإنها تتسلك طريقين، اما طرح سندات بعملتها المحلية و تكون غالبا موجهة نحو المستثمرين المحليين، أو طرح سندات تكون بعملة دولية مثل الدولار أو اليورو تكون موجهة للمستثمرين في الخارج.

وهناك توقعات تشير إلى أن الأسواق العقارية في دبي تحتاج إلى سنوات قبل أن تتمكن من العودة إلى مستوياتها التي كانت عليها في عام 2008 الماضي، مشيرة إلى أنه رغم قيام دبي بتأجيل تنفيذ بعض المشاريع العقارية وإلغاء بعضها، فإن المشغول من العقار أو الذي تم تأجيله لا يزيد عن 41% من العقار الذي تم تشييده، وأنه يمكن للمرء ملاحظة لافتات تحمل عبارة "للإيجار" على واجهة كل عمارة في الإمارة

وعن آثارها بالمستثمرين الخليجيين وفي مقدمتهم السعوديين، فقد أعاد المستثمرون السعوديون حساباتهم في العودة مجدداً إلى الاستثمار في عقارات دبي، وان استثماراتهم لدى الإمارة تعثرت بسبب عدم القدرة على بيع الأصول، نتيجة الانخفاض الحاصل في سوق العقارات، وهذا ما بينته احصاءات البنك الألماني ان اسعار العقارات في دبي انخفضت الى نحو النصف مقارنة بقيمتها في العام المنصرم. ويعتبر السعوديون المحرك الأساسي للعقارات بدبي ويحتلون المركز الأول ضمن أكبر المستثمرين الخليجيين في شراء الأصول العقارية، حيث نجد أن 30% من عقاراتها يتداولها مستثمرون سعوديون.

وبالنسبة للقطاع المصرفي، قال بنك أبو ظبي الوطني إن حجم تعرضه لوحدين متعثرتين في مجموعة دبي العالمية يبلغ 345 مليون دولار في أول إفصاح من نوعه لبنك كبير في المنطقة عن خوف من خسائر، وقال مصرفيون إن الاصدارات العالمية للسندات الإسلامية - الصكوك - يمكن أن تتراجع على المدى القريب، حيث قرر بنك الخليج ومقره البحرين تأجيل إصدار سندات بقيمة (4) مليارات دولار، و ينتظر المستثمرون حدوث مزيد من التطورات في دبي ويترقبون الوضع بحذر .

كما تعرضت سمعة دبي للمساءلة بعد ست سنوات من النمو السريع، فقد تسببت حالة عدم اليقين وفقدان الثقة إزاء دور حكومة دبي وممارسات الاقتراض التي تقوم بها مؤسسات حكومية، إلى حالة عدم مصداقية بالقطاع المالي للإمارة وستعاني ما لم تتحرك السلطات والبنوك سريعاً لتهدئة المخاوف من أن تخرج أزمة ديون دبي عن السيطرة

وبالنسبة للكوارث البشرية، أدت الأزمة إلى إغلاق بعض القطاعات غير المربحة إضافة إلى تزايد الاندماجات وتقليل مصاريف المشاريع التسويقية، وضعف رواتب الموظفين ولن تحصل على زيادة نتيجة الديون وقلة السيولة، وإن القطاع الاقتصادي لا يزيد إلا بتمتية مصادر الدخل والتحكم بالمصاريف. بالإضافة إلى ذلك، فإن الفترة القادمة ستشهد تسريح عدد من موظفي الشركات الذين لا يؤدون عملهم كما يجب في أداء وإنتاجية العمل، وهناك تسريح حصل في فترة سابقة بسبب أزمة السيولة العالمية.

كما نتج عن أزمة دبي انهيار بعض مؤشرات البورصات في العديد من الدول، حيث في اليابان هبط المؤشر القياسي للأسهم بأكثر من 2%، بعد أن هبط الدولار أمام الدين و قلق المتعاملين من مشاكل الديون في

الإمارة الخليجية⁽¹⁾.

الفرع الثاني: الحلول التي قامت بها حكومة دبي للتقليل من آثار الأزمة

اتخذت دبي العديد من الخطوات لمواجهة الأزمة⁽²⁾:

- 1- اعتماد موازنة هي الأكبر في تاريخ دبي حيث بلغت موازنة العام المالي 2009 حوالي 41.364 درهم وهي الأكبر في تاريخ دبي.
- 2- الاستمرار في جميع المشاريع التي بدأت بالفعل وعدم توقف مشروع قائم، ومن أهم هذه المشروعات مشروع مترو دبي حيث أصرت دبي على الافتتاح في 2009/9/9 ولم تؤجل المشروع أو تؤخره.
- 3- تفعيل سياسة كفاءة الإنفاق الحكومي في النفقات التشغيلية والتوسع في النفقات الرأسمالية والتنموية على الحفاظ على مستوى جودة الخدمات الحكومية.
- 4- دعم بعض الشركات المتعثرة لعودتها للعمل مرة أخرى وإعادة هيكلتها، وأهم هذه الشركات التي بادرت الحكومة بمساندتها وإعادة هيكلتها "نخيل" و" دبي القابضة".
- 5- إعادة هيكلة بعض المؤسسات المالية والمصرفية وزيادة مساهمة الحكومة في هذه المؤسسات مما أدى إلى تحسين أوضاعها المالية لتجاوز الأزمة والعمل على دمج بعض البنوك المحلية لصنع كيانات ضخمة تستطيع مواجهة الأزمات.
- 6- إنشاء صندوق الدعم المالي بموجب القانون رقم (24) سنة 2009 يقوم بمنح القروض و التسهيلات الائتمانية على أساس تجاري بحث للجهات الحكومية وغير الحكومية التي تقوم بتنفيذ المشاريع الإستراتيجية و التطويرية في إمارة دبي⁽³⁾.
- 7- عدم زيادة الرسوم بل بادرت بخفض بعض الرسوم.
- 8- إتباع سياسة تقسيط الرسوم الحكومية على القطاع الخاص والأفراد.
- 9- إنشاء اللجنة العليا للسياسة المالية.
- 10- إنشاء الفريق المالي لحكومة دبي.

(1) - صباح جاسم: أزمة ديون دبي... انكشاف الأوهام وسقوط الآمال رؤية الرجل الواحد تبدأ بالاهتزاز، شبكة النبا المعلوماتية، على الرابط الإلكتروني:

www.annabaa.org، يوم 2014/05/12، الساعة: 11:09.

(2) - إدارة الدراسات المالية، دائرة المالية، الأزمة المالية العالمية دروس مستفادة، حكومة دبي، 2014، ص: 11-12.

(3) - دائرة المالية، حكومة دبي، صندوق دبي للدعم المالي، على الرابط الإلكتروني: www.dof.gov.ae، يوم 2014/05/10، الساعة: 10:35.

- 11- الالتزام المنضبط بالسياسات المالية الحكومية.
- 12- إنشاء إدارة دين عام.
- 13- إنشاء مؤسسة التنظيم العقاري "ريرا".
- 14- قيام أبو ظبي بتقديم أموال إلى دبي تصل إلى 25 مليار دولار خلال أقل من 3 أسابيع من تفجر الأزمة وهو ما يعادل قرابة نصف دخلها من النفط لمدة عام⁽¹⁾.
- 15- دعم النشاط التشغيلي للشركات المتعثرة لضمان وجود تدفقات نقدية تساعد في سداد ديونها و تنفيذ خططها التوسعية بدون قروض إضافية⁽²⁾.

(1) - سيف هشام صباح الفخري: مرجع سبق ذكره، ص: 16.

(2) - دبي تنهض من مكبوتها المالية بإعادة هيكلة عمليات الشركات والديون، صحيفة عكاظ، على الرابط الإلكتروني:

www.okaz.com/sa/new/issues/20091202، يوم 2014/05/10، الساعة: 11:00.

خلاصة الفصل:

ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل أن أزمة دبي العالمية خلفت آثار امتد إلى غاية سنة 2010 مست معظم القطاعات خاصة داخل السوق المالي لدبي الذي عرف تراجع ملحوظ في جميع مؤشرات النمو (مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول، مؤشر قيمة الأسهم المتداولة، و مؤشر عدد الأسهم المتداولة، و غيرها من المؤشرات)، كما وشهد سوق دبي المالي سنة 2011 تراجعا في جميع المؤشرات السابقة الذكر كان نتيجة لتأثره بحالة عدم الاستقرار في أساق المال العالمية على اثر مخاوف أزمة ديون الاقتصاديات الأوروبية التي برزت عام 2011، وفي نهاية عام 2012 سجل ارتفاعا ملحوظا في معظم القطاعات واستمر هذا التحسن إلى غاية سنة 2013.

ولكي تتمكن إمارة دبي من الخروج من وتداعيات هذه الأزمة يجب عليها أن تفكر بشكل جيد في وضع مخصصات كافية لتغطية ديونها المتعثرة، والبحث عن وسائل أخرى لتعزيز إيراداتها لتحقيق ربحية من مصادر أخرى حتى تكون لها القدرة والمرونة على التعامل مع الأزمات، وكذلك لابد عليها أن تقوم بخطوة قبل الدخول في أعمال ضخمة ووضع خطط تكون مدروسة وحذرة لحماية اقتصادها الوطني من الانهيار.

الخاتمة

الخاتمة العامة

اتضح من خلال هذه الدراسة أن الأزمة المالية العالمية قد أثرت بشدة على اقتصاديات مختلف الدول والتي كشفت عن الترابط الوثيق بين الاقتصاديات ككل، ولذلك فإن الخروج منها يتطلب تكاتف الجهود الدولية لإعادة النظر في النظام النقدي الدولي الحالي بما يعطي للدول الحرية الاقتصادية.

لم يتوقف تأثير الأزمة عند هذا، وامتد إلى الأسواق المالية العربية، حيث شهدت هذه الأسواق تقلبات حادة على أعقاب الأزمة المالية العالمية، وقد انخفض المؤشر العام الذي يقيس أداء الأسواق المالية العربية بنسبة 49,4% عام 2008 متجاوزا الانخفاض في معظم مؤشرات أسواق الأسهم العربية.

نتائج اختبار الفرضيات:

فيما يتعلق بالفرضيات المقترحة في مقدمة الدراسة فقد تم التوصل إلى:

- اختبار الفرضية الأولى: توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الأولى، فالأزمة المالية العالمية ظهرت نتيجة قيام البنوك بمنح قروض عالية المخاطر، حيث شهد سوق العقارات الأمريكية ازدهارا كبيرا عندما قامت البنوك وشركات الإقراض بمنح مقترضين قروض بدون ضمانات وبمخاطر كبيرة مقابل سعر فائدة أعلى مما أدى إلى انخفاض أسعار المنازل، وتزايد عدد العاجزين عن سداد قروضهم العقارية في الولايات المتحدة الأمريكية.
- اختبار الفرضية الثانية: وتوصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الثانية، إن الأسواق المالية العربية تختلف فيما بينها من حيث درجة التطور والتنظيم والنشاط، ورغم سعي الدول العربية إلى تطوير أسواقها إلا أنها ما زالت في مراحلها الأولى، تواجه العديد من العراقيل والتحديات.
- اختبار الفرضية الثالثة: توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الثالثة، حيث شهدت الأسواق المالية العربية خسائر فادحة جراء الأزمة المالية العالمية الراهنة، قدرت حوالي 350 مليون دولار عام 2008، مما أدى إلى انخفاض في معدلات النمو الاقتصادي، حيث تبين ذلك من خلال انخفاض في مؤشرات أسواق المال العربية، إذ احتلت دول الخليج العربي ذات الانكشاف المالي العالمي المرتبة الأولى من حيث التراجع.
- اختبار الفرضية الرابعة: توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الرابعة، وذلك من خلال تداعيات أزمة الرهن العقاري على إمارة دبي كبيرة، حيث شهد اقتصاد هذه الأخيرة تراجعا ملحوظا منذ 2008 بسبب تراكم

الديون التي وصلت إلى أكثر من 150 مليار دولار، نتج عنها ركود اقتصادي وصلت تكاليفه 30 مليار درهم سنة 2008.

نتائج الدراسة:

إن أهم ما يمكن استخلاصه من نتائج في هذه الدراسة ما يلي:

- 1- إن الأزمة المالية العالمية كانت بمثابة إعصار عصف باقتصاديات الدول، غير أن تأثير الدول العربية لم يكن بقدر تأثير البلدان التي وقعت فيها الأزمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية.
- 2- تواجه الأسواق المالية العربية معوقات من بينها اختلاف أنظمة التداول في البورصات العربية وكذا اختلاف التشريعات القانونية المطبقة.
- 3- تعاني الأسواق المالية العربية من عدم وجود أجهزة فعالة للرقابة تتضمن حداً أدنى من الإفصاح المالي وتوفير الحماية اللازمة لكسب ثقة المستثمرين.
- 4- ندرة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية مثل مصارف الاستثمار التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية مثل مصارف الاستثمار وصناع السوق والتي يعد دورها مكملاً وحافزاً لاستمرار نشاط السوق المالية.
- 5- قلة عدد الشركات المساهمة التي تقوم عليها السوق المالية العربية مقارنة بعدد الشركات الفردية و غيرها التي لا تفضل بين الملكية والإدارة مما يؤدي إلى محدودية العرض وعدم تنوع الأدوات الاستثمارية في هذه السوق بما يتناسب مع حجم المتعاملين.
- 6- بالرغم من الجهود المبذولة في الأسواق المالية العربية من أجل تجاوز التحديات و العقبات إلا أنها لا زالت تواجه تحديات كبيرة.
- 7- و بالرغم من التحسن الذي شهدته القيمة السوقية للأسهم وأحجام التداولات عام 2012 إلا أن القيمة السوقية للأسهم العربية ما زالت أقل من المستوى الذي كانت قد وصلت له قبل اندلاع الأزمة المالية العالمية.
- 8- رغم ما واجهته إمارة دبي من آثار وتداعيات اثر الأزمة المالية العالمية، إلا أنها ما زالت تعد مركزاً للأعمال.
- 9- تتوفر الإمارات العربية المتحدة على موارد مالية كبيرة هذا ما ساعد سوق دبي المالي أثناء الأزمة على تفادي خسائر أكبر و ذلك من خلال ضخ سيولة مالية كانت سوق دبي المالي بأمس الحاجة إليها،

بالإضافة إلى أن هناك تكامل وتعاون بين سبع (7) إمارات، وهو ما شاهدناه بمنح إمارة أبو ظبي مليارات الدولارات إلى إمارة دبي.

التوصيات:

ويمكن سرد أهم هذه التوصيات فيما يلي:

- 1- لضمان تكامل الأسواق المالية العربية يجب تطوير التشريعات بهدف تشجيع انسياب و تدفق رؤوس الأموال العربية والأجنبية داخل أسواق المال والاستثمار في الوطن العربي.
- 2- ضرورة تفعيل دور الجهاز المصرفي في تمويل برامج و مشروعات التعاون و التكامل الاقتصادي العربي ومنح المزيد من الحوافز والضمانات لتشجيع القطاع الخاص العربي على الاستثمار داخل المنطقة العربية من خلال التعامل في أسواق المال العربية.
- 3- من أجل تطور الأسواق المالية العربي لا بد من بذل مجهودات في تطوير الأنظمة و القوانين المتعلقة بالشفافية والحوكمة للاستفادة من هذه المرحلة ودفع الاقتصاد العربي للخروج من الأزمة المالية العالمية.
- 4- العمل على انتقاء الاستثمار الأفضل المرتبط ببرنامج اقتصادي أوسع وأشمل من شأنه أن يساعد دول المنطقة على تحقيق تنمية اقتصادية مستدامة.
- 5- ضرورة تنسيق العمل المشترك داخل الدول العربية من أجل رؤية واضحة استشرافية تستهدف وضع الأطر الأزمة للتعامل مع الأزمات المحتملة والتنبؤ بها قبل حدوثها وإدراك مخاطرها على الأسواق المالية العربية.
- 6- ضرورة إتباع الدول العربية سياسات نقدية ومالية تعزز من قدرة الدول العربية من مواجهة الأزمة.
- 7- اتخاذ التدابير اللازمة من قبل المؤسسات المالية العربية لاستشراف أي تطورات مستقبلية لتداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات العربية و تقديم بدائل وسبل مواجهة ذلك.

آفاق البحث:

من خلال دراستها الموضوع الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الأسواق المالية العربية، تبين لنا مدى تعدد جوانب هذا الموضوع و تشعبه، وتوسع مجال دراسته، وعليه تبقى الكثير من النقاط التي يمكن أن تكون بمثابة إشكالية لبحوث جديدة و التي نعرضها فيما يلي:

- 1- أثر الأزمات المالية الدولية على باقي متغيرات النظام المالي (سعر الصرف، الجهاز المصرفي و المديونية).
- 2- أسواق الأوراق المالية ومدى تطورها في الوطن العربي.

3- تكامل الأسواق المالية العربية في ظل العولمة المالية.

4- الأزمة الاقتصادية العالمية وأثرها على المؤشرات الاقتصادية العربية من وجهة نظر إسلامية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- مراجع باللغة العربية:

المصحف القرآن الكريم، سورة البقرة، الآية 278، وسورة القصص، الآية 77، وسورة المائدة، الآية 90.

أولاً: الكتب:

1. إبراهيم أبو العلا و آخرون، الأزمة المالية العالمية، أسبابها و حلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، ط1، 2009.
2. احمد سفر: المصارف و الأسواق المالية التقليدية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب للنشر، طرابلس- لبنان، 2006.
3. سامر مظهر قنطججي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة للطباعة و النشر و التوزيع، سوريا، دمشق، ط1، 2008.
4. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، ط1، 2010.
5. صلاح الدين حسين السيبي، قضايا اقتصادية معاصرة: الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية (الأسباب - التداعيات - سبل المواجهة)، في ظل منظمة التجارة العالمية و تحرير الخدمات المالية.
6. ضياء مجيد المسوي، الأزمة المالية العالمية الرهنة منذ 2008، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004-2010.
7. عبد العزيز قاسم المحارب، الأزمة المالية العالمية، الأسباب و العلاج، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2011.
8. عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمة المالية (أزمة sub-prim)، دار النشر légende، 2009.
9. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة و الأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري الأمريكية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
10. عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة -الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة-، مجموعة النيل العربية للنشر، ط1، القاهرة، 2003.
11. عليوة السيد، إدارة الوقت و إدارة الأزمات، دار الأمين للنشر و التوزيع، القاهرة.

12. عمرو يوسف عبد الله عابنة، الأزمة المالية العالمية المعاصرة (تقدير اقتصادي إسلامي)، الكتب الحديثة للنشر و التوزيع، اربد- الأردن، 2011.
13. كنجو كنجو و آخرون، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة (الأزمة المالية العالمية و الآفاق المستقبلية)، ج4، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، ط1، 2011.
14. ماجد سلام الهرامي، جاسم محمد، مبادئ إدارة الأزمات الإستراتيجية و الحلول، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، 2009.
15. محمد القريوتي وآخرون، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة، الأزمة المالية العالمية و الآفاق المستقبلية، ج1، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، ط1، 2011.
16. محمد سرور الحريري، إدارة الأزمات الاقتصادية و طرق حل المشكلات الإدارية، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، ط1، 2012.
17. محمد عبد الوهاب العزاوين عبد السام محمد خميس، الأزمات المالية : قديمها و حديثها، أسبابها و نتائجها، و الدروس المستفادة، إثراء للنشر و التوزيع، ط1، الأردن، 2010.
18. محمد محمد إبراهيم، إعادة الهيكلة للمؤسسات العربية (التعامل مع التحديات و الأزمات المعاصرة في ضوء إدارة تداعيات الأزمة المالية العالمية)، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، ط1، 2010.
19. محمود الصميدعي و آخرون، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة: الأزمة المالية العالمية و الآفاق المستقبلية، ج3، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الأردن، ط1.
20. مصطفى العمواسي و آخرون، الأزمة الاقتصادية و تداعياتها على الشرق الأوسط، دار جليس الزمان للنشر و التوزيع، ط1، 2009.
21. موسى اللوزي و آخرون، التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة، الأزمات المالية العالمية و الآفاق المستقبلية، ج2، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الأردن، ط1، 2010.
22. نصيرة بوعون يحيوي، الأزمات المالية العالمية و ضرورة اصلاح صندوق النقد الدولي، متبعة للطباعة، الجزائر، 2011.
23. نواف قطيش، ادارة الأزمات، دار الراهية للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
24. هوشيار معروف: الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، 2009، عمان- الأردن.

ثانيا: الرسائل و الأطروحات الجامعية:

1. أمجد إبراهيم البراجنة: اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح و كل من القيمة السوقية و الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.
2. إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمة الاقتصادية و المالية العالمية و الاستراتيجيات الأزمة لمواجهتها، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمينتس العالمية، العراق، 2011.
3. بشلم أحلام، تداعيات الأزمة المالية العالمية (الرهن العقاري) على المؤشرات الاقتصادية الرئيسية (دراسة حالة السعودية، مصر، الجزائر)، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستير في علوم التسيير، المركز الجامعي ميله، 2011/2012.
4. بن أعمار بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة قياسية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2013.
5. بوبريمة احسان، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية (دراسة حالات الاستثمارات المحفظية في الأردن للفترة الممتدة من 1996-2005)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2006/2007.
6. بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية الغربية و سبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005/2006.
7. جوجو زينب، تطورات الأزمة المالية العالمية الزاهنة و انعكاساتها على النظام المالي الدولي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة دالي ابراهيم، 2009/2010.
8. حاج موسى منصور: اثر مخاطر سعر الفائدة على اداء محفظة الأوراق المالية، دراسة حالة سوق دبي المالي، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008/2009.
9. حمداوي فريدة، جودي فاطمة، الأزمة المالية العالمية الحالية و آثارها (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الدراسة التطبيقية في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008/2009.
10. روجي وجدي عبد الفتاح عواد: محاسبة القيمة العادلة و اثرها على الأزمة المالية العالمية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2010.

11. زواري فرحات سليمان، دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر و النرويج)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2012/2011.
12. زياد سهام، تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية النفطية، دراسة تحليلية لقطاع المحروقات، مذكرة لنيل شهادة الماستير في علوم التسيير، المركز الجامعي ميلة، 2013/2012.
13. سامية زيتاري: ديناميكية أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطرودة دكتوراه دولة، جامعة الجزائر، 2004.
14. سيف هشام صباح الفخري: أزمة ديون دبي، أسبابها وآثارها الاقتصادية، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة حلب، 2009.
15. عبير وعة: الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على اقتصاديات دول العالم، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 2009/2008.
16. علة محمد، الدولار و مشاكل عدم استقرار النقد و أثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، رسالة ماجستير في التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2003/2002.
17. لزهاري زواويد: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2009-2001، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011.
18. محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة (دراسة حالة الجزائر)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة سعد دحلب، البليدة، سبتمبر 2007.
19. محمد الهاشمي حجاج: أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية: دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011.
20. نادية العقون، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج (دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية)، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013/2012.
21. نسيمه حاج موسى: الأزمات المالية الدولية و آثارها على الأسواق المالية العربية، دراسة حالة: أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوقره، بومرداس، 2009/2008.

1. ثالثا: الملتقيات و المؤتمرات و البحوث:
2. إبراهيم رسول هاني، كريم سالم حسين: بحث بعنوان: الأزمة المالية العالمية (أسبابها و سبل معالجتها من منظور إسلامي)، المؤتمر الدولي الرابع لكلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، أيام 15-16 ديسمبر 2010م.
3. إدارة البحوث و الدراسات الاقتصادية، الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على الاقتصاد السعودي، مجلس الغرف السعودية، 10 أكتوبر 2008.
4. أسماء دردور، نسرین بن زاوي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الحالية و مستقبل العولمة المالية، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
5. أشرف محمد دوابه: بحث بعنوان: تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، مؤتمر بعنوان: القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، الجامعة الأردنية، عمان، الفترة 14-15 أبريل 2009.
6. أوکیل نسیمه و آخرون: الأزمة المالية في منطقة الأورو أسباب نشوبها و انتشارها و الدور الذي لعبته الأسواق المالية و وكالات التصنيف الائتماني فيها، بحوث إقتصادية عربية، العددان 61-62، شتاء-ربيع 2013.
7. آیت زیان کمالو الیفي محمد: مداخلة بعنوان: تحليل و تشخيص الأزمة المالية العالمية الراهنة من منظور الاقتصاد الاسلامي (محاولة لاستنباط الدروس و استخراج الحلول)، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الاسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
8. باللموشي علي، الأخضر بن عمر: مداخلة بعنوان: تكامل الأسواق المالية العربية لمواجهة تحديات الأزمات المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012.
9. بربش عبد القادر، طرشي محمد: مداخلة بعنوان: التحرير المالي و عدوى الأزمات المالية - أزمة الرهن العقاري، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة الراهنة و البدائل المالية و المصرفية: النظام المصرفي الاسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
10. البشير عبد الكريم، مداخلة بعنوان: معدل الربح كبديل لمعدل الفائدة في علاج الأزمة المالية والاقتصادية (دراسة نظرية وقياسية)، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 10.

11. بلعزوز بن علي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية مظاهرها و سبل معالجتها، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي، 05-06 ماي 2009.
12. بن سمينة دلال، بن سمينة عزيز : مداخلة بعنوان: تداعيات الأزمة المالية الراهنة على أسواق المال و التجارة العربية، الملتقى الدولي الثاني حول: التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات، مركز الجامعي الوادي، يومي 26-27 فيفري 2012.
13. بن عيد الفاتح دحمان: مداخلة بعنوان: سعر الفائدة و محدوديته في علاج الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
14. بوالكور نور الدين، شرون عز الدين: مداخلة بعنوان: الدول العربية بين ضرورة التكتل الاقتصادي و تحديات الأزمات المالية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012.
15. بوترة بلال و بالي مصطفى، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و تفاقم ظاهرة البطالة في الجزائر، رؤية سوسيو اقتصادية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات، المركز الجامعي بالواد، يومي: 26-27 فيفري 2012.
16. بوعافية سمير، قريد مصطفى: مداخلة بعنوان: التعامل المشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول الزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
17. بوعتروس عبد الحق: مداخلة بعنوان: تحليل الأزمة المالية الراهنة، الملتقى الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5-6 ماي 2009.
18. بوعروج لمياء: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الحالية: دراسة تحليلية لآلية و أسباب الحدوث و التداعيات على الاقتصاد العالمي و الاقتصاد العربي، الملتقى الاقتصادي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5-6 ماي 2009.
19. بوعشة مبارك: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية، الجذور، الأسباب، و الآفاق، الملتقى العلمي الدولي حول: الزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

20. بوهزة محمد، مرزوقي رفيق: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و آثارها على الاقتصاديات العربية، الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20- 21 أكتوبر 2009.
21. ثريا الخزرجي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها على الاقتصاديات العربية (التحديات و سبل المواجهة)، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الادارية والمالية، جامعة الاسراء الخاصة، عمان- الأردن، 28- 29 نيسان 2009.
22. جمعة محمود عباد: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الاقتصادية العالمية و آثارها الخالية و المتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني، المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 2009.
23. حاج موسى نسيم، علوي فاطمة الزهراء، مداخلة بعنوان: انعكاسات أزمة السوبرايم على البنوك العربية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الازمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012.
24. حامدي محمد: مداخلة بعنوان : التأسيس النظري للأزمة المالية، العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية و الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر ، 2009.
25. حرفوش سهام، صحراوي إيمان: مداخلة بعنوان: دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر الائتمانية للبنوك في التخفيف من حدة الأزمة المالية الحالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
26. حسين حسين شحاتة: أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي، سلسلة بحوث و دراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، المكتب التعاوني للدعوة و توعية الجاليات بالربوة، الرياض 2008.
27. حسين عبد المطلب الأسرج: تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد المصري، Munich personal Be PEC Archive MPRA، جانفي 2009.
28. حسين عبد المطلب الأسرج: مداخلة بعنوان: الأزمة الاقتصادية العالمية و سياسات مواجهتها في الدول العربية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

29. خاسف جمال الدين: مداخلة بعنوان: فلسفة التوريق و الأزمات المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
30. خديجة جمعة الزويني، حسن عبد الكريم سلوم: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و خصخصة الشركات، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على متطلبات الأعمال "التحديات-الفرص-الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، للفترة 10-11 نوفمبر 2009.
31. الداوي الشيخ: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها و حلولها، في اطار مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس-لبنان، 13-14 مارس 2009.
32. راضية بوزيان: مداخلة بعنوان: آثار و انعكاسات الأزمة المالية و الاقتصادية على الاقتصاديات العربية - دراسة تحليلية ، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية في زمن الأزمات، المركز الجامعي الوادي، يومي 26-27 فيفري 2012.
33. رمضان محمد أحمد الروبي: بحث بعنوان: الأزمة المالية العالمية، حقاقتها و سبل الخروج منها مع رؤية الاقتصاد الإسلامي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر: الجوانب القانونية و الاقتصادية الأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، الفترة 1-2 أبريل 2009.
34. روضة جديدي، عياشي عبد الله، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على دول العالم الثالث (دول منطقة الأوبك)، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2009.
35. رياض المومني: ورقة بحثية بعنوان: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية: أسبابها و إمكانية تجنبها من منظور إسلامي، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العلمي الفكر الإسلامي، عمان-الأردن، ديسمبر 2010.
36. زايد عبد السلام و مقران يزيد: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي كنموذج)، المركز الجامعي بخميس مليانة، أيام 5-6 ماي 2009.

37. زابري بلقاسم و مهدي ميلود: مداخلة بعنوان: موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي، الملتقى الدولي الثاني: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
38. زهية كواش ، فتيحة بن حاج جيلالي مفرارة: مداخلة بعنوان : الأزمة المالية و علاقتها بسعر الفائدة، الملتقى الدولي الثانيحول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2006.
39. ساعد مرابط: مداخلة بعنوان الأزمة المالية العالمية 2008، الجذور و التداعيات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
40. سامي مباركي: مداخلة بعنوان: الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد (دراسة تجربة الأسواق المالية العربية)، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات- دراسة حالة الجزائر و الدول النامية- ، جامعة بسكرة، يومي 21/22 نوفمبر 2006.
41. سحنون محمد، محسن سمير: مداخلة بعنوان : مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
42. السعيد بريكة، سمير مسعي: مداخلة بعنوان: تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري، الملتقى الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 06-07 أبريل 2009.
43. سعيدي يحيو أوصيف لخضر: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية: الأسباب و التداعيات، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012.
44. سلمان سلامة: بحث بعنوان: غدارة الأزمات المالية، كلية الاقتصاد، قسم إدارة الأعمال، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية.
45. شريط عايد: معدل الفائدة و دورية للأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49 خريف 2009 - شتاء 2010.
46. صلاح زين الدين: بحث بعنوان: مواقف الدول المتقدمة و الدول النامية تجاه الأزمة المالية العالمية (دراسة مقارنة بين ألمانيا و مصر)، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول: الجوانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، الفترة 1-2 أبريل 2009.

47. ضيف الله العيساوي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و موقف الاقتصاد الإسلامي منها، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهانة و البدائل المالية المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
48. الطاهر هارون، نادية العقون: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية الرهانة، أسبابها، آليات انتشارها و الآثار المترتبة عنها، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5-6 ماي 2009.
49. عبد الرحمان العايب: مداخلة بعنوان: ميكانيزمات تحفيز المسيرين ، كأحد محددات حوكمة الشركات و تأثيرها في الأزمة الاقتصادية العالمية الرهانة - حالة المؤسسات المالية المصرفية المتضررة- الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
50. عبد السلام عقون، كمال رزق: مداخلة بعنوان: الزمة المالية الرهانة جذورها رأسمالية و حلولها إسلامية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
51. عبد السلام مخلوفي، سفيان بن عبد العزيز: مداخلة بعنوان: التكتلات الاقتصادية وجه جديد للحماية التجارية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012.
52. عبد الغني الحريري: مداخلة بعنوان: دور التحرير المالي في الأزمات و التعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
53. عبير شابي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية الجديدة و أزمة الرهن العقاري، اليوم الدراسي حول: الأزمة المالية الرهانة...مفهومها، أسبابها، و انعكاساتها، المركز الجامعي بالوادي، يوم 3 فيفري 2009.
54. عدنان أحمد الصمادي: ورقة بحثية بعنوان: الأزمة الرهانة: أسبابها و تداعياتها من وجهة نظر الإسلام، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية- المعهد العلمي للفكر الإسلامي- عمان، الأردن، 1-2 سبتمبر 2010.

55. عرابية رابح، بن عوال حنان: مداخلة بعنوان: ماهية الأزمات المالية و الأزمة المالية الحالية:الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، قسنطينة، يومي 05-06 ماي 2009.
56. علي فلاح المناصير، وصيفي عبد الكريم الكساسية، الأزمة المالية العالمية حقيقتها...أسبابها...تداعياتها...و سبل العلاج ، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.
57. فريد كورتل: مداخلة بعنوان: الأزمات المالية العالمية و اثرها على الاقتصاديات العربية، المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية و كيفية معالجتها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
58. فوزي محيريق، عتبقة عبد اللاوي: مداخلة بعنوان: "مصيدة السيولة الكينزية" كأحد حلول الأزمة... بين: وصمة" من انتكاس رأسمالي ووصفة من طرح إسلامي، الملتقى الدولي الثاني حول: الزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية : النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
59. فوزية غربي: مداخلة بعنوان: أسباب الأزمة المالية و تداعياتها على الاقتصاديات العربية و الجزائر، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، يومي 05-06 ماي 2009.
60. قتيبة فوزي جاسم عبد الواحد الراوي: مداخلة بعنوان: علاج الأزمة المالية المعاصرة بالتوازن الاقتصادي في القرآن الكريم، المؤتمر العلمي الحادي عشر حول: الأزمة الاقتصادية المعاصرة (أسبابها-تداعياتها-و علاجها)، جامعة جرش، المملكة الأردنية الهاشمية ، أيام 14-16 سبتمبر 2010.
61. كمال العقريب، بلحمدي سيد علي : مداخلة بعنوان: أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية و خيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية: النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي، 5-6 ماي 2009.
62. كمال زريق، خالد راغب أحمد الخطيب: بحث بعنوان: إشكالية العلاقة بين الأخلاق و الاقتصاد في ظل الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول: تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال"التحديات-الفرص-الآفاق"، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، الفترة 10-11 نوفمبر 2009.

63. كمان بن موسى، مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية و تداعياتها على البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2009.
64. لحيمر سارة، شربي محمد الأمين، بحث بعنوان: تأثير الأزمة الاقتصادية العالمية على التجارة الدولية، مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني حول: التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012.
65. لطرش ذهينة: مداخلة بعنوان : دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام، 20-21 أكتوبر 2009.
66. لعللى حناشي: مداخلة بعنوان: تحليل ظاهرة الأزمة المالية الحالية، أسبابها و تداعياتها، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر الإسلامية، قسنطينة، يومي 05-06 ماي 2009.
67. محمد أحمد زيدان: ورقة بحثية بعنوان: فصول الأزمة المالية العالمية، أسبابها، جذورها و تبعاتها الاقتصادية، مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس- لبنان، يومي 13-14 آذار 2009.
68. محمد بن فهد العمران، الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية (دراسة تحليلية مقارنة)، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودي بالتعاون مع هيئة السوق المالية (السوق المالية السعودية: الواقع و المأمول)، أيام 13-15 نوفمبر 2005، الرياض.
69. محمد عبد الحليم عمر: مداخلة بعنوان: قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 05-06 ماي 2009.
70. محمود إبراهيم الخطيب: ورقة بحثية بعنوان: الأزمة المالية المعاصرة أسباب و علاج، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، عمان-الأردن، ديسمبر 2010.
71. مريم شريف جحنيط: مداخلة بعنوان: علاقة الالتزام بمعايير الحوكمة بالأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009 .

72. مسعود مجيطنه: بحث بعنوان: الأزمة المالية العالمية الراهنة، انعكاساتها على الاقتصاد العالمي و كيفية مواجهتها مع الإشارة إلى حالة اقتصاد الجزائر، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر حول: الجوانب القانونية و الاقتصادية للأزمة المالية العالمية، جامعة المنصورة، الفترة 1-2 أبريل 2009.
73. مفتاح صالح و معارفي فريدة: مداخلة بعنوان: أزمة النظام المالي العالمي و بديل البنوك الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية العالمية الراهنة و البدائل المالية المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
74. منصف شرفي، فارس قاطر: مداخلة بعنوان: الأزمة الآسيوية: الجذور، الآليات و الدروس المستفادة، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية، زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012.
75. مهني أشواق، العبد قريشي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية الراهنة و أثرها على دول العالم الدول العربية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012.
76. مولود لعرابة، مداخلة بعنوان: الأسباب المباشرة و الغير مباشرة للأزمة المالية الحالية و آليات انتقالها، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول: أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5-6 ماي 2009.
77. نادية العقون، صبرينة كردودي: مداخلة بعنوان: النظام المصرفي الإسلامي كبديل للوقاية من الأزمات المالية، الملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
78. نبيل بوفليح: دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49 خريف 2009 - شتاء 2010.
79. نوري منير، محمدي معمر: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية المكسيك، 1995م و الحلول المقترحة من طرف خوزيه أنجل جوريا، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية ، زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012.
80. هزرشي طارق و رابحي مختار: مداخلة بعنوان: مستقبل الصيرفة الإسلامية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة بناء على دراسة تحليلية لتأثيرات الأزمة على البنوك الإسلامية والتقليدية، الملتقى الدولي الثاني حول: واقع التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26 و 27 فيفري 2012.

81. وليد أحمد صافي: مداخلة بعنوان: الأزمة المالية العالمية 2008، طبيعتها، أسبابها ، و تأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي و العربي، الملتقى الدولي الثاني، حول: الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية (النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً)، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
82. يوسف أبو فارة: قراءة في الأزمة المالية 2008، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2008.
- رابعاً: المجلات و الصحف:

1. أحمد جميل، الطيب داودي، الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها على أسواق المالية العربية، مجلة معارف، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة - الجزائر، عدد 11، ديسمبر 2011.
2. أحمد زكريا صيام: دور الحاكمية في الحد من تداعيات الأزمة المالية على بورصة عمان، مجلة علوم إنسانية، الأردن، العدد 42، صيف 2009.
3. إدارة الدراسات المالية، دائرة المالية، الأزمة المالية العالمية دروس مستفادة، حكومة دبي، 2014.
4. الأمم المتحدة: تقرير حول الوضع الاقتصادي الدولي الراهن و التوقعات لعام 2009، الملخص التنفيذي، 2009.
5. الأمم المتحدة: تقرير حول الوضع الاقتصادي العالمي و آفاق 2008، موجز تنفيذي، نيويورك، 2008.
6. أندرو بيرغ، كاثرين بايتلو: تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، قضايا اقتصادية، واشنطن العاصمة، عدد 22، يوليو 2000.
7. إيثار عبد الهادي محمد: إستراتيجية إدارة الأزمات، تأطير مفاهيمي على وقف المنظور الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، جامعة بغداد، عدد 64، كانون الأول 2010.
8. ترهان محمد سهو: الزمة المالية العالمية الراهنة (المفهوم... الأساليب... التداعيات)، مجلة الإدارة و الاقتصاد، عدد 83، 2010.
9. حسان خبابة: دور الأسواق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد رقم 6 ، فيفري 2004.
10. حسين عبد المطلب الأسرج: تأثير الأزمة المالية العالمية في الصادرات المصرفية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49، خريف 2009. شتاء 2010.
11. حيدر يونس الموسوي، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على أسواق المال العربية، دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة للمدة 2003-2009، مجلة الإدارة والاقتصاد، عدد 2001، 86.

12. رسلان أحمد محمد: الأزمة المالية العالمية و آثارها على الجهاز المصرفي الفلسطيني، مجلة جامعة الأزهر، غزة- فلسطين، 2012.
 13. سوق المال الفلسطيني، اقتصاد الداخل الفلسطيني الواقع و التحديات، مجلة سوق المال الفلسطيني، عدد 16، تموز 2010.
 14. سوق المال الفلسطيني، الشركات العائلية و فرص التحول للمساهمة العامة، مجلة سوق المال الفلسطيني، عدد 9، 2008.
 15. عبد المجيد قدي: الأزمة الاقتصادية الأمريكية و تداعياتها العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 49، ربيع 2009.
 16. علة مراد: الأزمة المالية العالمية، تأمل و مراجعة، مجلة بحوث اقتصادية، العددان، 48-49، خريف 2009- شتاء 2010.
 17. عيسى محمد الغزالي، خصائص أسواق الأسهم العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 80، فبراير/ شباط 2009.
 18. فريد كروثل، كمال رزيق: الأزمة المالية: مفهومها ، أسبابها و انعكاساتها على البلدان العربية، مجلة الكيلة بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد 20.
 19. مفتاح صالح و معارفي فريدة: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، بسكرة، عدد7، 2009/2010.
 20. مناضل عباس حسين الجواري: خضير مهدي صالح، واقع الأسواق العالمية على المستويين العربي والعالم مع تعليق قياسي، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بابل العدد 1، 2009.
 21. نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر: أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، عدد2، 2010.
 22. نوازاد عبد الرحمان الهيتي، الأزمة المالية العالمية و آثارها على الاقتصاد العربي، مجلة علوم إنسانية، قطر - الدوحة، عدد 44، شتاء 2010.
 23. هيل عجمي جميل، الأزمات المالية : مفهومها و مؤشراتها وإمكانية التنبؤ بها في بلدان مختارة، مجلة جامعة دمشق ، الأردن، عدد1، 2003.
 24. يوسفات علي: أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، الجزائر، العدد02، 2009.
- خامسا: تقارير ودوريات:**

1. خالد عبد الرحمان البسام: آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي و الاقتصاد السعودي، الغرفة التجارية الصناعية بجدة، التقنية و المعلومات، نوفمبر 2001

2. دومينيك ستراوس- كان: نهاية الأسبوع في واشنطن التعاون طريقا للخروج من الأزمة، صندوق النقد الدولي، (IMF)، 12 أكتوبر 2010.
3. سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2010.
4. سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2011.
5. سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2012.
6. سوق دبي المالي، التقرير السنوي سنة 2013.
7. صندوق النقد الدولي: إدارة العلاقات الخارجية، صندوق النقد الدولي يرى تباطؤا حادا في الاقتصاد العالمي و يدعو إلى اعتماد سياسات قوية و منسقة لتشجيع الانتعاش، بيان صحفي رقم 08/236، واشنطن العاصمة، الولايات المتحدة الأمريكية، 7 أكتوبر 2008.
8. صندوق النقد العربي (AMF)، تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، تقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010.
9. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012.
10. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2010، نظرة عامة على اقتصاديات الدول العربية خلال عام 2009.
11. صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2007.
12. صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2010.
13. صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2011.
14. صندوق النقد العربي، التقرير السنوي 2012.
15. علي فريد عبد الكريم: الأزمة المالية العالمية و خطة الإنقاذ الأمريكية، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإستثمار، قسم إدارة المخاطر.
16. مناخ الاستثمار في الدول العربية 2008، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار للنشر، الكويت، 2008
17. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2006، التقرير السنوي لعام 2006، الكويت، 2006.
18. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2000، التقرير السنوي لعام 2000، الكويت، 2000.
19. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2001، التقرير السنوي لعام 2001، الكويت، 2001.
20. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية لعام 2002، التقرير السنوي لعام 2002، الكويت، 2002.

21. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2004، التقرير السنوي لعام 2004، الكويت، 2004.
22. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2005، التقرير السنوي لعام 2005، الكويت، 2005.
23. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2007، التقرير السنوي لعام 2007، الكويت، 2007.
24. مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي السادس و الأربعون، أحداث التطورات الاقتصادية، 2010، الإدارة العامة للأبحاث الاقتصادية و الاحصاء، ص:9.

سادسا: مواقع على الانترنت:

1. تداعيات أزمة ديون دبي تمتد لأسواق آسيا مع تجدد مخاوف الأزمة المالية، جريدة الرأي، على الرابط الإلكتروني: www.alrainewspaper.com، يوم 2014/05/11.
2. دائرة المالية، حكومة دبي، صندوق دبي للدعم المالي، على الرابط الإلكتروني: www.dof.gov.ae، يوم 2014/05/10.
3. دبي تنهض من مكبوتها المالية بإعادة هيكلة عمليات الشركات والديون، صحيفة عكاظ، على الرابط الإلكتروني: www.okaz.com/sa/new/issues/20091202، يوم 2014/05/10.
4. سوق دبي المالي على الرابط الإلكتروني: www.sahmy.com/26424.htm، يوم: 2014/04/21.
5. سوق دبي المالي، على الرابط الإلكتروني: www.FXnewstoday.ae/arah-Market، يوم 2014/04/21.
6. سوق دبي المالي، على الرابط الإلكتروني: www.sahmy.com/26424.htm، يوم: 2014/04/21.
7. سوق دبي المالي على الرابط الإلكتروني: www.FXnewstoday.ae/arah-Markets، يوم 2014/04/21.
8. صباح جاسم: أزمة ديون دبي... انكشاف الأوهام وسقوط الآمال رؤية الرجل الواحد تبدأ بالاهتزاز، شبكة النبا المعلوماتية، على الرابط الإلكتروني: www.annabaa.org، يوم 2014/05/12.
9. عمر الفاتحي: ما هي أسباب الأزمة المالية في دبي وتداعياتها المستقبلية؟، على الرابط الإلكتروني: <http://WWW.AHWAR.ORG/DEHATCHOWART.ASP?AID+1947>، يوم 2014/04/29.

10. كما إبراهيم علاونه: أزمة ديون إمارة دبي 2009، الأسباب والتداعيات والحلول، على الرابط الإلكتروني:

[HTTP://WWW.PULPITQALUADAMROICE.COM/ARTICLES/2009/.../1824](http://www.pulpitqaluadamroice.com/articles/2009/.../1824)

[27.HTML](#)، يوم 2014/04/21.

11. محمود عبد العزيزتوني: أزمة ديون دبي أساسها وآثارها الاقتصادية، على الرابط: <http://www.faculty.ksy.edu.sa/ma Mahmoud> ، أزمة 20% ديون 20%/... ،

يوم 2014/04/21.

12. ملخص عن أزمة دبي الأسباب والتداعيات و الانعكاسات، على الرابط الإلكتروني:

يوم <http://www.indescignal.com/community/threads/210161>،

2014/04/29.

الملاحق

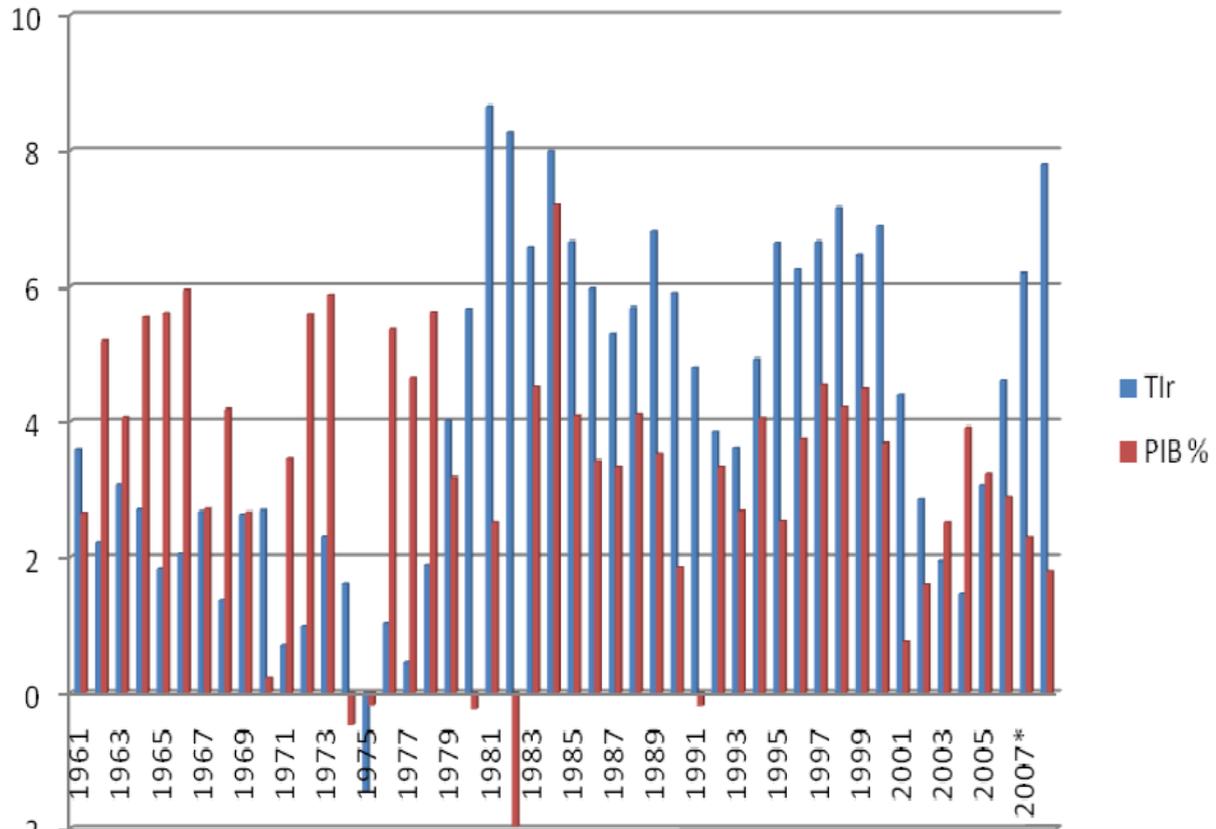
الملحق رقم (01): تطور حجم المشتقات على الصعيد العلمي في نهاية ديسمبر من كل عام
القيمة: بالتريليون

2007-2006-2005

2007	2006	2005	نهاية ديسمبر
596.004	414.178	296.666	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
309.588	229.693	169.106	عقود المبادلة
56.651	43.221	28.596	الخيارات
8.509	7.488	5793	عقود الملكية المرتبطة
2.233	1.767	1.177	العقود الآجلة والمبادلات
6.276	5.720	4.617	الخيارات
9.000	7.115	5.434	السلع
0.595	0.640	0.334	الذهب
8.405	6.475	5.100	أخرى
5.629	2.813	1.909	الآجلة والمبادلة
2.776	3.663	3.191	الخيارات
57.894	28.650	13.908	مبادلة الديون
32.246	17.879	10.432	مؤسسات منفردة
25.648	10.771	3.476	مؤسسات متعددة
71.225	39.740	29.199	غير مخصص
56.238	40.271	31.360	إجمالي مبادلات المشتقات بالأسواق

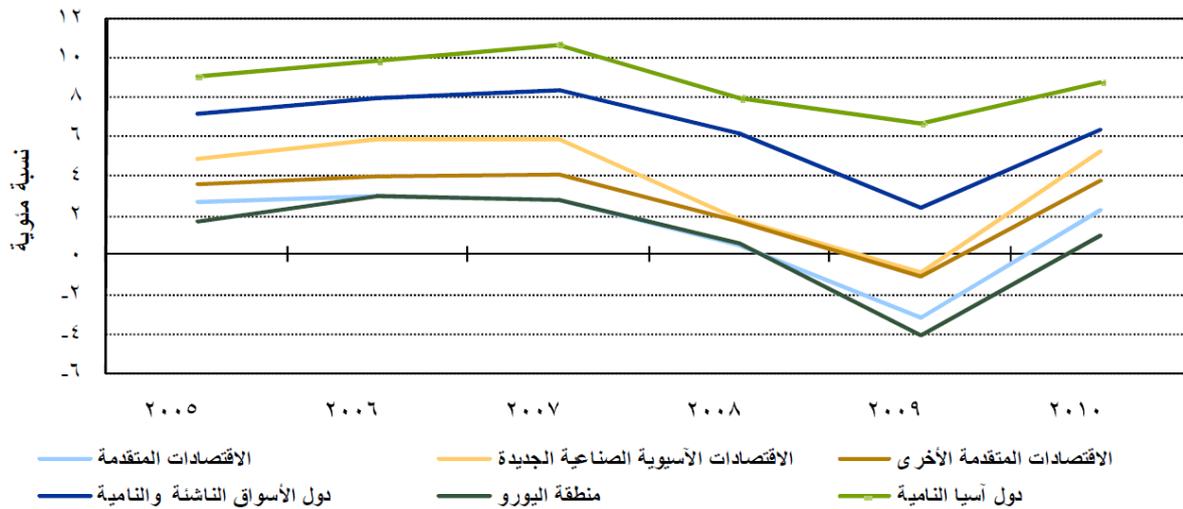
المصدر: إيمان محمود عبد اللطيف: الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية والاستراتيجيات اللازمة لمواجهتها، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد العام، جامعة سانت كليمينتيس العالمية، العراق، 2011.

الملحق رقم (02): تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي % PIB وسعر الفائدة الحقيقي
TLR بالولايات المتحدة الأمريكية للفترة، 1961-1989



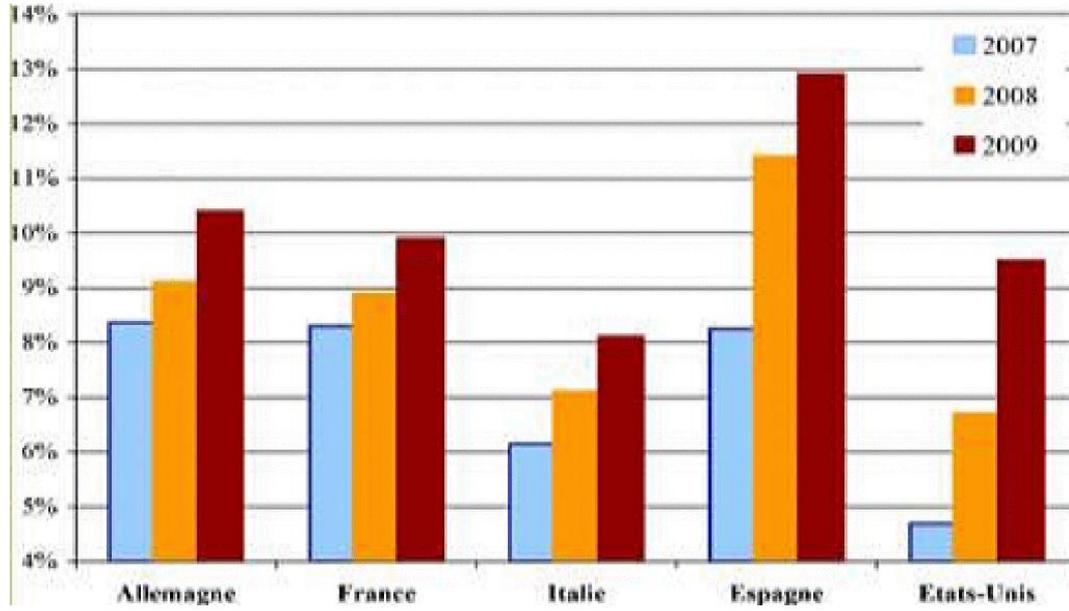
المصدر: البشير عبد الكريم، مداخلة بعنوان: معدل الربح كبديل لمعدل الفائدة في علاج الأزمة المالية والاقتصادية (دراسة نظرية وقياسية)، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009

الملحق رقم (03): معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي من 2005 إلى 2010



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي السادس والأربعون، أحداث التطورات الاقتصادية، 2010.

الملحق رقم (04): تطور معدل البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض البلدان الأوروبية لسنوات 2007 و2008 و2009 (%)



المصدر: زوري فرحات سليمان: دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج)، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2012-2011.

الملحق رقم (05): بيانات أسواق المال في الدول العربية لعامي 1999 و 2000

قيمة التداول (مليون دولار)		عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)		القيمة الرأسمالية (مليون دولار)		عدد الشركات المدرجة		الدولة
2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	
405.91	549.3	178.32	263.61	4943.2	5834.7	163	152	الأردن
245.45	444.5	422.07	534.24	6624.4	7160.7	41	41	البحرين
686.78	457.3	28.89	27.48	2809.1	2638.4	44	44	تونس
17313.45	15086.8	552.07	527.51	67166.0	60952.9	75	72	السعودية
551.42	714.3	144.35	138.43	3518.1	4303.1	131	140	سلطنة عمان
4208.44	6001.0	6758.29	9495.86	19848.0	19598.7	86	85	الكويت
117.97	90.5	19.97	16.84	1582.5	1912.4	13	13	لبنان
11798.65	9725.7	952.66	846.09	30791.3	33038.7	1071	1033	مصر
1210.90	2524.8	16.45	15.47	10875.8	13701.7	54	54	المغرب
36538.97	35594.2	9073.07	11865.53	148158.4	149150.3	1678	1634	المجموع

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الإستثمار في الدول العربية 2005،
التقرير السنوي لعام 2000، الكويت، 2000

الملحق رقم (06): بيانات أسواق المال في الدول العربية لعامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠١

الدولة	عدد الشركات المدرجة		القيمة الرأسمالية (مليون دولار)		عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)		قيمة التداول (مليون دولار)		مؤشرات الأسعار*	
	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٠
الأردن	١٦١	١٦٣	٦٣١٤,١٦	٤٩٤٣,١٦	٣٣٥,١١	١٧٨,٣٢	٩٤٣,٣٨	٤٠٥,٩١	١١٧,٩٣	٩٤,٣٥
البحرين	٤٢	٤١	٦٦٠,١,٢٧	٦٦٢٤,٣٥	٣١٣,١٠	٤٢٢,٠٧	٢٥٠,٣٨	٢٤٥,٤٥	٩٧,٣٤	١٠٨,٥٠
تونس	٤٥	٤٤	٢٢٢٩,٥٧	٢٨٠٩,١٢	٢١,٢٨	٢٨,٨٩	٣٤٢,٠٥	٦٨٦,٧٨	٢٨,٣٢	٣٨,٤٥
السعودية	٧٦	٧٥	٧٣٢٠,١,٣٥	٦٧١٦٦,٤	٦٨٩,٥٩	٥٥٢,٠٧	٢٢٢٢٣,٤٤	١٧٣١٣,٤٥	١٢٩,٦٨	١٢٨,٤٤
سلطنة عمان	٩٦	١٣١	٢٦٣٤,٣٧	٣٥١٨,١٣	١٢٣,٥٦	١٤٤,٣٤	٤١٩,٨٥	٥٥١,٤٢	٦٤,٢٢	٨٨,٧٦
الكويت	٨٨	٨٦	٢٦٦٦١,٧٠	١٩٨٤٧,٩٨	٢٠٨٢٥,٣٢	٦٧٥٨,٢٩	١١٧١١,١٦	٤٢٠٨,٤٤	١٣٣,٩٤	١٠١,٩٧
لبنان	١٤	١٣	١٢٤٨,٢٧	١٥٨٢,٥٠	١٤,٧٣	١٩,٩٧	٥٢,٩٧	١١٧,٩٦	٣٤,٤٦	٤٩,١٤
مصر	١١١٠	١٠٧١	٢٤٣٠,٨,٥٧	٣٠٧٩١,٢٦	١١٨٤,٠١	٩٥٢,٦٦	٥٩١٢,٨٩	١١٧٩٨,٦٥	٣٥,٧٨	٥٤,٠٧
المغرب	٥٥	٥٤	١٠٨٧٥,٨٤	١٠٨٧٥,٨٤	١٥,٨٣	١٦,٤٥	٨٤٠,٧٥	١٢١٠,٩٠	١٢٨,٥٨	١٥٥,٧٥
الإجمالي	١٦٨٧	١٦٧٨	١٤٨١٥٨,٣٨	١٤٨١٥٨,٣٨	٢٣٥٢٢,٥٣	٩٠٧٣,٠٦	٤٢٦٨٧,٨٥	٣٦٥٣٨,٩٤	-	-

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2005، التقرير السنوي لعام 2001، الكويت، 2001

الملحق رقم (07): بيانات أسواق المال في الدول العربية لعامي 2004 و 2005

مؤشرات الأسعار*		عدد الشركات المدرجة		عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)		قيمة التداول (مليون دولار)		القيمة السوقية (مليون دولار)		الدولة				
2005	2004	النسبة للإجمالي	2005	2004	النسبة للإجمالي	2005	2004	النسبة للإجمالي	2005		2004			
878.40	410.53	4.62	77	73	11.08	12,281.33	10,298.34	76.92	1,103,582.77	472,990.78	50.10	646,120.80	306,255.70	السعودية
353.44	228.26	3.54	59	35	7.50	8,316.57	947.16	1.99	28,505.78	4,449.14	10.27	132,412.89	55,490.40	إبوظبي
435.16	286.62	9.37	156	125	47.09	52,201.34	33,540.33	6.78	97,289.56	51,817.80	9.61	123,892.58	73,580.54	الكويت
828.27	349.70	1.80	30	18	23.04	25,541.71	5,122.12	7.69	110,304.27	13,735.05	8.68	111,992.68	35,090.90	دبي
554.59	307.29	1.92	32	30	0.93	1,033.08	305.39	1.97	28,252.28	6,343.59	6.76	87,143.34	40,434.79	قطر
162.85	74.18	44.68	744	792	4.79	5,310.20	2,434.50	1.93	27,720.39	6,835.04	6.17	79,507.56	38,076.84	مصر
554.50	272.88	12.07	201	192	2.33	2,582.62	1,321.72	1.66	23,806.35	5,327.17	2.92	37,638.81	18,383.40	الأردن
238.60	220.65	3.24	54	53	0.40	438.75	179.67	0.55	7,859.28	3,757.02	2.11	27,274.39	25,174.92	العراق
183.11	160.09	2.82	47	45	0.41	458.31	336.52	0.05	711.10	463.05	1.35	17,364.31	13,513.18	البحرين
186.37	138.71	7.51	125	123	0.41	452.23	349.91	0.23	3,320.41	1,985.19	0.94	12,062.05	9,317.66	سلطنة عُمان
108.69	53.21	0.90	15	16	0.08	89.74	24.54	0.06	923.42	197.67	0.38	4,917.18	2,330.74	لبنان
205.26	148.23	2.94	49	48	1.56	1,730.51	2,147.34	0.04	504.48	130.25	0.25	3,241.64	2,058.42	السودان
385.65	-	1.68	28	-	0.33	369.98	-	0.10	1,489.95	-	0.24	3,157.15	-	فلسطين
31.93	31.69	2.70	45	44	0.04	41.43	21.18	0.04	528.83	256.65	0.22	2,821.40	2,574.48	تونس
103.12	98.01	0.18	3	3	0.00	0.01	0.02	0.00	0.05	0.12	0.01	90.82	140.27	الجزائر
413.31	215.67	100.00	1,665	1,597	100.00	110,847.81	57,028.74	100.00	1,434,798.92	568,288.52	100.00	1,289,637.60	622,422.24	الإجمالي

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وانتماء الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية 2005، التقرير السنوي لعام 2005، الكويت،

2005

الملحق رقم (08): بيانات أسواق المال في الدول العربية لعامي 2005 و 2006

مؤشرات الأسعار		عدد الشركات المدرجة			عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)			قيمة التداول (مليون دولار)			القيمة السوقية (مليون دولار)			الدولة
2006	2005	%	2006	2005	%	2006	2005	%	2006	2005	%	2006	2005	
402.90	878.40	5.30	86	77	32.29	54.43970	12.281.33	83.26	1.402.942.0	1.103.582.8	36.80	326.852	646.121	السعودية
402.70	435.16	11.09	180	156	22.34	37.65800	52.201.34	3.54	59.600.2	97.289.6	11.93	105.951	123.893	الكويت
172.00	162.85	37.15	603	744	5.35	9.013.20	5.310.20	2.91	48.954.0	27.720.4	10.53	93.496	79.508	مصر
378.90	828.27	2.83	46	30	23.52	39.643.80	25.541.71	5.62	94.735.5	110.304.3	9.78	86.895	111.993	دبي
211.40	353.44	3.70	60	59	6.70	11.296.10	8.316.57	1.14	19.221.6	28.505.8	9.09	80.745	132.413	ابوظبي
368.20	554.59	2.22	36	32	1.44	2.428.40	1.033.08	1.22	20.584.9	28.252.3	6.86	60.905	87.143	قطر
404.90	238.60	3.88	63	54	0.11	178.70	438.75	0.54	9.109.9	7.859.3	5.56	49.415	27.274	المغرب
366.70	554.50	13.99	227	201	2.53	4.267.90	2.582.62	1.28	21.616.3	23.806.4	3.35	29.730	37.639	الأردن
187.10	183.11	3.08	50	47	0.43	727.60	458.31	0.08	1.386.9	711.1	2.38	21.122	17.364	البحرين
198.70	186.37	7.46	121	125	0.55	922.20	452.23	0.13	2.214.4	3.320.4	1.47	13.037	12.062	سلطنة عمان
102.80	108.69	0.99	16	15	0.08	134.80	89.74	0.12	2.031.9	923.4	0.93	8.304	4.917	لبنان
196.30	205.26	3.20	52	49	4.50	7.582.90	1.730.51	0.06	969.1	504.5	0.52	4.624	3.242	السودان
44.80	31.93	2.96	48	45	0.03	56.00	41.43	0.03	563.3	528.8	0.48	4.222	2.821	تونس
215.60	385.65	2.03	33	28	0.14	232.70	369.98	0.06	1.067.3	2.103.0	0.32	2.829	4.457	فلسطين
66.90	103.12	0.12	2	3	0.00	0.06	0.01	0.00	0.3	0.0	0.01	96	91	الجزائر
237.70	413.31	100.00	1.623	1.665	100.00	168.582.06	110.847.81	100.00	1.684.997.6	1.435.412.0	100.00	888.221	1.290.938	الإجمالي

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وانتماء الصادرات، مناخ الإستثمار في الدول العربية 2006، التقرير السنوي لعام 2006، الكويت،

2006

الملحق رقم (09): بيانات أسواق المال في الدول العربية لعامي 2006 و 2007

مؤشرات الاسعار*		عدد الشركات المدرجة			عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)			قيمة التداول (مليون دولار)			القيمة السوقية (مليون دولار)			الدولة
2007	2006	%	2007	2006	%	2007	2006	%	2007	2006	%	2007	2006	
555.6	403.9	7.2	111	86	17.9	57.886	54.440	61.6	682.287	1.402.953	38.8	518.984	326.869	السعودية
353.1	265.9	28.1	435	603	4.9	15.752	9.013	5.8	64.772	48.954	10.4	138.828	93.496	مصر
592.4	378.9	3.5	55	46	32.6	105.257	39.644	9.3	103.297	94.736	10.3	138.179	86.895	دبي
444.4	350.9	12.6	196	180	21.8	70.417	37.658	11.8	130.896	59.600	10.1	135.362	105.950	الكويت
358.9	211.4	4.1	64	60	16.1	52.067	11.296	4.3	47.746	19.222	9.0	121.128	80.745	ابوظبي
478.7	368.2	2.6	40	36	1.1	3.411	2.428	2.7	29.927	20.585	7.1	95.505	60.905	قطر
571.9	404.9	4.7	73	63	0.1	262	179	2.0	22.009	9.110	5.6	75.495	49.415	المغرب
522.6	366.7	15.8	245	227	1.4	4.479	4.268	1.6	17.424	21.616	3.1	41.233	29.729	الأردن
209.4	187.1	3.3	51	50	0.3	851	728	0.1	1.069	1.387	2.0	27.016	21.122	البحرين
177.9	117.9	8.1	125	121	0.8	2.742	922	0.5	5.211	2.214	1.7	23.086	13.033	سلطنة عمان
135.0	102.8	1.0	15	16	0.0	115	135	0.1	994	2.032	0.8	10.894	8.304	لبنان
58.4	44.8	3.3	51	48	0.0	70	56	0.1	727	563	0.4	5.339	4.222	تونس
182.9	196.3	3.4	52	52	2.9	9.410	7.583	0.1	893	969	0.4	4.931	4.624	السودان
189.5	215.6	2.3	35	33	0.1	301	233	0.1	817	1.067	0.2	2.474	2.731	فلسطين
67.2	66.9	0.1	2	2	0.0	0.035	0.064	0.0	0.207	0.334	0.0	97	96	الجزائر
328.7	237.7	100.0	1.550	1.623	100.0	323.020	168.582	100.0	1.108.069	1.685.009	100.0	1.338.551	888.136	الإجمالي

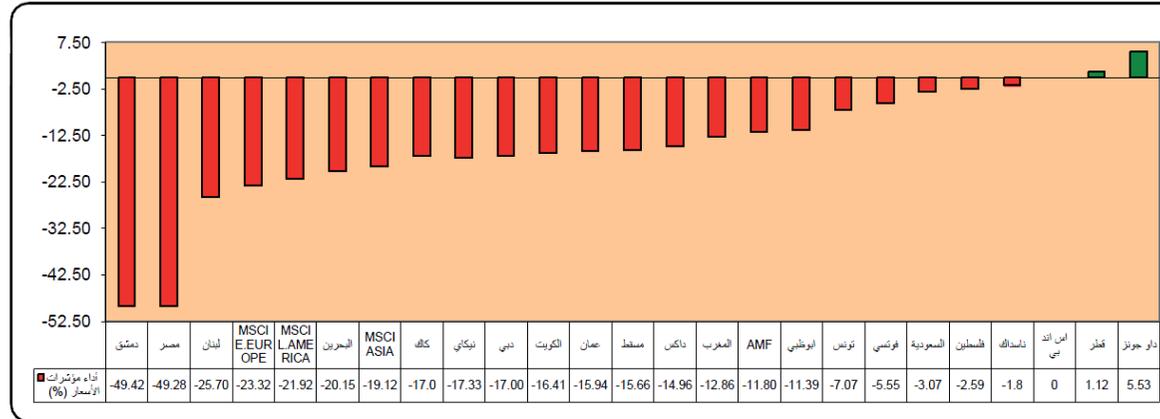
المصدر: المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وانتمان الصادرات، مناخ الإستثمار في الدول العربية 2007، التقرير السنوي لعام 2007، الكويت، 2007

الملحق رقم (11): تطور أداء أسواق المال العربية على صعيد مؤشرات الحجم في عام 2011

عدد شركات الوسطة	القيمة السوقية التي اجمشي الاصول المصرفية (نسبة مئوية)	متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة (مليون دولار)	القيمة السوقية التي الناتج اجمشي (نسبة مئوية)	التغير في القيمة السوقية (بالمائة)	التغير في القيمة السوقية (مليار دولار)	القيمة السوقية (مليار دولار)		عدد الشركات غير الوطنية منها	عدد الشركات المدرجة		السوق
						2011	2010		2011	2010	
66	51.3	110.2	94.2	-11.9	-3.69	27.21	30.90	0	247	277	بورصة عمان
55	15.7	1,080.8	19.7	-7.5	-5.75	71.33	77.08	2	66	64	سوق أبوظبي للأوراق المالية
55	10.8	766.1	13.5	-10.3	-5.66	49.03	54.69	22	64	64	سوق دبي المالي
11	31.3	338.6	64.2	-17.3	-3.47	16.59	20.06	5	49	49	بورصة البحرين
22	22.8	169.3	20.8	-9.0	-0.96	9.65	10.61	1	57	56	بورصة تونس
34	82.3	2,259.1	58.7	-4.1	-14.53	338.87	353.40	0	150	145	السوق المالية السعودية
13	3.4	72.9	2.5	-50.3	-1.55	1.53	3.08	0	21	19	سوق دمشق للأوراق المالية
22	54.8	194.1	36.8	-7.4	-2.10	26.21	28.31	0	135	142	سوق مسقط للأوراق المالية
7	65.8	2,990.5	72.4	1.6	1.96	125.60	123.64	0	42	43	بورصة قطر
9	30.5	59.1	31.7	13.5	0.33	2.78	2.45	0	47	41	بورصة فلسطين
14	67.0	496.6	66.0	-16.2	-20.48	106.27	126.75	13	214	214	سوق الكويت للأوراق المالية
16	7.3	1,028.5	25.7	-18.9	-2.40	10.29	12.68	0	10	10	بورصة بيروت
149	22.8	227.5	20.7	-42.1	-35.43	48.68	84.11	1	214	213	البورصة المصرية
17	49.2	790.7	64.0	-13.4	-9.30	60.09	69.39	1	76	74	بورصة الدار البيضاء
490	45.7	642.3	47.5	-10.3	-103.03	894.13	997.15	45	1392	1411	الإجمالي

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربية الموحد، 2012

الملحق رقم (12): أداء مؤشرات الأسعار المحلية للبورصات العربية بالمقارنة مع الأسواق العالمية
والناشئة لعام 2011



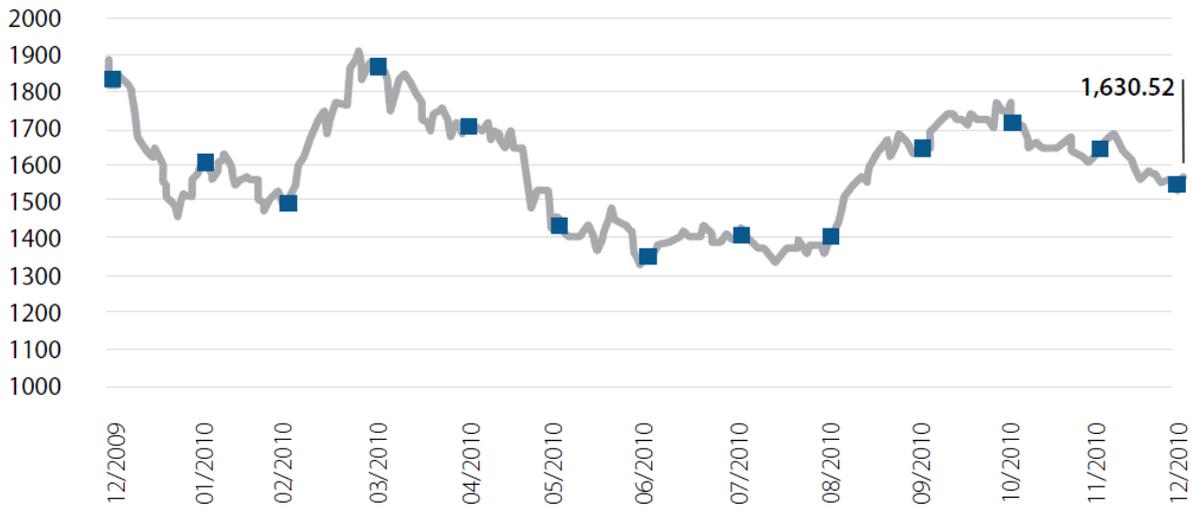
المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربية الموحد، 2012

الملحق رقم (13): تطور أداء أسواق المال العربية على صعيد مؤشرات التداول في عام 2011

اسم السوق	عدد الأسهم المتداولة (مليون)		قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)		معدل دوران الأسهم (%)		معاملات المستثمرين الأجانب (مليون دولار)		نسبة تكافؤات الأجنبي من التداول* (%)	الفترة	التغيرات وفقا لطريقة المستثمر (%)	مؤشرات
	2011	2010	2011	2010	2011	2010	صافي	بيع					شراء
بورصة عمان	6,988.8	4,072.3	9,449.2	4,025.8	30.6	14.8	1,108	673.1	783.9	18.1	...	...
سوق أبوظبي للأوراق المالية	17,611.1	15,677.1	9,284.0	6,670.7	12.0	9.4	164	2,272.7	2,289.1	342	72.0	28.0
سوق دبي المالي	38,362.2	25,163.7	18,976.3	8,736.2	34.7	17.8	44.7	4,111.6	4,156.3	473	72.7	27.3
بورصة البحرين	6,122	520.2	285.6	276.6	1.4	1.7	2.6	120.2	122.8	43.9	33.4	66.6
بورصة تونس	3,09.0	231.4	2,664.6	1,098.2	25.1	11.4	-47.4	145.0	97.6	11.0	...	...
السوق المالية السعودية	33,334.0	48,536.0	202,449.1	293,022.9	57.3	86.5	-221.3	7,489.9	7,268.6	2.5	96.0	4.0
سوق دمشق للأوراق المالية	6.7	16.0	188.5	165.1	6.1	10.8	0.0	0.0	0.0	0.0	...	...
سوق منطقة الأوراق المالية	3,024.5	2,380.3	3,207.6	2,571.4	11.3	9.8	-167.8	741.6	573.8	25.6	41.1	58.9
بورصة قطر	2,045.1	2,133.9	18,451.4	21,287.3	14.9	16.9	-638.0	7,788.4	7,120.4	34.9	48.2	51.8
بورصة الامارات	230.5	148.5	451.2	365.6	18.4	13.2	0.0	0.0	0.0	0.0	...	...
سوق الكويت للأوراق المالية	74,691.5	38,343.0	43,675.4	21,960.3	34.5	20.7	-394.9	2,175.3	1,780.4	9.2	44.5	55.6
بورصة بيروت	271.1	67.8	1,871.0	515.0	14.8	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	...	...
البورصة المصرية	33,000.0	18,500.0	55,826.1	24,422.4	66.4	50.2	-670.7	7,531.9	6,861.2	29.5	41.0	59.0
بورصة الألبان البيضاء	1,188.5	217.8	14,249.6	8,282.7	20.5	13.8	31.3	724.9	756.2	8.9	...	...
الإجمالي	211,675.2	156,008.0	381,029.6	393,400.2	38.2	44.0	-1,934.3	33,744.6	31,810.3	8.3	...	...

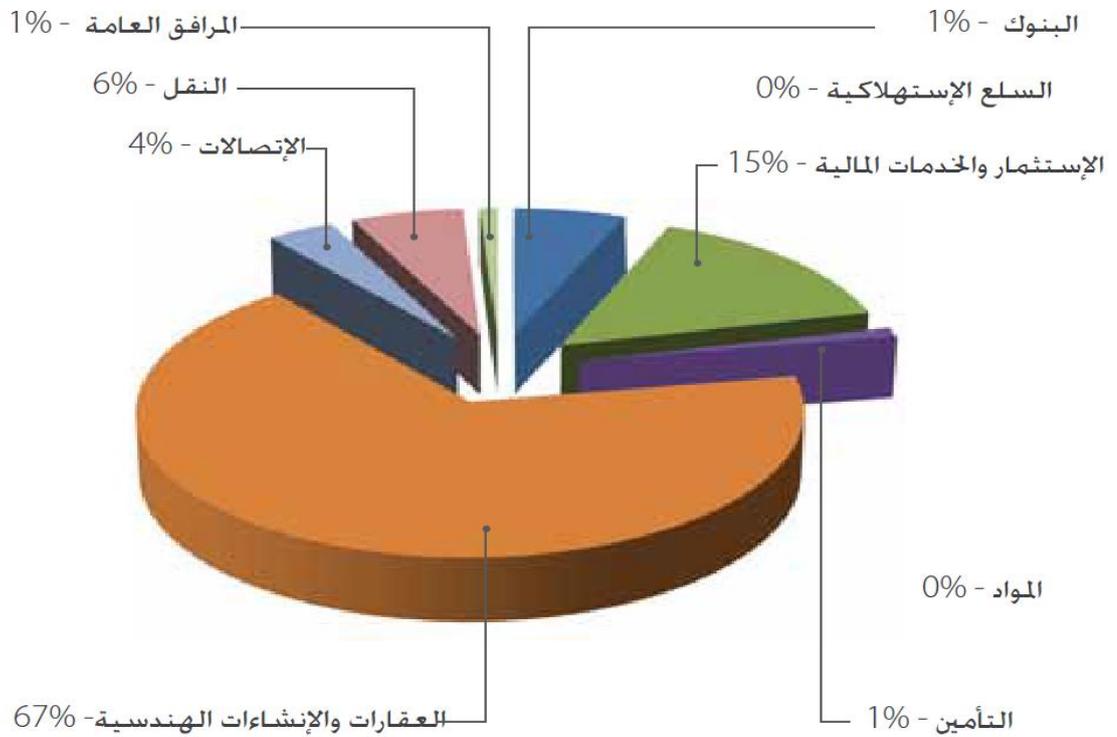
المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربية الموحد، 2012

الملحق رقم (14): المؤشر العام لسوق دبي المالي 2010



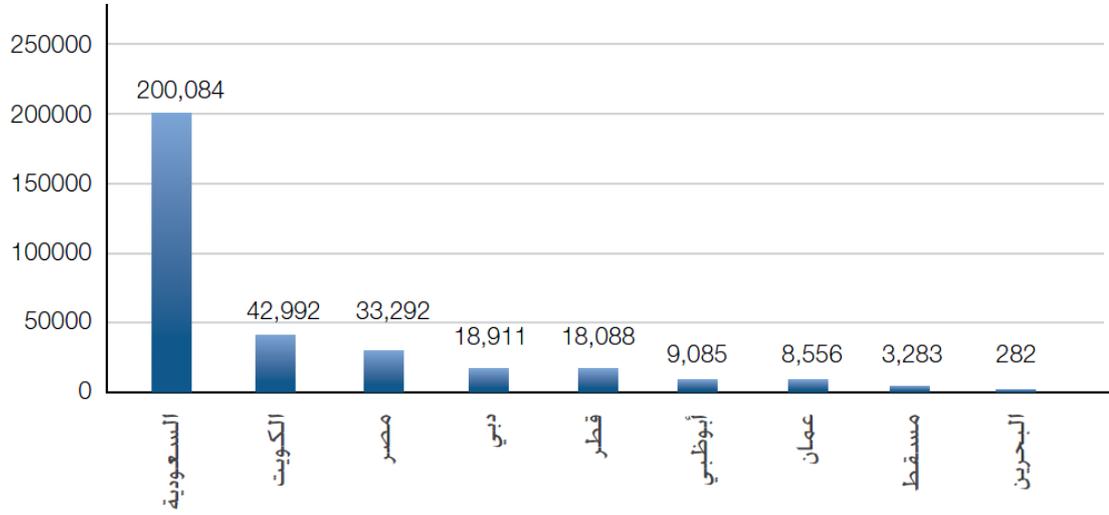
المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي، سنة 2010

الملحق رقم (15): قيمة التداول في سوق دبي المالي في عام 2010 حسب القطاعات



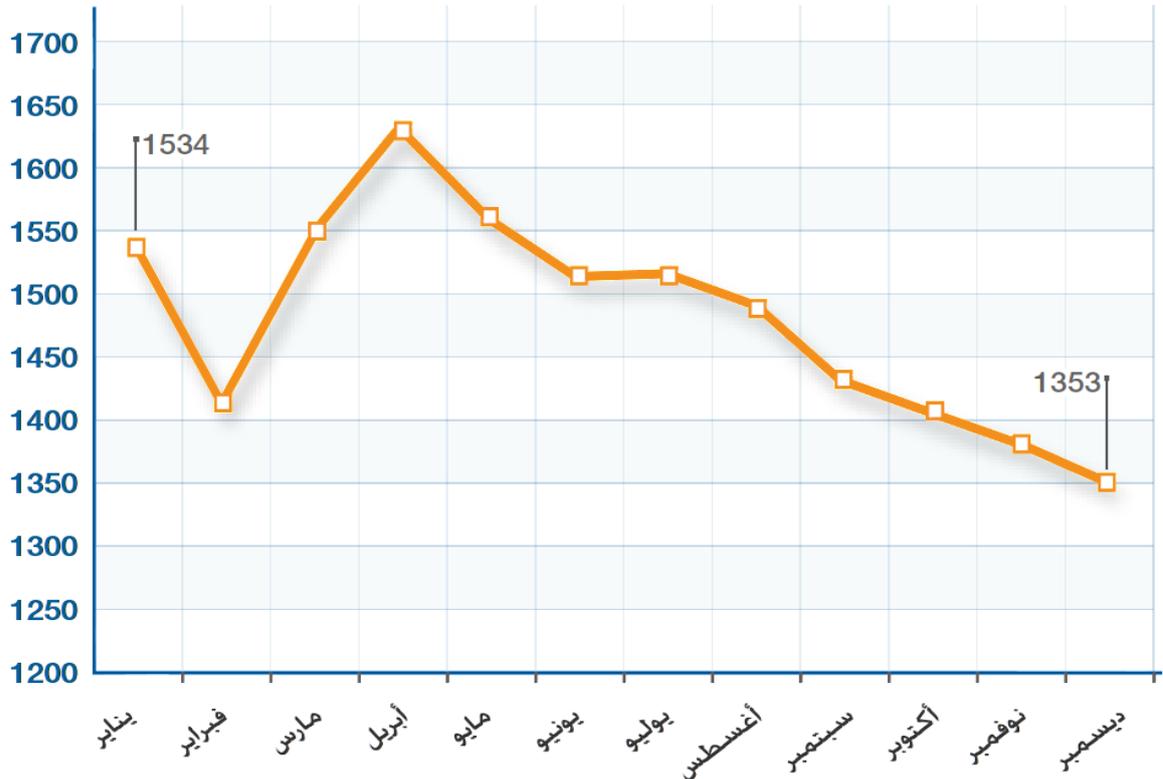
المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي، سنة 2010

الملحق رقم (16): قيمة الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي سنة 2010 (مليون دولار)



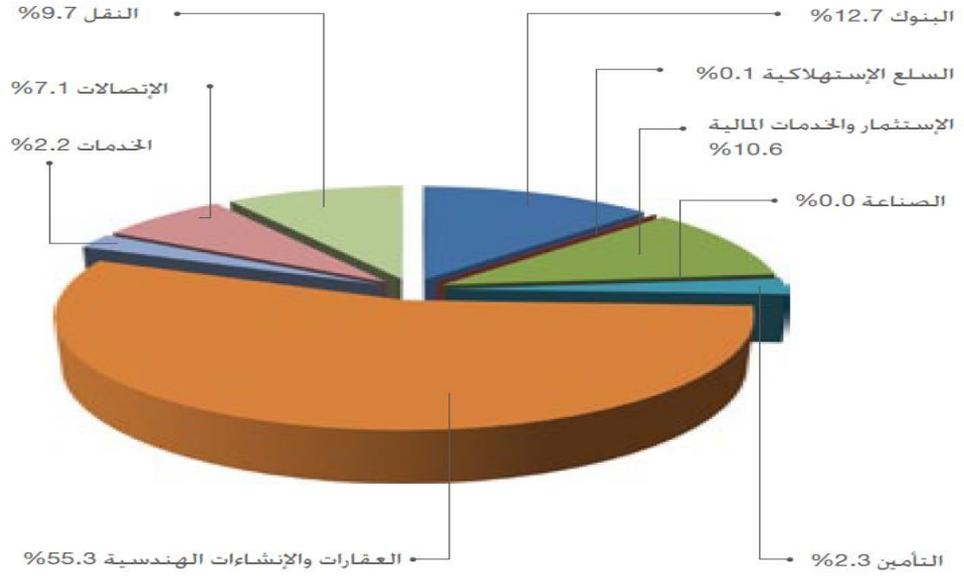
المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي، سنة 2010

الملحق رقم (17): المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال 2011



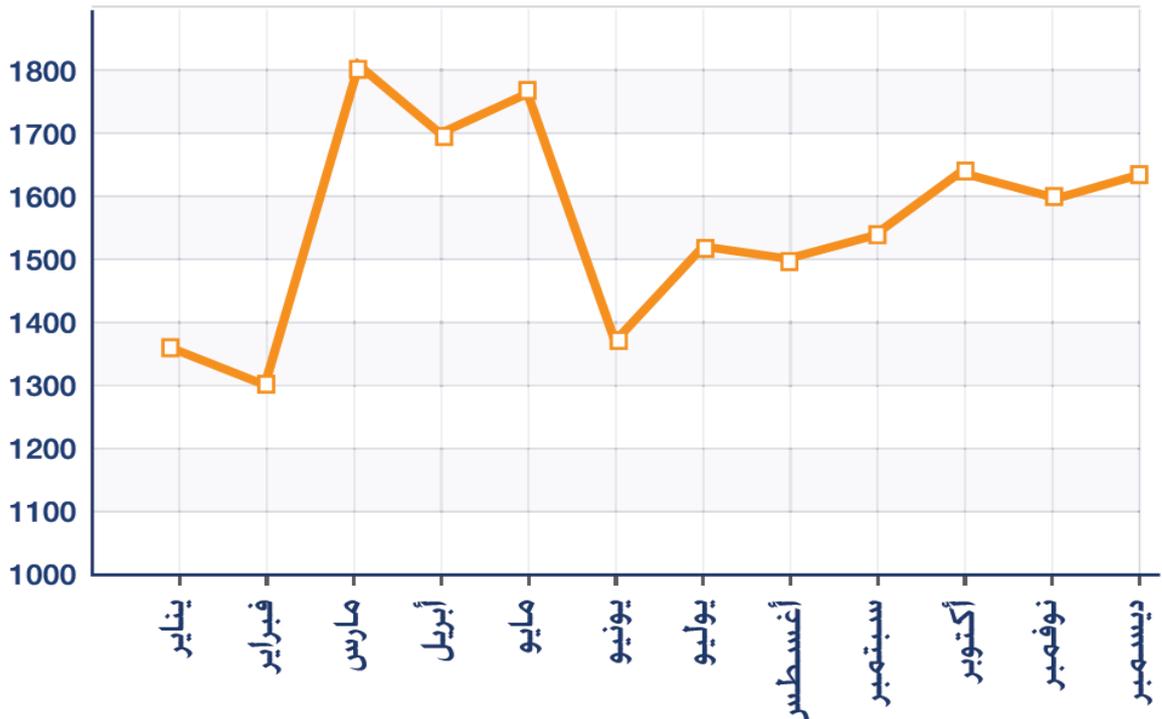
المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي، سنة 2011

الملحق رقم (18): توزيع قيمة التداولات خلال عام 2011 حسب القطاعات



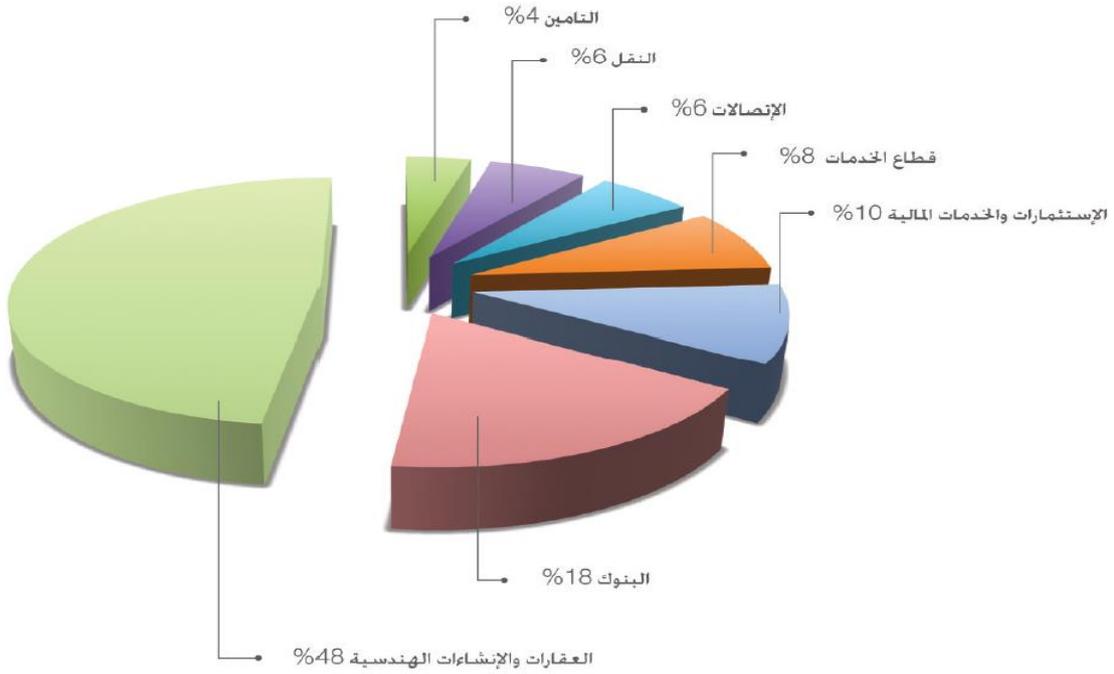
المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي، سنة 2011

الملحق رقم (19): المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال 2012



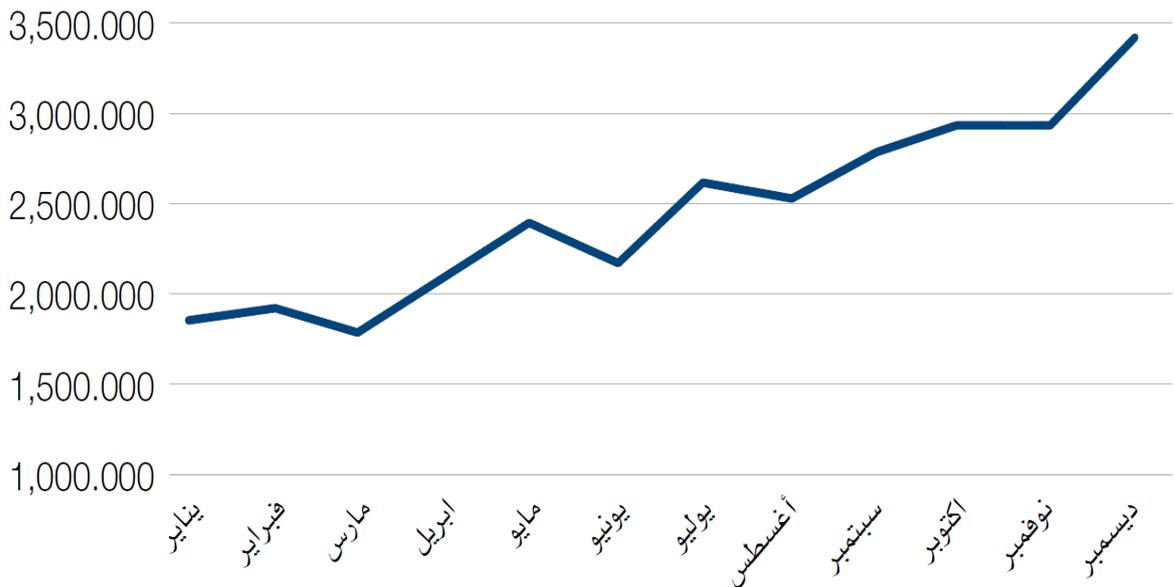
المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي، سنة 2012

الملحق رقم (20): توزيع قيمة التداولات خلال عام 2012 حسب القطاعات



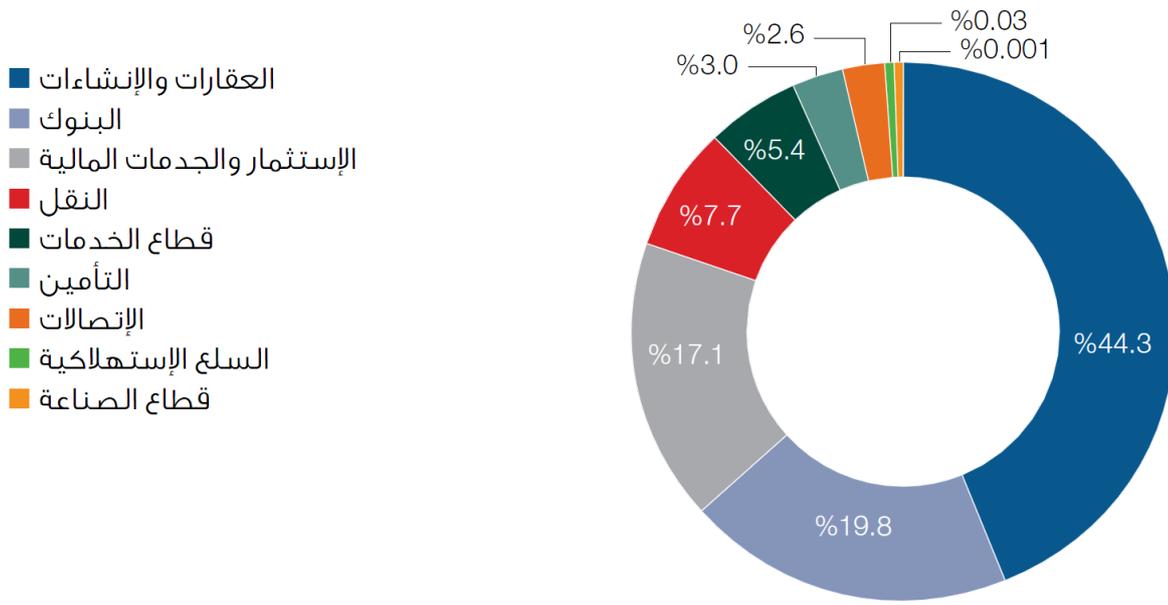
المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي، سنة 2012

الملحق رقم (21): المؤشر العام لسوق دبي المالي خلال عام 2013



المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي، سنة 2013

الملحق رقم (22): توزيع قيمة التداولات خلال عام 2013 حسب القطاعات



المصدر: سوق دبي المالي، التقرير السنوي، سنة 2013

انعكاسات الأزمة المالية العالمية الراهنة على الأسواق المالية العربية

دراسة حالة: السوق المالي لإمارة دبي (2008-2013)

إشراف الأستاذ: زواري فرحات سليمان

الملخص:

يعيش الاقتصاد العالمي بصفة عامة والأسواق المالية بصفة خاصة اضطرابات و اختلالات لم يشهدها منذ أزمة الكساد العظيم عام 1929، حيث أُلقت هذه الاضطرابات بظلالها على معظم دول العالم وبمختلف مستوياته، مما أدى إلى انهيار الثقة في الأسواق المالية وكانت أزمة الرهن العقاري من بين الأزمات التي شهدها العالم و التي ترجع جذورها إلى سنوات عديدة، خلفت هذه الأزمة العديد من الآثار مست معظم دول العالم بما فيها الدول العربية، حيث لم تسلم هي الأخرى من تداعيات الأزمة المالية العالمية، ومن هذه التداعيات انهيار وتراجع الأسواق المالية العربية، لما تحتله من مكانة في الدول العربية، وللحفاظ على هذه الأسواق من الأزمات المالية وآثار الأزمة المالية العالمية، يجب القيام بمجموعة من الإجراءات التي يمكن من خلالها المحافظة على أداء هذه الأسواق.

الكلمات المفتاحية:

- الأزمة المالية - أزمة الرهن العقاري - الأسواق المالية العربية

Abstract:

The global economy, and the financial markets, in particular, is in a state of disorder and fluctuation because of great recession crisis since 1929. These fluctuations terribly affect the economies of most countries of the world at all levels thereby resulting in a loss of trust in the financial markets. The mortgage crisis is amongst the present-day. World crisis and its roots go back to many years ago. This crisis has detrimental effects on most world countries including the Arab ones seeing that the latter could escape the deep impacts of the world financial crisis. Also, the Arab financial markets are in a terrible situation, therefore in order to prevent these markets from the sharp financial crisis and the profound global economic crisis, a range of precautions and actions must be taken to keep the well performance of those markets.

Key words: Financial crisis, Mortgage crisis, Arab financial markets.