

جامعة ابن خلدون - تيارت -

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم التجارية

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تحت عنوان:

انعكاسات المشتقات المالية على الأزمات

المالية العالمية

دراسة قياسية عمان - الأردن - خلال الفترة (2005-2015)

تخصص: مالية

الأستاذ المشرف:

د. محمد شريف

إعداد الطالبتين:

تين صابرينة

ضياف تركية

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

السنة الجامعية: 2016-2017

شكر

الحمد لله والشكر لله الذي بنعمته تمت الصالحات، بتوفيقه تتحقق الغايات

نحمده عز وجل أن هدانا وسدد خطانا لإتمام هذا العمل المتواضع

يطيب لنا في هذا المقام أن نتقدم بأعظم الشكر وأسمى معاني العرفان

إلى من كان لنا نعم المعلم والموجه والمحفز

شكر خاص إلى الأستاذ الدكتور (شريف محمد) المشرف على هذه المذكرة

لما قدمه من دعم وتوجيه وجهود مخلصه وعطاء ملحوظ فكان نعمه الشمعة المحترقة التي أضاءت لنا

دروب النجاح لإخراج هذا العمل إلى النور

جزاك الله عنا خير الجزاء

إهداء

إلى من علمني الصبر و النجاح ، إلى الذي تعب كثيرا من أجل راحتي، و أفنى حياته من أجل سعادي و
كد من أجل تعليمي... "أبي" أسأل الله أن يحفظه لنا

إلى من تتسابق الكلمات لتخرج معبرة عن مكنون ذاتها، من علمتني و عانت الصعاب لأصل إلى ما أنا
فيه و عندما تكسوني الهموم أسبح في بحر حناها لتخفف من آلامي... "أمي" أسأل الله أن يحفظها لنا

إلى من كانوا يضيئون لي الطريق و يساندوني و يتنازلون عن حقوقهم لإرضائي و العيش في
هنا... إخوتي و أخواتي

إلى من تحلو بالإخاء و تميزوا بالوفاء و العطاء إلى يبايع الصدق الصافي إلى أصدقائي و إلى كل من
ساعدني من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل

"و إلى رقيقة دربي تركية"

ن. صابرينة

إهداء

إلى من تركا فراغا في حياتي، إلى من لا يمل القلب عن ذكرهم جدي وجدتي (رحمهما الله)

إلى من كنت في قلبها خفقة وفي عينها دمعة وعلى لسانها دعاء "أمي الحبيبة"

إلى الذي لن يكرره لي الزمن "أبي العزيز"

إلى من يطيب العيش بقربهم إخوتي وأخواتي كل باسمه

و إلى رفيقة دربي في المشوار الجامعي صابرينة

إلى من حملهم قلبي ولم تحملهم ورقتي

و إلى صديقتي من الطور الثانوي إلى الجامعة دون استثناء

و إلى كل من ساندني في إنجاز هذا البحث من قريب و من بعيد

ص. ت. ك. ح. ف.

فهرس

بسملة

شكر

إهداء

فهرس

قائمة والأشكال الجداول

ملخص

مقدمة أ-هـ

الفصل الأول: أساسيات حول المشتقات المالية

- 2 تمهيد الفصل الأول:
- 3 المبحث الأول: مدخل إلى الأسواق المالية.
- 3 المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية
- 4 المطلب الثاني: أقسام الأسواق المالية.
- 8 المطلب الثالث : أدوات الأسواق المالية.
- 10 المبحث الثاني: عموميات حول المشتقات المالية.
- 10 المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية.
- 11 المطلب الثاني : أنواع المشتقات المالية
- 16 المطلب الثالث: أهمية المشتقات المالية
- 18 المبحث الثالث: مخاطر المشتقات المالية واستراتيجيات التعامل بها
- 18 المطلب الأول: المتعاملون بالمشتقات المالية

- 19المطلب الثاني: مخاطر المشتقات المالية
- 21المطلب الثالث: إستراتيجيات التعامل بالمشتقات المالية
- 25خلاصة الفصل الأول:

الفصل الثاني: الأزمات المالية العالمية

- 27تمهيد الفصل الثاني:
- 28المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية
- 28المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية
- 29المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية
- 31المطلب الثالث: خصائص الأزمة المالية
- 34المبحث الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمة المالية وأسباب حدوثها
- 34المطلب الأول: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية
- 36المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية
- 40المطلب الثالث: نتائج الأزمة المالية
- 42المبحث الثالث: الإجراءات الحكومية والتكثلية الإقليمية لتخطي الأزمات والتخفيف منها.
- 42المطلب الأول: نماذج لأهم الإجراءات التي تستخدمها الدول لمواجهة الأزمات
- 44المطلب الثاني: الإجراءات الإقليمية لمواجهة الأزمة المالية
- 47المطلب الثالث: التنسيق الدولي لمواجهة آليات الأزمة
- 49خلاصة الفصل الثاني:

الفصل الثالث: آثار المشتقات المالية على الأزمات المالية

- 51تمهيد الفصل الثالث:

المبحث الأول: تحليل بعض مؤشرات المشتقات المالية ومؤشرات الاقتصاديات دولة عمان- نموذجاً-.....	52
المطلب الأول: تحليل المشتقات المالية.....	52
المطلب الثاني: تحليل مؤشرات الأداء المالي للدولة.....	57
المبحث الثاني: أثر المشتقات المالية على مؤشرات الأداء.....	61
المطلب الأول: الاقتصاد القياسي ومنهج التكامل المشترك.....	61
المطلب الثاني: دراسة قياسية لأثر المشتقات المالية لبورصة عمان على مؤشرات الأداء.....	64
خلاصة الفصل الثالث:.....	77
خاتمة:.....	79
قائمة المصادر والمراجع:.....	82
الملاحق:.....	88

قائمة الأشكال

والجداول

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
6	أنواع سوق رأس المال	(1-1)
13	أنواع عقود الخيار	(2-1)
52	عدد الأسهم المتداولة (مليون) من سنة 2005-2015.	(1-3)
53	تطور الأسهم المتداولة	(2-3)
54	عدد العقود المنفذة (بالألف) من سنة 2005-2015.	(3-3)
55	تطور العقود المنفذة	(4-3)
55	عدد السندات المتداولة (بالألف) من سنة (2005-2015)	(5-3)
56	تطور السندات المتداولة	(6-3)
57	التضخم، معمل تكميش إجمالي الناتج المحلي	(7-3)
58	تطور التضخم، معامل تكميش الناتج المحلي	(8-3)
59	نمو إجمالي الناتج المحلي	(9-3)
60	تطور إجمالي الناتج المحلي	(10-3)
66	تطور السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة	(11-3)
67	دراسة الاستقرارية لكل من (AC, ACT, OB, INF, PIB)	(1-3)

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
35	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	(1-2)
69	نتائج اختبار ADF عند المستوى على المتغيرات المستقلة وعند درجة معنوية 5%	(1-3)
70	اختبار سببية $Granger$ لمتغيرات النموذجين (PIB, INF)	(2-3)
72	نتائج اختبار ديكي-فولار ADF للبقايا E	(3-3)

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بالمشتقات المالية من حيث أهم أنواعها والمتعاملين بها وحجم المخاطر الناتجة عنها إضافة إلى استراتيجيات التعامل بها، وتم تسليط الضوء على الأزمة المالية العالمية وذلك من خلال التعرف على أسباب حدوثها ومؤشراتها الاقتصادية وسبل علاجها وفقا للإجراءات الحكومية والتكتلات الإقليمية للتخفيف من حدتها.

إضافة إلى دراسة انعكاسات المشتقات المالية في إحداث الأزمة المالية ومحاولة إسقاط هذه الدراسة على سوق عمان للأوراق المالية، وذلك من خلال توضيح مدى تأثيرها بالأزمة المالية من جهة وتأثير استخدام المشتقات المالية في إحداث الأزمة من جهة أخرى وشملت هذه الدراسة تحليل مؤشرات المشتقات المالية وكذا مؤشرات الأداء المالي لدولة عمان خلال الفترة (2005-2015)

وقد خلصت الدراسة إلى أن سوق عمان للأوراق المالية لم يتأثر بشكل كبير وأن تأثيرها جاء متأخرا.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الأزمات المالية، مؤشرات بورصة عمان، مؤشرات الأداء الاقتصادي للأردن.

مقدمة

عرفت الأسواق المالية في الآونة الأخيرة تطورا ملحوظا ،حملت معها تنوعا متزايدا من خلال أقسامها وأدواتها والتي أضحت تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد باعتبارها تؤدي دورا استراتيجيا وهاما في عملية التنمية الاقتصادية ومن هنا يمكننا القول أن الأسواق المالية ماهي إلا أوعية ادخارية تعمل على تجميع الأموال وتوظيفها بوسائل محددة وآمنة في شكل استثمارات سائلة في السوق المالي والنقدي خاصة أن المستثمرون يرغبون دائما في توظيف أموالهم ومدخراتهم بشكل لا يعرضهم للمخاطر.

ويتم التعامل في الأسواق المالية عن طريق الأدوات المالية أو ما يسمى المنتجات المالية -المشتقات المالية- والتي تعتبر إحدى أهم الخصائص المميزة للأسواق المالية من حيث استخدامها في مجال التغطية من المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون الاقتصاديون خلال ممارستها للأنشطة المالية ،لكن التطور الذي شهدته هذه الأدوات وسرعة انتشارها جعل المشتقات المالية تتحول من وظيفتها الأساسية والمتمثلة في التغطية من المخاطر إلى مصدر للمخاطرة أدت إلى حدوث أزمات مالية حادة لازال الاقتصاد العالمي يعاني من ويلاتها وذلك نتيجة لسوء استخدام هذه الأدوات المالية.

وهذه الأزمة هي نتاج سوء إدارة مالية ناجمة من نزعة توسيع رقعة الأسواق المالية ،فقد تنابت الأزمات المالية وتعددت صورها وأنواعها فمن أزمة مصرفية هنا إلى أزمة في العملات وأسعار الصرف وأسواق المال هناك ،معرضة الحياة الاقتصادية إلى موجات متتالية مما دعى إلى تكثف الجهود الدولية والإقليمية للتخفيف من حدة الأزمة.

وقد ظهرت تلك الحساسية العالية للأزمات في الأزمة المالية 2008 و2010 التي بدأت مقدمتها عام 2007 وانفجرت أول فقاعتها عام 2008 ولا يزال العالم يئن من تداعياتها ،وسوق عمان المالي كأحد أهم وأقوى الأسواق المالية العربية تأثرت بنتائج الأزميتين ،وبالرغم من تأثيرها على حجم التداول في البورصة وعلى مؤشرات الأداء فيها إلا أن البورصة استطاعت إلى حد كبير أن تتجاوز آثار هذه الأزمة نتيجة لثقة المستثمرين فيها.

وفق ما تقدم نبادر بالإشكال محل الدراسة والذي نصيغه كما يلي:

الإشكالية: «ما مدى استجابة مؤشرات الأداء الاقتصادي -قرائن الأزمة- إلى حركة المشتقات المالية؟»

ولتفكيك هذا السؤال ارتأينا طرح الأسئلة التالية:

1- ما حركية المشتقات المالية لبورصة عمان قبل وبعد الأزميتين المالية والاقتصادية؟

2- ما دور المشتقات المالية (الأسهم المتداولة، العقود المنفذة، السندات المتداولة) على إجمالي

الناتج المحلي؟

3- ما حجم المشتقات المالية (الأسهم المتداولة، العقود المنفذة، السندات المتداولة) في التأثير

على مؤشر التضخم؟

الفرضيات:

1- لم تتأثر كل من المشتقات المالية لبورصة عمان لصدى الأزميتين.

2- تؤثر المشتقات المالية على إجمالي الناتج المحلي (PIB) بنسب متفاوتة تحتل عندها الصدارة

العقود المنفذة (ACT).

3- لم يشكل التنوع المالي للمشتقات أثر نسبي متفاوتي على (INF).

أهداف البحث:

نسعى من خلال هذه الدراسة التوصل إلى عدد من الأهداف التي يمكن توضيحها من خلال ما

يلي:

1- محاولة التعرف على الجانب النظري للأسواق المالية من خلال التعريف بها، أنواعها، أقسامها

، وأدواتها.

2- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للمشتقات المالية وكذا التعرف على أهم استخداماتها

ومخاطرها ومختلف المتعاملين بها.

3- التعرف بالأزمة المالية، خصائصها ونتائجها، وأهم الإجراءات المتخذة لتخطي الأزمات.

4-دراسة سوق عمان ومدى تأثيره بالمشتقات المالية

منهج الدراسة:

لتحقيق غاية هذا البحث سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي فقد تم انتهاج المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة نظريا في مختلف المفاهيم والتعاريف، أما المنهج التحليلي فقد تم الاعتماد عليه من خلال جمع المعطيات والمعلومات الخاصة ببورصة عمان لغرض تحليل نتائج الدراسة التطبيقية، والمنهج القياسي باستعمال نهج التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ *cointegration and error correction model using* views 9

حدود الدراسة:

ويهتم هذا البحث بدراسة تحليل المشتقات المالية في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين (2005-2015) كما يتم تتبع حركة كل من الأسهم المتداولة والعقود المنفذة والسندات المتداولة، وكذلك دراسة مؤشرات الأداء المالي التي تؤثر على الاقتصاد الأردني (التضخم *INF*، وإجمالي الناتج المحلي *PIB*)

الدراسات السابقة:

1-نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013،

توصلت الباحثة من خلال موضوع دراستها إلى أنه رغم الآثار القوية للأزمات المالية، غير أن الواقع أثبت أن كل أزمة تأتي لتكشف نقاط الضعف في النظام المعني، وتعتبر العدوى وانتقال آثار الأزمات ظواهر إقليمية، وقد يغني استعمال التسهيلات المالية والإقليمية، بالإضافة إلى التسهيلات الدولية عن الحاجة إلى اللجوء إلى ترتيبات أخرى مؤقتة ليست مضمونة في كل الأحوال، كما أن الإنذار المبكر بالأزمات المالية والحركة السريعة لتجنبها يمكن أن يكون أقل صعوبة على المستوى الإقليمي، والدعوة لاتخاذ الإجراءات الوقائية يمكن أن تكون أكثر شرعية.

2- سحنون محمود وآخرون، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009

حيث ذكرت هذه الدراسة أن الاستعمال الأول الذي ظهرت من أجله عقود المشتقات المالية هو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، وتقلبات أسعار الأسهم، وتوصلت أيضا إلى أن المشتقات تحقق للمصارف العديد من المزايا، وأنها يجب أن تستخدم بأسلوب متدبر يتطلب ذلك النظر ليس إلى إيجابيات الاحتياط فحسب، وإنما المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات، وقد سلطت الأضواء اللازمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام المشتقات.

3- سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 -دراسة تحليلية-، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012

وعالجت الباحثة من خلال هذه الدراسة المشتقات المالية والتوريق ودورهما الكبير في زيادة المخاطر وتفاقمها مما جعلهما من بين الأسباب الأساسية التي ساهمت في تفجير أزمة 2008 واستخلصت الباحثة أن استخدام هذه المنتجات وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقدتها جعلها من أهم وأبرز الأسباب التي أدت إلى إحداث الأزمة المالية العالمية 2008

صعوبات الدراسة:

خلال فترة إنجاز هذا البحث واجهتنا عدة صعوبات من بينها:

-صعوبة الإحاطة بكافة المعلومات حول الموضوع نظرا لتوسعه وكثرة المحاور فيه.

-صعوبة استعمال برنامج Eviews9 لقلة الأساتذة المختصين في تلقين هذا البرنامج

خطة البحث:

يتم تقسيم هذا البحث إلى ثلاث فصول، فصلين منه تناولوا الجانب النظري للإحاطة النظرية بجوانب الموضوع، وتوضيح الملبسات التي تعتره من خلال استظهار مركبات الهندسة المالية، بينما خصص الفصل الثالث لدراسة بعض مؤشرات المشتقات المالية والمؤشرات الاقتصادية، وتحليل التمازج الأثري التفاعلي مدى استجابة مؤشرات الأداء الاقتصادي كقرينة لبوادر وإرهاصات الأزمات وأخذنا دولة عمان كنموذج

الفصل الأول: بمثابة مقدمة للتعرف بمجال الدراسة حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، الأول يخصص لإعطاء نظرة عامة حول الأسواق المالية من حيث مفهومها وأقسامها وكذلك الأدوات المتداولة فيها، أما المبحث الثاني فيتكلم عن عموميات حول المشتقات المالية وذلك من خلال التعريف بها وبأنواعها وذكر أهمية المشتقات المالية، أما المبحث الثالث فتم التطرق فيه إلى مخاطر المشتقات المالية والمتعاملين بها إضافة إلى استراتيجيات التعامل بها

والفصل الثاني فيأتي بعنوان الأزمات المالية العالمية، ويحتوي هذا الفصل بدوره على ثلاث مباحث، يتناول المبحث الأول مفهوم الأزمة المالية، أما المبحث الثاني فيتم التطرق إلى المؤشرات الاقتصادية للأزمة المالية وأسباب حدوثها، ونتائجها، والمبحث الثالث فخصص لإجراءات الحكومية والتكتلات الإقليمية للتخفيف من حدوث الأزمة.

وخصص الفصل الثالث لدراسة قياسية والذي يتفرع إلى مبحثين، الأول يتم فيه تحليل بعض من مؤشرات المشتقات المالية (أسهم متداولة، عقود منفذة، سندات متداولة) لبورصة عمان ومؤشرات الأداء المالي (التضخم، إجمالي الناتج المحلي) خلال الفترة الممتدة بين (2005-2015)، بينما يتناول المبحث الثاني دراسة أثر المشتقات المالية على مؤشرات الأداء المالي.

الفصل الأول

أساسيات حول المشتقات المالية

تمهيد الفصل الأول:

لا شك أن المدخل لبحث أي موضوع يكون من خلال عرض إطاره النظري ومنطلقاته الفكرية، لهذا سنبتدىء فصلنا بالتعرف على مفهوم الأسواق المالية العالمية والتي عرفت تحولات جذرية أدت إلى بروز المخاطر وانتشارها، مما دفع بالمتعاملين إلى البحث عن الأدوات للتغطية والتحوط ضد هذه المخاطر، وتعتبر المشتقات المالية إحدى أهم الأدوات التي تم استخدامها لهذا الغرض، خاصة وأنها تشمل عدة أنواع وتلبي عدة أغراض كما يتم تداولها في عدة أسواق.

ومن خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على:

المبحث الأول: مدخل إلى الأسواق المالية.

المبحث الثاني: عموميات حول المشتقات المالية.

المبحث الثالث: مخاطر المشتقات المالية واستراتيجيات التعامل بها.

المبحث الأول: مدخل إلى الأسواق المالية.

يرتبط مفهوم السوق لدى الجمهور بأنه مكان لتلبية حاجة معينة مقابل التخلي عن مبلغ معين من النقود والأسواق المالية تعمل كغيرها من الأسواق على تلبية حاجة المستثمرين فيها، ويشترك في هذا السوق مجموعة من الأفراد والمؤسسات ضمن إجراءات خاصة تنظم عملهم.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

قدمت للأسواق المالية عدة تعريفات وذلك من خلال إعطاء صورة واقعية للأسواق المالية نوجزها فيما يلي:

التعريف 1:

السوق المالي هو عبارة عن مجموعة من المنشآت المالية والمستثمرين والمعاملات والأدوات المالية والإطار المؤسسي اللازم لها والتي يتم التعامل فيها في الموجودات المالية والمطلوبات المالية . ويقصد بهذا التعريف أن السوق المالي هو عبارة عن مجموعة من الشركات المتنوعة في نشاطاتها (صناعية، تجارية، مالية)، حيث يتم التعامل في هذا السوق بالأدوات المالية والمقصود بها الأسهم والسندات حيث أن الموجودات المالية يقصد بها الأسهم، والمطلوبات يقصد بها السندات، حيث يقوم هذا السوق بتنظيم الرقابة على عمليات البيع والشراء في الأدوات المالية لهذه الشركات.¹

التعريف 2:

هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما

¹. حسن عبد الجليل آل عزوى، وليد ناجي الحيايلي، حوكمة الشركات وآثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2015، ص ص 102-103

بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه.¹

التعريف الشامل:

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص أو نستنتج أن السوق المالية هو الحل المناسب لوجودها لأنها تجمع بين الطرفين فتوفر للطرف الأول المكان الملائم للاستثمار أو الذي لا يتطلب أي خبرة، كما توفر للطرف الثاني رؤوس الأموال اللازمة لذلك، وذلك من خلال الأصول المالية المتداولة في هذه الأسواق.²

المطلب الثاني: أقسام الأسواق المالية

تقسم الأسواق المالية طبقاً لأغراض وأدوات التمويل إلى: السوق النقدي، سوق رأس المال، وسوق العملات.

أولاً: السوق النقدي

ويتمثل سوق النقد في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية قصيرة الأجل، أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لا يتجاوز العام ومن ثم فإن إقراض الأموال لأجل قصير يستهدف استثمار الأموال المتاحة لفترة مؤقتة، كما يكون اقتراض هذه الأموال بهدف تمويل احتياجات مؤقتة أو رأس مال عامل، وبعبارة أخرى فإن سوق النقد يمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع تمويل قصير الأجل.

وتتمثل أهمية سوق النقد في كونه يوفر الفرصة للمقترضين للحصول على قروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في

¹ . وليد صافي، أنس شكري، الأسواق المالية والدولية، دار البداية، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 16 .

² . بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية -، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص 10.

أصول مالية ذات سيولة مرتفعة، وتلعب البنوك التجارية دورا فاعلا في هذا الصدد باعتبارها أحد مؤسسات الوساطة المالية، أما المستثمرون الأفراد فدورهم في سوق النقد محدود نسبيا.¹

خصائص السوق النقدي :

- يعتبر السوق النقدي سوق الجملة من حيث كون المتعاملين فيه من ذوي حجم كبير ويعملون عادة لحساب مؤسسات كبيرة ويتمتعون بخبرات ومهارات عالية ويتم التعامل في السوق من خلال الوسطاء أو السماسرة، أما المستثمرون الأفراد فدورهم محدود في هذا السوق.

- أدوات الاستثمار في السوق النقدي تعتبر عالية السيولة فالاستثمار في السوق النقدي يكون عادة قصير الأجل قد يمتد من يوم واحد لغاية سنة أو أكثر قليلة.²

ثانيا: سوق رأس المال

هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل مثل : الأسهم، الكفالات والتعهدات، الخيارات والسندات (متوسطة وطويلة الأجل) التي يمتد أجلها إلى أكثر من 20 عاما.

تنقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق هي:³

1-الأسواق الأولية:

وهي السوق التي تختص بإصدار الأدوات المالية (أسهم، سندات) ولذلك يطلق عليها أيضا سوق الإصدار ويتمثل هذا السوق في شركات التجارية التي تسمح لها بإصدار الأوراق المالية، وكذلك الخزنة العامة للدولة والتي تقوم بإصدار سندات القرض أو أذونات الخزنة العامة للاقتراض من المؤسسات والأفراد.

¹. محب خلة توفيق، الهندسة المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2011، ص ص 82- 83.

². طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص 30.

³. سيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2011، ص ص 95 - 96.

2- الأسواق الثانوية:

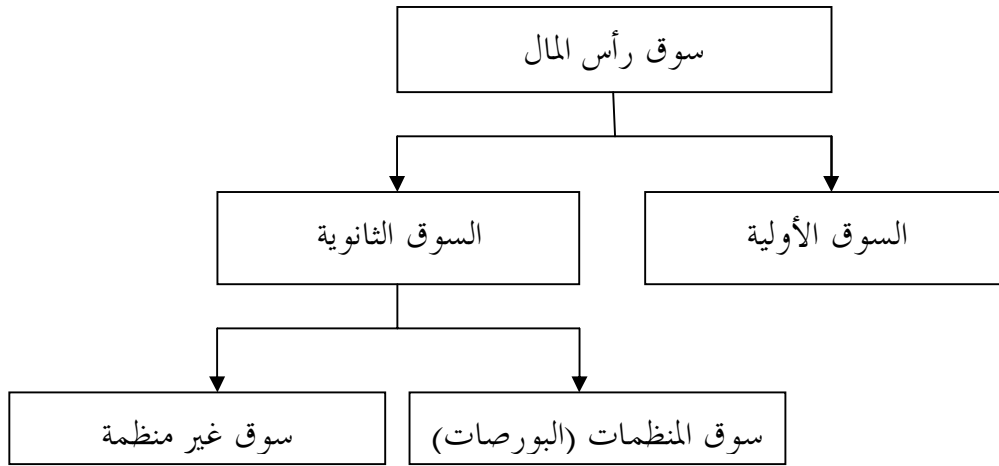
وهي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراءً وبيعاً عبر السماسرة والوسطاء، أو بشكل مباشر، كذلك يطلق عليها سوق التداول.

وفي الواقع تنقسم الأسواق الثانوية من حيث طبيعة التنظيم إلى:

2-1- السوق المنظمة: وهي أسواق البيع والشراء للأوراق المالية عن طريق المزادات ويقوم السماسرة في هذه السوق بالتعامل نيابة عن المستثمر مقابل حصولهم على عمولة (وهي البورصات).

2-2- السوق غير المنظمة: إذا تعاملت شركات السمسرة والوساطة على الأسهم والسندات غير مقيدة بالبورصة يقال أنهم يتعاملون خارج البورصة.

الشكل رقم (1-1): أنواع سوق رأس المال



المصدر: عبد القادر السيد متولي: الأسواق النقدية والمالية في عالم متغير (بتصرف)

خصائص سوق رأس المال :

- سوق رأس المال قد يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

- يتسم هذا السوق بكونه أكثر تنظيماً من السوق النقدي نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين.

- الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً وبالتالي فإن الاهتمام المستثمرين في رأس المال يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.¹

ثالثاً: سوق العملات

هي سوق التي يتم فيها تداول العملات وتلك العملات المتداولة هي عملات أجنبية مقابل عملة محلية أو وطنية فعادة ما يسمى هذا السوق بسوق العملات الأجنبية.

والتعامل الذي يتم في أسواق العملات يتناول عدة أدوات منها :

الحوالات الخارجية شيكات المسافر، أوراق النقد الأجنبي، القبولات المصرفية، ودائع تحت الطلب وودائع لأجل، شهادات الإيداع وسندات اليورو قصيرة وطويلة الأجل.

خصائص سوق العملات:

1- سوق العملات يتميز بكونه سوقاً دولياً واحداً وذلك نظراً لتطور الاتصالات وأجهزة المعلومات والتحويلات الأمر الذي جعل هناك تقارب ملحوظ بين جميع الأسواق الوطنية الرئيسية في العالم.

2- سياسة التعامل في هذا السوق تتأثر التطورات الاقتصادية والسياسية المستجدة فالتطورات الاقتصادية والنقدية وتطور أسعار الفائدة مازالت تعتبر من العوامل الأساسية التي تؤثر على التعامل في سوق العملات.

3- أهم عملاء سوق العملات الأجنبية هم البنوك والمؤسسات المالية بالإضافة إلى حكومات عن طريق البنوك المركزية ومؤسسات الأعمال غير مالية.

¹. طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص34.

المطلب الثالث : أدوات الأسواق المالية

ويمكن التمييز بين نوعين من الأدوات:

1-الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقود:

تتميز هذه الأوراق عموماً بأن تاريخ استحقاقها يقل عن سنة واحدة وتعد المنشآت المالية والوحدات الحكومية ومنشآت الأعمال الكبيرة المصدر الأساسي لهذه الأدوات في هذه السوق ومن الأدوات الشائعة محل الشراء والبيع في مايلي :

1-1- أذون الخزانة: وهي صكوك تصدرها الحكومة يحصل مالكيها على عائد في تاريخ محدد وتصدر هذه الأذون بتواريخ استحقاق مختلفة وتعتبر هذه الأذون استثماراً ممتازاً ومؤقتاً للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل القريب للأسباب التالية:

أ- تعتبر استثمارات خالية من المخاطر (مضمونة الربح).

ب- لها سوق مستمر فالتعاملون فيها على استعداد دائم لشرائها.

ج- لا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها.

1-2- الأوراق التجارية: تمثل هذه الأوراق فكرة أمريكية خالصة ولا يوجد بلد ثانٍ يستخدمها سوى كندا، ولكن سوقها يعتبر ضئيلاً إذا ما قيس بحجم سوق هذه الأوراق في الولايات المتحدة الأمريكية، فهي ببساطة وعد غير مؤكد بالدفع تصدره الشركات المعروفة جيداً، والتي لها سمعة ائتمانية عالية ويقوم المقرضون بشرائه وعادة ما يتراوح تاريخ استحقاق هذه الأوراق بين أيام قليلة إلى 270 يوم وتقوم غالبية الشركات المصدرة لهذه الأوراق بالاحتفاظ في البنوك التي تتعامل معها "بحسابات اعتماد" غير مستخدمة لضمان قيمة هذه الأوراق وتبلغ قيمة هذه الحسابات إما قيمة بالكامل أو تقل عنه قليلاً ولا شك في أن هذا يعزز الأمان الذي يشعر به المقرضون في هذه الحالة.

1-3- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: عبارة عن صك تصدره البنوك يثبت ملكية حامله لمبلغ معين لمدة معينة، وبفائدة معلومة ويحتفظ حامله به حتى تاريخ الاستحقاق، وفي هذه الحالة يظل متمتعاً بضمان البنك أو أن يقوم ببيعه عند الحاجة لسيولة نقدية.

1-4- القبولات المصرفية: تعتبر هذه الأداة من أقدم أدوات سوق النقد وقد نشأت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية، فهي أمر بالدفع يتضمن قيام البنك بالدفع له أو لشخص ثانٍ معين بتاريخ محدد ويصبح هذا الأمر (مقبولاً)، إذا قام البنك بمهره بالعبارة السابقة وبالتالي يمكن بيع هذا القبول في سوق النقود أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه الذي يتراوح عادة بين 30 إلى 170 يوماً وإن كانت فترة 90 يوم الفترة الشائعة.

2- الأوراق المالية محل التعامل في سوق رأس المال:

2-1- الأسهم: تمثل الأسهم ملكية أصحابها في شركات التي تقوم بإصدارها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتمويل توسعاتها الاستثمارية، كذلك يمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم الحالية وتقسيم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

2-2- السندات: السند عبارة عن شهادة دين يتعهد بموجبه المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق بتاريخ محدد، بالإضافة إلى منحة مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة، يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الحكومات أو الشركات أو المؤسسات للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية.¹

¹ . ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان _الأردن الطبعة الأولى 2001، ص ص 157، 158 .

المبحث الثاني: عموميات حول المشتقات المالية

بالرغم من أن عقود المشتقات هي مفهوم معقد وصعب الفهم إلا أننا سنحاول التعرف عليه من خلال مفهوم المشتقات المالية، أهميتها وأنواعها.

المطلب الأول: مفهوم المشتقات المالية

وتعرف المشتقات بأنها عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.¹

ويعرف "صندوق النقد الدولي" المشتقات المالية بأنها: عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين الطرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية لأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.²

كما عرفت " المجموعة الاستشارية للنظم الحاسوبية القومية " المشتقات المالية بصورة أكثر تفصيلاً، فهي:

أداة مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الموجودات أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيراً المضاربة.³

¹ حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان _ الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص 15.

² السيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحي للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 141.

³ بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة : أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20/21 أكتوبر 2009، ص 03.

المطلب الثاني : أنواع المشتقات المالية

تعدد أنواع المشتقات المالية التي يتم تداولها، لكن أكثر الأنواع تداولاً في الأسواق المالية وأشهرها هي أربعة والمتمثلة في: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، وعقود المبادلة.

أولاً: العقود الآجلة

تعتبر العقود الآجلة أحد أنواع عقود المشتقات التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول (مثال العملات، أسعار الفائدة، السلع) في تاريخ لاحق، حيث يلزم البائع بأن يسلم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، وبسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ التعاقد (و يسمى هذا بسعر التنفيذ)¹

وتستخدم البنوك العقود الآجلة في عمليات بيع وشراء العملة من أجل توفير سيولة نقدية من عملة غير متوفرة لدى البنك (أرصدة لحظية منها)، كما تقوم البنوك بتجنب مخاطر تقلبات سعر الصرف باستخدام العمليات الآجلة عن طريق تغطية مراكز نقدية مفتوحة تتطلبها أغراض العمل والتي تهدد المحتفظين بمراكز نقدية غير مغطاة بخسائر فادحة، إلى جانب ما تجنيه البنوك من أرباح (غير متوقعة) نتيجة استخدام إستراتيجية العمليات الآجلة، وأيضاً الاستفادة من ظاهرة تقلبات أسعار الفائدة التي تحدث في الأسواق المختلفة لتحقيق الأرباح، فضلاً عن ذلك فإنه يمكن (من الناحية التجارية) عن طريق العمليات الآجلة التحديد المسبق لتكلفة السلعة المستوردة والمصدرة عن طريق الشراء أو البيع الآجل للمبالغ المتوقعة سدادها خلال فترة مستقبلية (آجلة) وذلك مقابل اعتمادات الاستيراد المفتوحة أو المبالغ المزمع تحصيلها مقابل اعتمادات التصدير المفتوحة.

ثانياً : عقود الخيار

تعتبر عقود الخيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الخيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الخيار بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

¹. د. صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان _ الأردن، 2014، صص 127، 128.

1-تعريف عقود الخيار:

تعرف الخيارات بأنها عقود يمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد الحق دون الالتزام لشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد وفي خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، وبمنح المشتري هذا الحق في المقابل مبلغ من المال تمثل علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار.

ويطلق على السعر الذي يتم به تنفيذ بيع أو شراء الأصل محل الاختيار سعر التنفيذ أو الممارسة ويسمى الخيار الذي يعطي لمالكة الحق في الشراء بخيار الشراء، في حيث يطلق على الخيار الذي يعطي لمالكة الحق في بيع الأصل محل الخيار خيار البيع، ويمكن التفرقة بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي، فالخيار الأمريكي يعطي الحق لحامله في تنفيذه خلال فترة معينة، بينما لا ينفذ الخيار الأوروبي إلا في تاريخ محدد.¹

2-أنواع عقود الخيار:

ويمكن تقسيم حق الخيار كما يلي:

2-1-على أساس نوع الصفقة:

خيار الشراء (النداء): يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بسعر المنخفض الذي سبق الاتفاق عليه.

خيار البيع (الطرح): ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

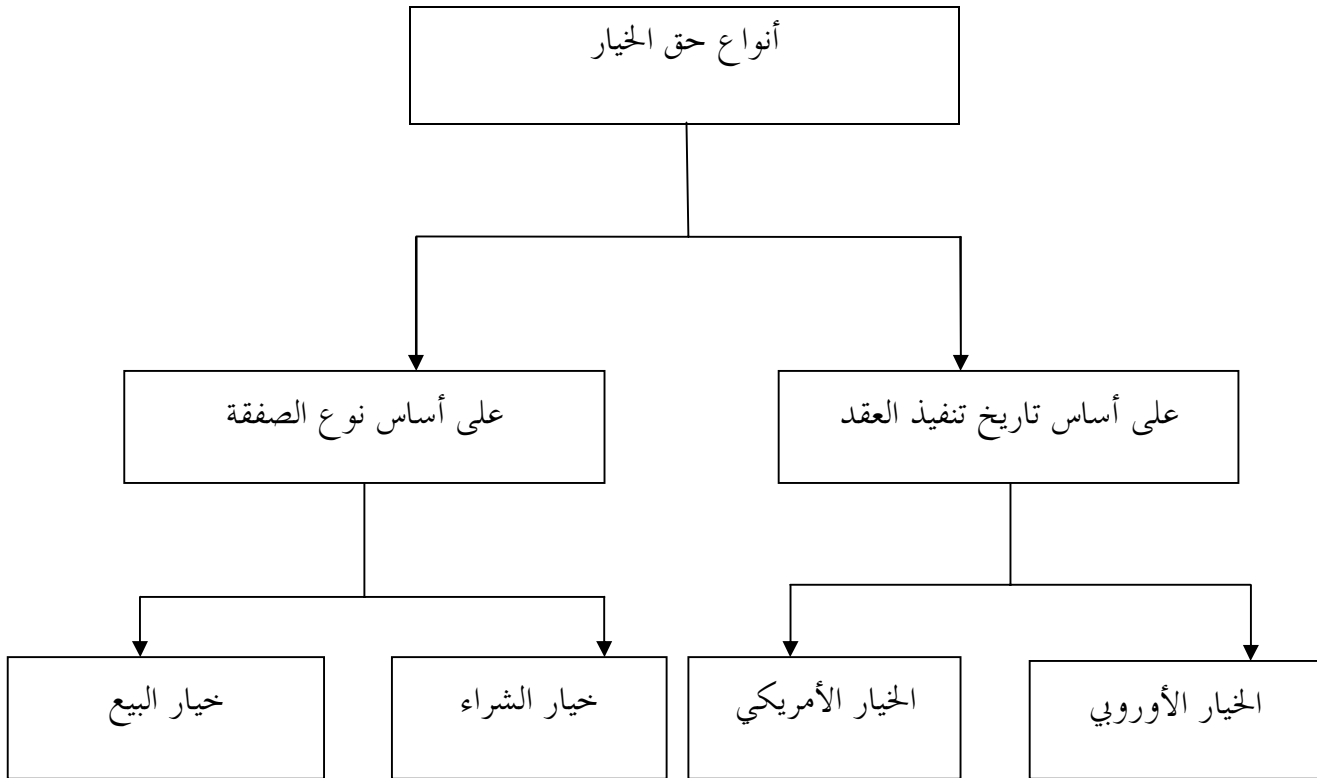
¹. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2008، ص ص، 79 - 80 .

2-2- على أساس تنفيذ العقد:

حق الاختيار الأوروبي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معاً) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد.

حق الاختيار الأمريكي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معاً) غير أن هذا الحق يتم ممارسته في أي وقت خلال التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.¹

الشكل رقم (1-2): أنواع عقود الخيار



المصدر: محمد صالح الحناوي، تقييم الأسهم والسندات، (بتصرف)

ثالثاً: العقود المستقبلية

وهنا سنتطرق إلى تعريف العقود المستقبلية وأنواعها

¹ . محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 2012، ص 260

1- تعريف العقود المستقبلية:

العقود المستقبلية هي اتفاقية بين مستثمر ومؤسسة تقاص لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق وبسعر محدد سلفاً، والعقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق، حيث يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة أو مضاعفتها، ولكن هذه الاتفاقية تختلف عن الاتفاقيات الأخرى من حيث إمكانية تحويلها، فكل طرف يمكنه أن يبيع حقه في الاستلام أو تسليم خلال فترة سريان العقد.¹

كما يعرف العقد المستقبلي أيضاً أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد.

2- أنواع العقود المستقبلية:

من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي :

2-1- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:

هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.

2-2- العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:

هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر في تاريخ وسعر محددين مسبقاً، وتكون قيمة العقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثابتة تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

¹ . حسني علي حربوش وآخرون، الأسواق المالية، دار زهوان للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص ص 175، 176 .

2-3- عقود مستقبلية على سلع:

هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدار محدد من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.¹

رابعا : عقود المبادلات

وتعرف المبادلات بأنها التزام تعاقدى بين الطرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي (أو أصل معين) يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.

وتستخدم المبادلات في أغراض منها :

-الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة.

-تخفيض تكلفة التمويل.

-الدخول إلى أسواق جديدة.

-استحداث أدوات مركبة.

2-أنواع المبادلات :

ونوجزها فيما يلي:

أ- مبادلات الفائدة: عبارة عن اتفاق بين طرفين على التبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة، على مبلغ محدد، بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ.

ب-مبادلة العملات: عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة (أو عملة مقاربة لها) في استحقاق آخر حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين:

¹. د. شريط صلاح الدين، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 121، 132 .

-الأولى: عملية شراء أو بيع عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني أو الفوري بين العملتين.

-الثانية: عملية بيع أو شراء في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العملتين، وتعتمد عمليات مبادلات العملات على التوقعات المستقبلية للفروق في معدلات فائدة وأسعار الصرف بين العملتين محل التعاقد.

ج-المبادلات الخيارية: عبارة عن خيار للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل، مثال ذلك المبادلة الخيارية للفائدة البسيطة هي أساسا خيار لمبادلة سند ذي فائدة ثابتة بسند ذي فائدة متغيرة في وقت معين.

د-مبادلة الأسهم: عبارة عن اتفاق على مبادلة لمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق.

ه-مبادلة السلع: عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فورا، ويبيعها في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا.¹

المطلب الثالث: أهمية المشتقات المالية

تتمتع المشتقات المالية بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية:

1-إيداع طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية والتي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن إدارة كل مخاطر بها بشكل مستقل وبكفاءة أعلى.

¹ . شريط صلاح الدين، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 134

2- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.

3- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات وخدمات وغيرها، وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين مراكز مالية.¹

4- قيام مدير المالية في شركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات أسعار فائدة ثابتة بأدوات ذات أسعار فائدة متغيرة والغرض من هذه العملية هو إما تقليل نسبة الالتزامات الثابتة وزيادة الالتزامات ذات الفائدة المتغيرة في الهيكل المالي للشركة أو لتقليل عبئ مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها.

5- شراء المستثمرين ممن يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة لخيارات أو لصكوك شراء الأسهم لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلاً وذلك بعد تحسین أوضاع الشركة آنذاك ولكن هناك مخاطرة فقدان قيمة الخيارات أو الصكوك ككل إذا ما انخفضت أسعار الأسهم في السوق مستقبلاً إلى مستويات متدنية تقل عن مستوى سعر الشراء ال حد في الخيار أو الصك.

6- تقليل التكاليف لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها إلى جانب توسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار.

¹ . حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 21، 22 .

المبحث الثالث: مخاطر المشتقات المالية واستراتيجيات التعامل بها

سنحاول التعرف على مختلف أنواع المتعاملين بالمشتقات المالية وأهم المخاطر الأساسية المرتبطة بها إضافة إلى وجود العديد من السياسات والإستراتيجيات المتعلقة بتجنب هذه المخاطر.

المطلب الأول: المتعاملون بالمشتقات المالية

يمكن تصنيف مستخدمي المشتقات المالية إلى ثلاث فئات هم المتحوطون، المضاربون والمراجحون وبوسع كل أحد يسعى إلى الربح أن يقبل المخاطرة ويعتزم عائدها، أو يتحوط ضد المخاطر فيلجأ إلى عقود المشتقات، والناس بين عاشق للمخاطرة ورافض لها.

أولاً: المتحوطون

تهتم بالتعامل في الأصول المالية باستخدام المشتقات المالية من أجل التقليل بقدر الإمكان من الخسائر عن طريق اتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق حتى يحموا أنفسهم من الخسائر في حال عكس السوق من حركته، فإذا كان لدى أحد المستثمرين مثلاً محفظة للأسهم وكان يتوقع انخفاض أسعار السهم أو الأسهم التي يمتلكها، فما عليه سوى اللجوء إلى المشتقات المالية، وذلك بتحويل مركزه الطويل إلى مركز قصير لتخفيض مخاطر انخفاض السعر، أي إبرام عقد بيع مستقبلي لهذه الأسهم.¹

ثانياً: المضاربون

ويدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم، وتوسيع مركزهم بمساعدة أثر الرفع المالي، يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جداً، ثلاثة بالمائة في المتوسط من قيمة الأصل محل التعاقد ومحاوله تسجيل أرباح مهمة جداً، إذا ما تحققت توقعاتهم فيما يخص سعر ذلك الأصل.²

¹. عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص52.

². سحنون محمود وآخرون، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص2.

فلو أن تنبؤاتهم تشير إلى أن أسعار عقود المشتقات المالية على أصل ما بتاريخ تسليم ما، ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر في نفس تاريخ تنفيذ عقد المشتق المالي، فسوف يسعون إلى شراء تلك العقود المشتقة في تاريخ التسليم، سوف تكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل في السوق الحاضر في ذات التاريخ، فسوف يأخذون مركزاً قصيراً أي يبيعون عقوداً مشتقة.

ثالثاً: المراجيحون

تلجأ هذه الأطراف للمشتقات عندما يكون هناك فرق في السعر لأصل ما بين سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء من السوق المرتفع السعر والبيع في السوق المنخفض السعر في نفس الوقت وبالتالي يحققون أرباح مقبولة وعديمة المخاطرة وطبعاً يتم الشراء والبيع بعقود مستقبلية أي دون دفع القيمة مباشرة.¹

المطلب الثاني: مخاطر المشتقات المالية

إن التعامل بالمشتقات المالية يتضمن عدة مخاطر تتراوح بين المخاطر السوقية، المخاطر الائتمانية، والتشغيل، المخاطر التنظيمية والقانونية وهي كالاتي :

أولاً: المخاطر السوقية

تنشأ مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات من السلوك السعري لأسعار الأصول محل التعاقد (أي التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات) ويعود السبب في هذا إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، وأيضاً نقص السيولة الذي يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة لمواجهة هذا التدهور، حيث قد يتعذر على حاملي عقود المشتقات تعديل مراكزهم لتحقيق التغطية الكافية أمام استمرار انخفاض أسعار الأصول.

¹. عاطف فرحة، إدارة المشتقات المالية، ماجستير إدارة أعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009-2010، ص5.

والجدير بالذكر أن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد صعوبة وذلك في حالة وجود محتكرين في تلك السوق، حيث يقوم هؤلاء المحتكرين بعمليات شراء وبيع على نطاق كبير مما يؤدي إلى تقلب أسعار الأصول بشكل حاد، ومما يؤثر بدرجة كبيرة على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، بالإضافة إلى ذلك فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر، مما يؤدي إلى سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى، ومن ثم فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونوا في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض، وبالتالي فإن تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات إنما يعتمد على التقييم المرتبط بالسوق، وأيضا على الأدوات التي تستخدم كوقاية من هذه المخاطر.¹

ثانيا: المخاطر الائتمانية

تنتج عن عدم قدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزامات العقد، وتقدر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير.

ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها.

هذا ويطلب عدد كبير من البنوك المركزية في المرحلة الحالية، البنوك الخاضعة لها، بتقديم تقارير تتعلق بأنشطتها المالية في أسواق المشتقات، باعتبار أن ذلك يمثل امتدادا طبيعيا لدورها الرقابي، كما تقوم بعض البنوك بتكوين مخصصات لمواجهة الخسائر الناتجة عن عدم سداد بعض العملاء للقروض الممنوحة لهم لتمويل التعامل في المشتقات.²

¹. بلحسن فيصل وآخرون، مخاطر المشتقات المالية، الملتقى العلمي الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، يومي 25، 26 نوفمبر 2008، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، ص9.

². سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006، ص ص 49، 50.

ثالثاً: مخاطر التشغيل (المخاطر الرقابية)

يقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات العاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناتجة عن عدم سلامة السياسات الخاصة بالإدارة.

ومن أمثلة ضعف الرقابة الداخلية ونظم العمل، السماح لمسؤول واحد بالبنك بممارسة دور السمسار والقيام بتسوية المعاملات في نفس الوقت، إذ أنه من الضروري أن لا يجمع شخص واحد بين الدورين معاً، للحيلولة دون التلاعب وإخفاء الخسائر التي يمكن التعرض لها.¹

رابعاً: المخاطر القانونية

وهي التي تنشأ عن التغيرات في البيئة القانونية وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي إلى صعوبة تنفيذ العقود، فضلاً عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات أو عدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل، أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة، ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس.²

المطلب الثالث: إستراتيجيات التعامل بالمشتقات المالية

يقصد باستراتيجيات التعامل بالمشتقات المالية، الأهداف التي يسعى المتعاملون لتحقيقها باستخدام هذه المشتقات، والتي نتطرق لأهمها فيما يلي:

¹ .د. مؤيد عبد الرحمان الدوري وآخرون، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص93.
² .بن مرجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص10.

أولاً: استخدام المشتقات المالية في التحوط

يعرف التحوط بأنه "الإجراءات التي تتخذ لحماية المال العام من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعقد، وهو يعرف أحياناً بالخطر المالي".

كما يعرف بأنه "فن إدارة مخاطر الأسعار، من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات".

ومنه فالغرض من التحوط هو جعل الناتج أكثر تأكداً، والمتحوظون يحاولون الإقلال من المخاطر التي يواجهونها بالفعل.

واستخدام المشتقات المالية في التحوط يهدف إلى حماية الاستثمارات من مخاطر التغيرات في الأسعار أو معدلات الصرف أو الفائدة، وهي بذلك تساعد المنشآت في إدارة مخاطرها المالية بشكل يسهم في خفض مخاطر أي تغيرات مستقبلية في قيمة الأصول المرتبطة بها عن طريق نقل عبئ هذه المخاطر من طرف يتعرض لها ولا يرغب في تحملها (مشتري العقد) إلى طرف آخر لا يتعرض لها ولكن يرغب في تحملها (بائع العقد) وذلك مقابل تكلفة تمثل تكلفة العقد ذاته.¹

ويتضح دور المشتقات المالية في التحوط من خلال استخداماتها فمثلاً قد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلبات الأسعار السوقية للسلع وأذونات الخزينة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، وعندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة، فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلاً أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، وذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

كما قد تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية، وما ينطبق على العقود الآجلة ينطبق على باقي أنواع المشتقات المالية.

¹ سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012-2011، ص 68.

وهنا تجدر الإشارة إلى أن الجهة التي ترغب في التحوط ضد مخاطر معينة في اختيارها للأداة التي تعد مناسبة في موقف ما على العناصر التالية:

أ- جانب المخاطرة للمركز النقدي المرغوب تغطيته.

ب- نوع المخاطر التي يرغب المتحوط بتغطيتها.

ج- تكلفة التحوط.

د- فعالية أدوات التحوط المختلفة.

ثانياً: استخدام المشتقات المالية في المضاربة

في الوقت الذي يريد المتحوطون تفادي التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل معين، يريد المضاربون اتخاذ مركز في السوق، ولهذا إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو أنه سينخفض، والمضاربة بتعريفها العام هي "شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في وقت آخر".

وقد وجدت المضاربة عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في الأسواق المالية هدفهم شراء الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع أسعارها والحصول على فارق السعر كربح رأسمالي، وتحقيق هذا الهدف يتوقف على:¹

أ- وجود فروق الأسعار بين البيع والشراء.

ب- زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل بها.

بما أن معرفة المتعاملين بفروق الأسعار أمر تقديري، يدخل في عدم التيقن والمخاطرة والمجازفة، فإن استخدام العقود المشتقة في المضاربة يتم عن طريق محاولة استغلال التقلبات السوقية المتوقعة في الأسعار

¹ سرارمة مريم دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مرجع سبق ذكره، ص 69.

ومعدلات الصرف والفائدة والتأثير المرتبط بذلك على بعض الأصول أو الالتزامات، بما يسمح بتحقيق مكاسب نتيجة حدوث زيادات سعرية في قيمة عقود المشتقات المرتبطة بتلك الأصول أو الالتزامات.

فمثلا يمكن استخدام العقود الآجلة للمضاربة، فالمستثمر الذي يعتقد أن قيمة الجنيه الإسترليني مثلا سترتفع بالنسبة للدولار الأمريكي يمكنه أن يضارب عن طريق اتخاذ مركز طويل في عقد آجل.

ثالثا: استخدام المشتقات المالية في المراجعة

تمثل المراجعة شكلا من أشكال المضاربة يتم من خلالها تقييد أو تثبيت ربح عدم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق أو عدم توازن بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما والسعر النقدي.

ويذهب البعض إلى إطلاق مصطلح الموازنة على هذه العمليات أخذا بالنتائج التي تترتب عليها من إعادة التوازن في الأسعار بين مختلف الأسواق.

وعليه يمكن تعريف المراجعة على أنها فرصة الشراء والبيع في نفس الوقت وفي أسواق مختلفة، ولنفس الأداة المالية مع تحقيق هامش الربح

ولذلك فالمشتقات المالية تهدف من خلال إستراتيجية المراجعة إلى ابتكار فرص مراجعة خالية من المخاطرة، ولعل السبب في ذلك يرجع إلى عدم كفاءة الأسواق لأن المراجعة ذاتها لا تتحقق في الأسواق ذات الكفاءة العالية، ففي الأسواق تامة الكفاءة أو عالية الكفاءة لا يوجد تباين في الأسعار بين سوق وأخرى، وهذا أمر نادر التحقق إن لم يكن مستحيلا في الواقع

في الأخير تجدر الإشارة إلى أن الهدف الأساسي من استخدام المشتقات المالية هو إدارة المخاطر من تقليلها أو تجميعها أو حتى مبادلتها، إلى جانب تحقيق أهداف أخرى مثل إدارة السيولة من خلال تحويل التزامات طويلة المدى إلى التزامات قصيرة المدى أو العكس.¹

¹. سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مرجع سبق ذكره، ص70.

خلاصة الفصل الأول:

توصلنا من خلال هذا الفصل أن الوظيفة الأساسية لأسواق المال هي نقل الأموال من الأطراف التي تتوفر لديها فائض من المال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال (المستثمرون)، واتضح لنا أن سوق المال ينقسم طبقاً لأغراض وأدوات التمويل إلى سوق النقد، سوق رأس المال وسوق العملات.

ونخص في دراستنا التعرف على مفهوم المشتقات المالية وأكثر الأنواع تداولاً في الأسواق المالية، كما لاحظنا أن التعامل في أدوات المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف، وأسعار السلع، إلا أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر كبيرة وغير محتملة مما يتسبب في إحداث أزمات.

الفصل الثاني

الأزمات المالية العالمية

تمهيد الفصل الثاني:

تعتبر الأزمات المالية من أخطر المشكلات التي تواجهها الاقتصاديات العالمية، فكل أزمة تحمل في طياتها أسبابا وأنواعا متعددة تختلف باختلاف السياسات التي تحدث فيها، محدثة اختلالات تهدد استقرار اقتصاديات الدول.

ونحاول في هذا الفصل معالجة مختلف الجوانب النظرية لمعالجة الأزمات المالية، من خلال عرض المفاهيم الخاصة بها، أنواعها وخصائصها ومحاولة بيان الأسباب الحقيقية التي تقف وراء الأزمة العالمية إضافة إلى المؤشرات الاقتصادية لهذه الأخيرة، والتطرق إلى مجموعة من الحلول التي اتخذتها الحكومات والتكتلات الإقليمية لتخطي الأزمات.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية.

المبحث الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمة المالية وأسباب حدوثها.

المبحث الثالث: الإجراءات الحكومية والتكتلات الإقليمية لتخطي الأزمات والتخفيف منها.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

تعتبر المفاهيم الأساسية للأزمة المالية من بين الوسائل المساعدة للوصول إلى صلب المشكلة البحثية، ومن خلال هذا سنتطرق إلى مفهوم الأزمة المالية مع الإشارة إلى أنواع وخصائص هذه الأخيرة.

المطلب الأول: مفهوم الأزمة المالية

في الواقع ليس هناك تعريف واحد للأزمة المالية بل هناك عدة تعاريف يتم عرضها فيما يلي:

التعريف الأول:

الأزمة المالية هي حالة اضطراب مالي يقضي إلى تعرض العاملين في الأسواق المالية لمشكلات سيولة وإعسار، مما يستدعي تدخل السلطات لاحتواء تلك الأوضاع، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل أزمة مديونية أو أزمة عملات أو أزمة مصرفية، تنطوي الأزمة المصرفية على التدافع على المصارف لسحب الودائع أو انهيار بعض البنوك أو وقف صرف الودائع لطالبيها، مما يقتضي تدخل السلطات لتنفيذ برنامج لدعم وإعادة هيكلة البنوك المتعثرة بتمويل من الخزانة العامة، وعادة ما يطالب صندوق النقد الدولي بالمأزومة بتطبيق إجراءات للإصلاح، مقابل ترتيبات مساندة دولية لإنقاذ الأوضاع.¹

التعريف الثاني:

الأزمة المالية هي تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات الاقتصادية والمالية وحجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات، ومعدل صرف العملات وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية وتحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي سببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد في الملاءة الائتمانية

¹.عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، 2011، ص23.

للمقترضين، وعندما يحدث انخفاض في قيمة العملة، مؤدياً إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج.¹

التعريف الثالث:

يقصد بالأزمة المالية حدوث انخفاض في أسعار الأصول المالية ناتج عن عدم وجود تفاعل وانسجام بين السياستين المالية والنقدية وسياسات الاستثمار الأمر الذي ينجر عنه حدوث فوضى اقتصادية ويتسبب في إفلاس العديد من البنوك وشركات التأمين والوساطة ويتولد عن ذلك انخفاض معدلات النمو الاقتصادي .

وعرفت أيضاً أنها: الائتمار المتزامن لمجموعة من المؤسسات المالية المترابطة، بسبب محاولة المستثمرين، المضاربين، المقرضين والمودعين تصفية أصولهم. هذه التصفية تحدث بسبب تغير توقعاتهم من متفائلة إلى متشائمة، كما أن الحوادث الخارجية كالحروب مثلاً يمكن أن تهدد استقرار الأسواق وتؤدي إلى حدوث أزمة، وتحدث هذه الأزمة في اقتصاد واحد أو عدة اقتصاديات مترابطة فيما بينها.²

المطلب الثاني: أنواع الأزمات المالية

تختلف الأزمات المالية وفقاً لطبيعة القطاع الذي حدثت فيه وهنا يمكن التمييز بين أنواع الأزمات المالية ومن أهمها:

1- أزمة العملة وأسعار الصرف:

تحدث هذه الأزمة عندما يحصل هبوط حاد في قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، وهذا بسبب حدوث مضاربات كبيرة في عملة بلد ما مما يدفع بالبنك المركزي إلى استخدام احتياطاته من العملة الصعبة للدفاع عن العملة الوطنية، إن هذا النوع من أزمة العملة ذو طابع جديد وهو يختلف عن أزمات العملة ذات الطابع القديم والذي كان سببها الإفراط في الإصدار النقدي وهذا يؤدي إلى

¹. دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، الطبعة الأولى، 2011، ص173.

². شوقي جباري وآخرون، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من المنظور الإسلامي، عمان-الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص4.

ارتفاع الأسعار وبالتالي انخفاض القيمة الحقيقية للعملة، ومن أمثلة الأزمات التي أدت إلى انهيار سعر العملة ما حدث في تايلاند والذي كان السبب المباشر في تفجير الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997.¹

2-الأزمات المصرفية:

تحدث الأزمات المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك، أو إخفاق البنوك، إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة، ولها آثار قاسية على النشاط الاقتصادي، وقد كانت الأزمات نادرة نسبياً في الخمسينات والستينات وذلك بسبب القيود على رأس المال والتحويل، ولكنها أصبحت الآن أكثر شيوعاً منذ السبعينات، وتحدث بالترادف مع أزمة العملة²

4-أزمة تفاقم الدين:

تنشأ هذه الأزمة بسبب ضعف الاتصال بين الدائنين والمدنيين بشكل يصعب معه متابعة ورقابة رأس المال المقترض، وملاحقته في حالة سوء استخدامه أو احتمال فقدانه، ومن ثم يتم التوقف عن تقديم القروض، ويتم تصفية القروض السابقة.³

5-الأزمات المالية المزدوجة:

تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بتولد شكل جديد من الأزمات المالية هي الأزمات المزدوجة، وهي عبارة عن تركيبة من الأزمات المصرفية وأزمات الصرف وتظهر هذه الأزمات من خلال تركيبة من خلال مضاربة حادة ضد العملة الوطنية، وموجة من الإفلاسات والضعف في البنوك، تجتمع

¹.ساعد مرابط، الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور والتداعيات، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 2.

².أسماء مناصر، تأثير الأزمة المالية العالمية على البنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2013-2014، ص 53.

³.توفيق خير الدين خليفة، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية رؤية شرعية اقتصادية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2015، ص 91.

مع شك وحذر بخصوص استقرار أسعار الصرف (وبالتالي نظام الصرف)، وكذلك الشك بخصوص سيولة وملاءة الوسطاء الماليين، والتي لها تأثير متبادل ورجعي الواحدة على الأخرى.

وعموماً يمكن القول أن كل أشكال الأزمات تتسم بدرجة كبيرة من الترابط بينها، أو التابع في بعض الأحيان، إذ قد تتزامن عناصر أزمات العملة والبنوك والدين في وقت واحد.¹

06- أزمة الأسواق المالية:

تحدث أزمات الأسواق المالية نتيجة ما يعرف بظاهرة "الفقاعات" حيث تتكون الفقاعات عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصول هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيعه، فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار، ويمتد الحديث عن أزمة أسواق المال عندما ينخفض مؤشر السوق المالية بأكثر من 20% قياساً بأزميتي 1929 و1987.²

المطلب الثالث: خصائص الأزمة المالية

تحتوي الأزمة المالية على جملة من الخصائص تشكل مجموعها عناصر الأزمة، وهي تتصف بالخصائص الآتية:³

1- الأزمة نقطة تحول أساسية، ومرحلة حرجة، وأحداث متتابعة ومتسارعة تصيب الكيانات المالية وتهدد وجودها.

¹ الطاهر هارون، عقون نادية، الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها، الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية، 05-06 ماي 2009، ص 05.

² المانسيح رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 68.

³ عمر يوسف عبد الله عبابنة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، ص 18.

2- حالة ذعر، حيث تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر والقلق، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمواجهتها، أو صدور ردود أفعال شديدة غير صحيحة من قبل الجهات المعنية بالأزمة.

3- المفاجأة، تؤدي إلى حالة من الخوف تصل إلى حد الرعب من المجاهيل التي يضمها إطار الأزمة، وتصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجة عالية من الشك في الخيارات المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة بسبب ازدياد التوتر والقلق علاوة على قصور المعلومات.

4- تمثل مجابهة الأزمة تحدياً للنظام الإداري والمالي نظراً لتهديدها مصالح النظام واستمراره في أداء وظائفه وتحقيق أهدافه وأمنه واستقراره، ويتطلب ذلك توافر درجة عالية من الكفاءة والخبرة للخروج من هذه الأزمات.

5- الحاجة إلى وقت طويل وغياب الحل الجذري السريع، فمواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة، وابتكار نظم أو أنشطة تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة على التغيرات الفجائية، وقد تحتاج الأزمة لبعض السنوات للخروج منها، وتجاوز آثارها.

كما توجد عدة مؤشرات لحدوث أزمة مالية والتي تتصل بالسياسات الاقتصادية والكلية، وكذلك بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية، ويترتب عنها عدم الثقة لدى المستثمرين في الدولة لتحقيق طموحاتهم الاستثمارية، وندرج هذه المؤشرات فيما يلي:

-ارتفاع في معدل البطالة ومعدلات التضخم والمستوى العام للأسعار.¹

-ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض المحلية.

-انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.

-انخفاض نسبة النمو الاقتصادي، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي.

¹ بوعكاز نوال، حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية، مذكرة ماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبة معقدة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011، ص 167، 168.

-ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض المحلية.

-ارتفاع الرقم القياسي للعجز في الحسابات الجارية إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي.

-غياب الشفافية والإفصاح والتين يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند عرض القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية، مما يحجب عن المستثمرين الظروف التي تساعدهم على تقييم أصولهذه المؤسسات بصورتها الحقيقية.

-سيطرة بعض المؤسسات على الأسواق المالية، وما ينجم عن ذلك من سهولة تحكمها في هذه الأسواق.

المبحث الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمة المالية وأسباب حدوثها

تشكل أسباب الأزمات المالية ومؤشراتها من أهم العناصر الأساسية في فهم ودراسة الأزمات المالية مما أدى إلى ظهور بعض النتائج وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث

المطلب الأول: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

بالطبع لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلاً بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، وفي الحقيقة هناك مجموعة المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج الشائع للاستخدام هو بناء نظام "للإنذار المبكر"، يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكن التنبؤ بوقوع الأزمة.

وتتبع أهمية وقيمة نظم الإنذار المبكر بأنها تقدم أداة مستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية أو أزمة عملة، وتقوم بتعريفهم باحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات.

وهناك مخاطر عديدة في أنشطة البنوك ومهمة نظم الإنذار المبكر هي توجيه النظر لهذه المخاطر، وتشمل مخاطر الائتمان والسيولة والسوق ومخاطر التشغيل أو مخاطر الأعمال والاكتشاف المبكر لهذه المخاطر سوف يساعد واضعي السياسات في اتخاذ إجراءات وقائية لمنع حدوثها أو الحد من الآثار المترتبة عليها بتقليل الخسائر لأدنى حد ممكن إذا لم تكن هناك إمكانية لتجنب هذه المخاطر، بجانب ذلك تجنب تكرار المخاطر.¹

ويتسع نطاق المتغيرات، ويتوقف اختيار بعضها دون البعض الآخر على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فقد أظهرت الدراسة أجريت على عينة شملت 53 دولة متقدمة خلال الفترة 1975-1997

¹ بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص96.

أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية 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 والعملات في صنفين هما:

- التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية.
- الخصائص الهيكلية للسوق (البنوية).

ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول أدناه:

الجدول رقم (1-2): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية والبنوية
- ارتفاع معدل التضخم.	- انخفاض معدلات التبادل.
- نمو سريع في التدفق النقدي.	- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات.
- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات.	- قطاع التصدير أكثر تركيزاً.
- عجز مالي متزايد.	- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية.
- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.	- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل.
- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج الوطني المحلي.	- تحرير سوق المال الحديث.
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض.	- إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها.
- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج الوطني الإجمالي.	- أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية.
- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية.	- انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم.
- انخفاض الاحتياطي العالمي.	- سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم.
- انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي.	- الرقابة على دخول السوق والخروج منه.
- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح.	
- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة.	

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانية التحكم في عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2005، ص 39.

وتدل المقارنة بين التجارب في العقدين الماضيين أن المؤشرات تدل على الأزمات في البلدان ليست متساوية الأهمية، ويختلف نمط هذه المؤشرات التي تعتمد بشدة على تصدير المنتجات الأولية من تلك البلدان المعتمدة على تصدير المنتجات الصناعية، فبداية الأزمة المصرفية في المجموعة الأولى يسبقها تدهور في معدل التبادل التجاري وهبوط عائد الصادرات الوطنية وانخفاض حجم الاحتياطات الأجنبية، وفي مثل هذه البلدان يكون معدل التبادل التجاري أكثر أهمية في تقدير احتمال حدوث أزمة في النظام المصرفي من مؤشرات التقلبات في التضخم والطلب المحلي ورغم أهمية تحديد المؤشرات الاقتصادية للتنبؤ بالأزمات لكن هناك استحالة للتكهن بها بصورة دقيقة، فقد تكون المؤشرات الجزئية غير متاحة أو البيانات غير واقعية وغير جديرة بالثقة أو لأن رجال البنوك والمقترضين يرغبون في تقديم صورة إيجابية عن أوضاع البنوك والمشاريع، ومن هنا يتطلب تحليل البيانات الكلية للاقتصاد الوطني بصورة ثابتة للحكم على مدى تعرض البنك لأزمة نقدية أو مصرفية إضافة إلى ذلك فإن مؤشرات التنبؤ بالأزمة ربما تكون غير متوافرة بالنسبة للأزمات الناجمة عن أثر العدوى لأن مثل هذه الأزمات تنشأ عن ردود فعل يصعب التكهن بها.¹

المطلب الثاني: أسباب الأزمات المالية

لقد تعددت أسباب ظهور الأزمات المالية ولا يمكن حصرها في سبب واحد فهناك جملة من الأسباب تتظافر لإحداث الأزمة، ومع اختلاف الأسباب المطروحة إلا أنها يمكن أن تركز على ما يلي:

1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

تتمثل في تقلبات أسعار الفائدة العالمية إذ تؤثر المصادر الخارجية للأزمات المالية في الدول النامية فتؤثر على تكلفة الاقتراض وتؤثر على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك التقلبات في شروط التبادل التجاري، فانخفاض شروط التبادل التجاري يجعل عملاء البنوك الذين يتعاملون بالتصدير والاستيراد غير قادرين على الوفاء بالتزاماتهم خاصة خدمة الدين، وقد شكل انخفاض شروط التبادل التجاري سببا رئيسيا في الأزمات المالية في فنزويلا والإكوادور اعتمادها على صادرات النفط وصغر حجم اقتصادياتها.

¹ هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2014، ص 27.

ومن المتغيرات الكلية الأخرى المتعلقة بالأزمات المالية هي التغيرات في معدلات التضخم ومدى تقلب الأسعار، بالإضافة إلى أسعار الصرف الحقيقية وغيرها من مصادر الاضطرابات على المستوى الاقتصادي الكلي إذ أنها كانت سببا مباشرا أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية.¹

2- هشاشة القطاع المصرفي:

يمكن القول أن التوسع الكبير في عمليات إقراض البنوك واهتزاز أسعار الأصول المالية كانت عادة تسبق الأزمات المالية المصرفية، فيلاحظ أن عدم التحضير الكافي للتحرر المالي في الثمانينات والتسعينات وصغر حجم القطاع المالي وضعف الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية والذي رافقه تدفق كبير لرؤوس الأموال الأجنبية مع توسع في منح الائتمان غير المدروس قد ساهمت في حدوث العديد من الأزمات المالية في كوريا وتايلاندا وحتى الدول المتقدمة ويمكن تركيز هشاشة القطاع المالي في الآتي:

2-1- عدم الموازنة بين حجم الأصول وحجم الالتزام للمؤسسات المالية:

حيث لا تتناسب المخاطر التي تتحملها تلك المؤسسات مع أصولها، خاصة مع ارتفاع الوزن النسبي لحجم الأصول طويلة الأجل. بميزانية تلك المؤسسات، وبالتالي تتعرض لإمكانية التعثر والإفلاس، فعلى سبيل المثال حين تتيح البنوك سحب الودائع في أي وقت بينما تتوسع في الإقراض طويل الأجل - كالقروض لتمويل شراء العقارات مثلا- فهي بذلك تتحمل مخاطر مالية مرتفعة كذلك الحال بالنسبة للدول، فكثير من الاقتصاديات النامية تلجأ إلى إصدار سندات قيمتها الاسمية مقيمة بالدولار أو اليورو، وهو ما قد يؤدي إلى عدم تناسب القيمة الاسمية للالتزامهم -أي السندات المصدرة- وأصول تلك الحكومات المتمثلة في الضرائب المحصلة بالعملة المحلية وفي تلك الحالة تظهر إمكانية حدوث ما يسمى بحالة التعثر عند سداد الالتزامات أي عندما تعجز تلك الحكومات عن الوفاء بالتزاماتهم من العملة الأجنبية عند استحقاق تلك السندات.²

¹ عبد الكريم شنجار عيساوي، عبد المهدي رحيم العويدي، السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2014، ص 86.

² نزهان محمد سهو، الأزمة المالية العالمية الراهنة: المفهوم.. الأسباب.. التداعيات، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الثالث والثمانون، 2010، ص 260.

2-2- عدم التحضير الكافي للتحرر المالي:

إن تحرير المشاريع بعد فترة طويلة من الانغلاق والتقييد يؤدي إلى حدوث أزمة مالية، فعندما يتم تحرير أسعار الفائدة تفقد البنوك الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل أسعار الفائدة، كما أن التحرر المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي مما يزيد من الضغوط التنافسية.

2-3- التغلغل الحكومي في تخصيص الائتمان:

تخضع القروض التي تضخها البنوك المملوكة للدولة لتوجيهات حكومية بشكل مباشر أو غير مباشر أكثر من تلك التي تتعرض لها البنوك الخاصة، وبذلك تصبح تلك القروض التي تضخها البنوك الخاصة مصدر دعم حكومي لمساعدة مشروعات متعثرة، ولأن هذه البنوك لا تواجه منافسة وتتمتع بوضع احتكاري فإن الحكومة تقوم بتغطية خسائرها وتكون محمية من قواعد الإفصاح المالي وليس لديها ميل للاحتكار وتشخيص المشاكل.

3- ضعف نظم الرقابة والإفصاح:

يرى معظم المحللين أن ضعف النظم المحاسبية المتبعة والأطر التشريعية وإجراءات الإفصاح المحاسبي خاصة فيما يتعلق بالديون المدومة ونسبتها في محفظة المصرف والمقدرة الائتمانية للعملاء والمقرضين تعود إلى تدهور معدلات الربحية وتضعف قدرة المشروع الخاص أو القائمون على إدارة وتقييم البنوك التي ترتكب أخطاء بدون معلومات تتسم بالدقة والموضوعية وخاصة إذا ترافق ذلك مع نظام ترابط يتسم بالتعقيد وبطئ الإجراءات الأمر الذي يرفع من تكاليف الإقراض، كما تشير بعض الدراسات إلى أن نقص الرقابة المصرفية الفعالة سبب مباشر في حدوث الأزمة.

4- تشوه نظام الحوافز:

يساهم القائمون على الإدارات العليا في المؤسسات المالية بدور مهم في قيام الأزمات المالية من خلال سعيهم في الحصول على أرباح طائلة، فمزيد من الإقراض يعني مزيداً من الأرباح أما المخاطر الناجمة عن التوسع في الإقراض فهي لا تهم مجال الإدارة في تلك المؤسسات الخاصة مع ضعف نظم

الرقابة المصرفية والمحاسبية والتي تهتم فقط بالأرباح قصيرة الأجل حيث يتوقف عليها حجم مكافآت الإدارة، ومن هنا ظهرت أرباح مبالغ فيها ومكافآت مالية سخية لرؤساء البنوك وهكذا أدى الاهتمام بالأرباح في المدة القصيرة إلى تعريض النظام المالي للمخاطر في المدة الطويلة.¹

5- نظام المشتقات المالية:

هو اختراع مالي يمكن عن طريقه توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على ضمان أصل واحد (وهو ما يعرف بالتوريق) إذ يمكن القول أنها معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على احتمالات ولا يترتب عليها أي معادلات فعلية للسلع والخدمات فهي عينها المقامرات.

6- سياسات الصرف الأجنبي:

يلاحظ أن الدول التي تنتهج سياسة سعر الصرف الثابت أكثر عرضة للصدمات الخارجية ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية حيث أن ذلك يعني فقدان السلطة النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدوث أزمة العملة مثال: حالة المكسيك والأرجنتين، وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي، وفي المقابل وعند انتهاء سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة، يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة في الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.²

7- التحرير المالي غير الوقائي:

يؤدي التحرير المتسارع وغير الوقائي لسوق المالية بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد إلى حدوث الأزمات المالية فمثلاً عند تحرير أسعار الفائدة، فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت

¹ موسى اللوزي وآخرون، الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية ج2، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، ص ص 31، 32.

² صباغ رقيقة، الأزمات العالمية وأثرها على الدول النامية، أطروحة دكتوراه، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، 2013-2014، ص 17.

تتمتع بها في ظل تقييد أسعارها، ويتوافق ذلك أيضا مع توسع في منح الائتمان والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصا في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية، كذلك فإن التحرير المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي، قد لا يستطيع العاملون في المصارف تقييمها والتعامل معها بحذر ووقاية.

كما أن التحرير المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي ما يزيد الضغوط التنافسية مع المصارف المحلية لاسيما في أنشطة ائتمانية غير مهينة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف، ومن دون الإعداد والتهيئة الرقابية للأزمة قبل التحرير المالي، فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة.¹

المطلب الثالث: نتائج الأزمة المالية

هناك مجموعة من النتائج التي تم التوصل إليها من خلال دراستنا للأزمة المالية، ومن أهم هذه النتائج نذكر:

1- إفلاس عدد من شركات الاقتراض العقاري.

2- لجوء الكثير من الشركات العقارية إلى تسريح عدد كبير من موظفيها، ومن بين هذه الشركات شركة Country wide كبرى مؤسسات القروض العقاري في الولايات المتحدة، التي قررت تسريح خمس موظفيها بواقع 12 ألف وظيفة لمواجهة نحو 1.2 مليار دولار من الخسائر التي لحقت بها جراء أزمة الرهن العقاري.

3- ما بين مليونين إلى ثلاثة ملايين أمريكي يواجهون خطر فقدان منازلهم .

4- شركة (Merrill Lynch) الاستثمارية الأمريكية تتكبد خسائر بقيمة 14.1 مليار دولار.

¹ عبد القادر بربيش ومحمد طرشي، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، المنتدى الدولي 2: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص

5- (Bank of America) يشرى بقيمة أربعة مليارات دولار (country wide bank) أكبر ممول للرهن العقاري في الولايات المتحدة، في خطوة من شأنها تفادي حدوث واحد من أكبر حالات الانهيار في أمريكا جراء أزمة الإسكان.

6- تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة، بينما أعلنت عدة مصارف كبرى عن انخفاض كبير في أسعار أسهمها.

7- قررت جميع البنوك الأوروبية تجميد صناديقها العاملة في المجال العقاري في الولايات المتحدة، حيث جمد البنك (BNP paribas) أكبر بنك فرنسي مدرج بالبورصة استثمارات قيمتها 2.3 مليار دولار.

8- بنك (IKB Deutch) الألماني تكبد خسارة ب 954.818 مليار دولار.¹

9- أقدمت الحكومة البريطانية على تأمين بنك (Northern Rock) للتمويل العقاري لمنع إشهار إفلاسه، وهي المرة الأولى منذ سبعينيات القرن الماضي التي يتم فيها تأمين شركة بريطانية.

10- بنك (JP Morgan chase) أعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي (Bear Stearns) بسعر متدن مع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي.

11- باعت مؤسسة (City group) 7.5 مليار دولار من السندات إلى هيئة استثمار أبو ظبي الإماراتية الحكومية.

12- خسائر مصرف (Credit Suisse) السويسري سجلت أرقاما قياسية.

13- الحكومة اليابانية تعلن على أن خسائر مؤسساتها المالية نتيجة لأزمة الرهن العقاري تضاعفت إلى 5.6 مليار دولار.

¹.علاء شعبان الزعفراني، 2017/03/05، الأزمة المالية: أسبابها وعلاجها، www.alukah.net/culture.

المبحث الثالث: الإجراءات الحكومية والتكتلية الإقليمية لتخطي الأزمات والتخفيف منها.

يمكن القول أن الإجراءات التي اتخذتها دول العالم لمواجهة الأزمة العالمية في شكلها لكنها بمضمونها لا تختلف كثيرا، ومن هنا ارتأينا التطرق لمختلف جهود الدول في معالجة الأزمة والتنسيق الدولي لمواجهة تحديات الأزمة.

المطلب الأول: نماذج لأهم الإجراءات التي تستخدمها الدول لمواجهة الأزمات

تتخذ بعض الدول مجموعة من الإجراءات الحكومية للتخفيف من حدة الأزمات المالية والتي نتطرق إليها في هذا المطلب.

1- الإجراءات الحكومية:

يجب العمل على ابتكار الأفكار والتدابير التي يمكن أن تنظر فيها الحكومات، ومنها، أن تقدم الحكومات تأمينا في حالات الركود المتطرف، إذ يمكن للحكومات أن تقدم عقدا يرتكز فيه بهبوط نمو إجمالي للناتج المحلي عن مستوى حدي معين، كما يمكن أن تشترط المصارف شراء الشركات لهذا التأمين حتى تحصل على موافقة على القروض، ويشبه ذلك من حيث المبدأ عقود التأمين ضد الفيضان التي يشترط إبرامها على كثير ممن يحصلون على قروض عقارية.¹

عندما ترتبط الاقتصاديات بدرجة عالية من الانفتاح التجاري، يترجم توسع المالية العامة في أحد البلدان بشكل جزئي إلى زيادة الطلب على سلع البلدان الأخرى، ومن ثم يمكن أن يترتب عليه زيادة في العجز التجاري، وهكذا يصبح كل بلد راغبا عن بدء التوسع المالي بمفرده، وهو منطوق لا يجانبه الصواب إلا أنه يجب أن تعمل البلدان معا، وهو ما يتطلب نوعا من الالتزام أو التنسيق، ولذا يجري الصندوق

¹ محمد عبد الوهاب العزاوي، الأزمات المالية قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2010، ص106.

منافسات وثيقة مع البلدان الأعضاء حول الإجراءات الملائمة التي يجب القيام بها على مستوى المالية العامة، نظرا لعضوية الصندوق العالمية، فهو في الوضع الذي يتيح له الاضطلاع بهذا الدور بكفاءة.

2- مقترحات لمعالجة الأزمة المالية في أمريكا

قررت الإدارة الأمريكية تخصيص نحو 150 مليار دولار من خلال خطة حوافز مالية تتضمن إعفاءات ضريبية مدتها سنتين منها 100 مليار للأفراد و50 مليار للشركات يهدف هذا الإجراء إلى زيادة الاستهلاك لتنشيط الاقتصاد ولكن هذا المبلغ لا يغطي سوى 1.5% من الديون الفردية والعقارية و3% من ديون الشركات وبالتالي لم يكفي لمعالجة الأزمة مما يفسر استمرار هبوط المؤشر العام في البورصات العالمية بعد إعلان هذه الحوافز المالية.

كما أجرى المجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي) تعديلا على أسعار الفائدة قدره 0.50 نقطة مئوية لتصل النسبة إلى 3% ويهدف هذا الإجراء إلى تسهيل اللجوء إلى القروض المصرفية للاستثمار وحث الأفراد على زيادة الإنفاق، ودخلت الولايات المتحدة الأمريكية في دوامة الأزمات المالية التي تستوجب في كل مرة تقليص سعر الفائدة وسيفقد البنك المركزي أحد أهم أدواته لمعالجة هبوط قيم الأسهم عندما يصل سعر الفائدة إلى الصفر كما هو الحال في اليابان وكان سعر الفائدة الأمريكية في عام 2007 بمقدار 4.2% ونسبة التضخم 3.2% أي أن السعر الحقيقي للفائدة (السعر الاسمي بعد طرح نسبة التضخم) إيجابي قدره 1% وفي مطلع عام 2008، وبسبب الأزمة المالية الأخيرة انخفض سعر الفائدة إلى 3% وارتفع معدل التضخم إلى 4.1% ليصبح سعر الفائدة الحقيقي سلبيا قدره 1.1%¹.

قد يتصور البعض بأن طائرات آسيوية وخليجية ستحوم فوق وول ستريت لتقذف أطنانا من الدولارات على السوق بهدف تهدئته، والواقع لا يخلو هذا التصور من الصحة، وهكذا تستفيد الولايات المتحدة من ارتفاع أسعار النفط الذي أدى إلى ظهور فوائض مالية لا تستوعبها أسواق الخليج، ولكن على افتراض كون الأزمة الأمريكية مالية فقط فإنها تستوجب رصد مبالغ طائلة لمواجهتها.

¹ محمد فواز الدليمي، إدارة الأزمات الدولية المالية الاقتصادية، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014، ص ص 105، 106.

فعلى سبيل المثال الديون الفردية الأمريكية الناجمة عن الأزمة العقارية تمثل 6.6 تريليون دولار أي ما يعادل إيرادات النفط السعودية لمدة 55 سنة وبالتالي فإن قدرة الخليجيين وكذلك الآسيويين على مواجهة الأزمة الأمريكية محدود جدا.

بالنتيجة النهائية فإن الاحتلال العسكري للبلدان يصبح حلا إضافيا لتحريك الاقتصاد الأمريكي من زاويتين الأولى الإنفاق العسكري والاستفادة من قدرات البلد المحتل لتحسين وضع الاقتصاد الأمريكي كاستغلال النفط العراقي وفق عقود مشاركة الإنتاج.

المطلب الثاني: الإجراءات الإقليمية لمواجهة الأزمة المالية

هناك مجموعة من الإجراءات على المستوى الإقليمي قامت بها بعض الدول لتجنب تفاقم الأزمة وتمثل هذه الإجراءات فيما يلي:

1- مبررات التعاون الإقليمي:

إن التعاون على المستوى الإقليمي له ما يبرره، وخاصة بالنسبة للحكومات المتقاربة في وجهات النظر والتي هي على استعداد لإنشاء آليات دفاع إقليمية ضد عدم الاستقرار العالمي وعدم انتشار عدوى الاضطرابات المالية، ولا شك أن التجربة الأوروبية للتعاون النقدي والمالي يمكن أن تقدم دروسا مفيدة في هذا المجال.

كما أن الترتيبات الإقليمية لمواجهة الأزمات المالية، أمر مهم لأنها تعكس مدى حاجة كل إقليم للمحافظة على مصالحه الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، ودعم المصدقية في الأسواق، كما يمكن المجموعة من ممارسة الضغوط المناسبة على أعضائها لانتهاج سياسات اقتصادية سليمة تخدم الإقليم، هناك الكثير من الأسباب والمبررات التي تجعل التعاون الإقليمي في هذا المجال أمرا في غاية الأهمية لعل أهمها ما يلي:¹

¹.نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013، ص305.

-زيادة سرعة وقوة التكامل الإقليمي في مجالات التجارة والاستثمار انطلاقاً من حقبة التسعينيات، مما أدى إلى تعميق التداخل والاعتماد المتبادل في المجالات الاقتصادية والمالية داخل كل إقليم، وتقوية الآثار التي يمكن أن تنجم عن الأزمات المالية، كما أن حجم الأرصدة التي تتحرك في أسواق النقد الأجنبي يمكن أن تكون قابلة للاستعمال في الهجمات المضاربية وهي من الكبر والضخامة، بحيث يمكن أن تغطي على القدرة الوطنية للتدخل في الأسواق.

وهذه الاعتبارات تدعو إلى ضرورة توجيه اهتمام أكبر إلى الدور الذي يمكن أن تقوم به المؤسسات الإقليمية لتكملة دور الترتيبات الوطنية والدولية، فمثلاً يمكن لصناديق الاحتياطي الإقليمية أن تدفع على الأقل جزئياً هجمات المضاربين وأن تحول بينهم وبين الهجوم على العملات المختلفة داخل الإقليم، وبالتالي تمنع الآثار الأخرى العكسية من تهديد التجارة الإقليمية والعلاقات المالية، كما أنها يمكن أن تكون عنصراً مكملاً للمساهمات المالية التي تأتي من المؤسسات الدولية، وبالأخص صندوق النقد الدولي، وبالتالي تقلل من الحاجة إلى دعمها.

-أغلب البلدان النامية ليس لديها الإمكانيات أو القدرة بمفردها لمواجهة الصدمات التي تسببها الأزمات المالية، وعليه يمكن أن يكون الطريق الوحيد المفتوح أمامها لمواجهة هذا الوضع هو اللجوء إلى إيجاد الآليات الإقليمية التي يكون لها فيها دور ونفوذ، ولكنها في نفس الوقت، تفرض عليها الالتزام باتخاذ إجراءات التصحيح الضرورية بقوة وحزم لمصلحتها ومصلحة الإقليم ككل ومن المرجح أن تكون البلدان النامية أكثر اطمئناناً لشرطية المؤسسة الإقليمية صغيرة الحجم، وبالتالي فإن تأثيرها محدود ولكن لاشك بأن دعمها وتقويتها سيكون له مردود جيد في الأمد الطويل، وعليه فمن المفيد أن يتضمن الهيكل المالي العالمي الجديد دوافع وحوافز لإنشاء مثل هذه المؤسسات.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تلعب المؤسسات الإقليمية دوراً مركزياً في عمليات الرقابة بالنسبة للسياسات الاقتصادية الكلية وتأثيرها على البلدان المجاورة، وكذلك الأمر في مجال الإشراف على الأنظمة المالية والمصرفية المحلية.

إن إطاراً مؤسسياً كهذا يتضمن صفتين إيجابيتين:

- يمكن أن يساعد على زيادة استقرار الاقتصاد العالمي عن طريق تقديم خدمات أساسية من الصعب أن يتم تقديمها عن طريق عدد قليل من المؤسسات الدولية خاصة في ظروف هذا التزايد في الترابط والانفتاح الإقليمي.

- من زاوية التعاون في العلاقات الدولية يعتبر هذا الإطار أكثر توازنا من نظام يقوم على أساس عدد محدود من المؤسسات الدولية، وعليه فيمكن أن يؤدي إلى زيادة التزام البلدان الصغيرة بالقواعد التي تساهم في تحقيق الاستقرار الإقليمي والعالمي.

2- الجانب الأوروبي ومواجهة الأزمة:

وفقا للقانون المقترح في الاتحاد الأوروبي، فإن التجارة في عقود المشتقات ستتحول إلى تجارة تتم على أساس معياري في الأسواق الرسمية بما يجعل من السهل تتبع هذه المعاملات من الناحية الرسمية، ومما لاشك فيه أن عملية تتبع مثل هذه المعاملات تمكن المراقبين من التدخل، إذا كان الأمر يتطلب ذلك لضمان عدم تكرار سلسلة الأحداث التي أدت إلى انطلاق الأزمة المالية العالمية 2008 باختيار بنك ليمان براذرز نتيجة عدم القدرة على التعرف على درجة تعرضه لعقود المشتقات.¹

وفي أول رد فعل سارعت الدول الأوروبية -بشكل منفرد- إلى تبني عدد من الإجراءات لكبح جماح الأزمة، فقد قامت الحكومة الألمانية بتقديم ما قيمته 500 مليار يورو مساهمة في إنقاذ ودعم البنوك بها.

كما قدمت فرنسا أيضا خطة أبان عن ملامحها الرئيس الفرنسي ساركوزي والذي قال في البرلمان الأوروبي "يجب أن يتم التأميم الجزئي للشركات الصناعية" وقد وضعت فرنسا خطة للنهوض بالاقتصاد ومقدارها 10.23 مليار يورو منها 5 مليار يورو تضخ البنية التحتية في قطاعي النقل والطاقة، كما قدمت فرنسا حوالي 26 مليار يورو في شكل قروض وتخفيضات ضريبية لشركات الاستثمار سنة 2009.

¹.ملياني حكيم، شوقي طارق، المشتقات المالية من أدوات للتحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة سطيف، 05 و06 ماي 2014، ص 15.

الداغمرك: حذت حذو ألمانيا بضمان جميع حسابات التوفير.

بريطانيا: في إجراء مماثل أعلنت الحكومة البريطانية أنها ستضخ 37 مليار جنيه إسترليني لدعم ثلاثة من أكبر البنوك البريطانية.

إسبانيا: أعلنت الحكومة الإسبانية عن تخصيص نحو مائة مليار يورو كضمان للقروض بين البنوك.

ولكن هل ستسهم مثل هذه الإجراءات في الحد من المخاطر المحيطة بهذه العقود، الإجابة هي أنه بلا شك فإن تعزيز مستويات الشفافية في مثل هذه العقود سيمنع العدد المحدود من البنوك الدولية التي لا يتجاوز عددها ستة بنوك حالياً، التي تسيطر على هذه المعاملات في العالم، من أن تعقد مثل هذه العقود وتبادلها فيما بينها بصورة خاصة، ويعطي فرصة للتدخل المبكر لمواجهة احتمالات انطلاق أي أزمة يمكن أن تنجم عنها، غير أن مخاطر مثل هذه العقود سوف تستمر طالما أنها مشتقة أساساً من عقود أخرى ومن ثم فإنها ليست لها قيمة حقيقية طالما أن الأصول التي تستند إليها تسير على نحو سيئ، وهي بهذا الشكل ستستمر تمثل قبلة العالم الدائمة.

المطلب الثالث: التنسيق الدولي لمواجهة آليات الأزمة

نظراً للأبعاد الخطيرة التي اتخذتها الأزمة وآثارها الحادة التي فاقت التصورات، تم عقد مجموعة من القمم الاقتصادية والتي ضمت ممثلي الدول الكبرى والناشئة والمؤثرة في حركة الاقتصاد العالمي والمؤسسات المالية الدولية بهدف البحث على الأسباب وإيجاد الحلول.

1- اجتماع الدول الصناعية:

وضعت مجموعة الدول الصناعية السبع الكبرى (الولايات المتحدة وبريطانيا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان وكندا) خطة تحرك لمواجهة الأزمة المالية العالمية، وتعهد أعضاؤها بمنع إفلاس المصارف الكبرى، واتفقت القمة على مواصلة العمل من أجل استقرار الأسواق المالية وإعادة تدفق القروض لدعم

النمو الاقتصادي العالمي، واتخاذ جميع الإجراءات الضرورية لتحريك القروض والأسواق النقدية كي تتمكن المؤسسات المالية من الحصول على السيولة.¹

2- اجتماع قادة الآسيان:

عقد قادة الآسيان اجتماعا على هامش قمة اجتماعات آسيا وأوروبا في العاصمة الصينية بكين، واتفق مسؤولوا ثلاثة عشر بلدا آسيويا - كوريا الجنوبية واليابان والصين والأعضاء العشرة في رابطة دول جنوب شرق آسيا- على إنشاء صندوق مالي مشترك بقيمة 80 مليار دولار أمريكي وذلك بحلول يونيو 2009 لمواجهة الأزمات المالية الإقليمية، وجعل هذا الصندوق هيئة إقليمية يمكنها الإشراف على أسواق المال في المنطقة لتوفير أكبر قدر من الاستقرار.²

3- تدخل صندوق النقد الدولي:

دفعت الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة صندوق النقد الدولي إلى التدخل بقوة بمستويات غير معهودة، محاولا التصدي للتحديات التي أثارها الأزمة على مستوى السياسات المتضررة وغيرها من البلدان المعرضة للخطر، وقد تدخل الصندوق للحد من تكاليف الأزمة حرصا على تشجيع اتخاذ إجراءات عاجلة وإقامة الحوار فيما بين الدول الأعضاء، وتقديم التمويل والمشورة على صعيد السياسات.³

وتعهد صندوق النقد الدولي بمستويات غير مسبقة من التزامات الإقراض خلال سنة 2009، فوافق على قروض بلغت قيمتها 65.8 مليار وحدة حقوق السحب الخاصة إلى 15 بلدا عضوا كما وافق الصندوق على تقديم قروض أو على زيادات في الموارد المتاحة لاتفاقيات قائمة مع 26 بلد بلغت في مجموعها 1.1 مليار وحدة حقوق سحب خاصة من خلال تسهيلات للإقراض والتي تقدم التمويل للبلدان منخفضة الدخل بسعر فائدة مدعم.

¹ قميري حجلة، موقع التأمين من الأزمة المالية العالمية حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، فرع النقود والمالية، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، ص 77.

² بهية بوكروح، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 146، 147.

³ بهية بوكروح، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 154.

خلاصة الفصل الثاني:

يتضح من خلال هذا الفصل أن الأزمة المالية العالمية قد أثرت على اقتصاديات مختلف الدول لذلك فإن الخروج منها يتطلب تكاتف الجهود الدولية، فنتج عن ذلك مجموعة من الإجراءات الحكومية والتي قامت بها بعض الدول للتخفيف من حدة الأزمة، إضافة إلى جملة السياسات والإجراءات الإقليمية التي تم التطرق إليها، وتميزت هذه الأزمات بالتسارع فكانت مقدمة للأزمة المالية الراهنة.

الفصل الثالث

آثار المشتقات المالية على الأزمات المالية

تمهيد الفصل الثالث:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل المشتقات المالية في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2005-2015 وذلك من خلال تتبع حركة كل من الأسهم والسندات المتداولة والعقود المنفذة والقيام بدراسة مؤشرات الأداء المالي التي من شأنها أن تؤثر على الاقتصاد الأردني كالتضخم ونمو الناتج المحلي الإجمالي.

وفي هذه الدراسة تم الاعتماد على الاقتصاد القياسي ومنهج التكامل المشترك إضافة إلى برنامج *Eviews9* والذي سنتطرق إليه في هذا الفصل

المبحث الأول: تحليل بعض مؤشرات المشتقات المالية والمؤشرات الاقتصادية -عمان-

المبحث الثاني: أثر المشتقات المالية على مؤشرات الأداء الاقتصادي

المبحث الأول: تحليل بعض مؤشرات المشتقات المالية والمؤشرات الاقتصادية دولة

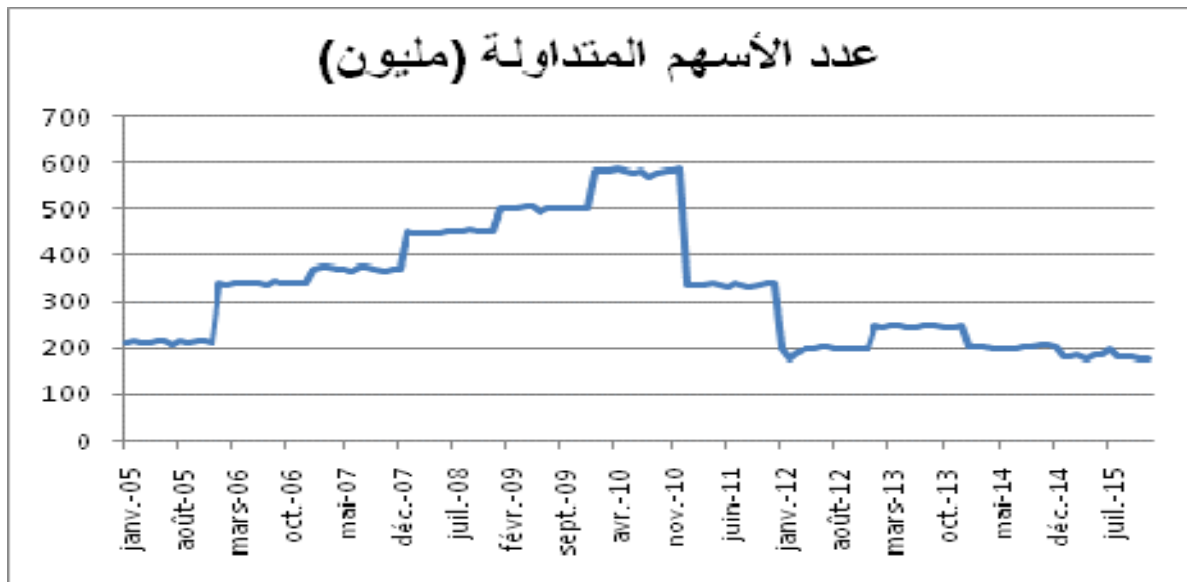
عمان- نموذجاً-

خصص هذا المبحث لدراسة وتحليل بعض مؤشرات المشتقات المالية لبورصة عمان من خلال التحليل البياني والإحصائي لحركة كل من عدد الأسهم المتداولة والعقود المنفذة وعدد السندات المتداولة وذلك خلال الفترة (2005-2015) إضافة إلى تحليل بعض المؤشرات الاقتصادية والمتمثلة في مؤشرات الأداء الاقتصادي (نمو الناتج الإجمالي المحلي، ومعدل التضخم) لدولة عمان.

المطلب الأول: تحليل المشتقات المالية

يهتم هذا المطلب بتحليل التطور الذي لحق بمؤشرات بورصة عمان مع استخدام بعض الإحصائيات الخاصة بواقع البورصة خلال الفترة (2005-2015).

الشكل رقم (3-1) عدد الأسهم المتداولة (مليون) من سنة 2005-2015.

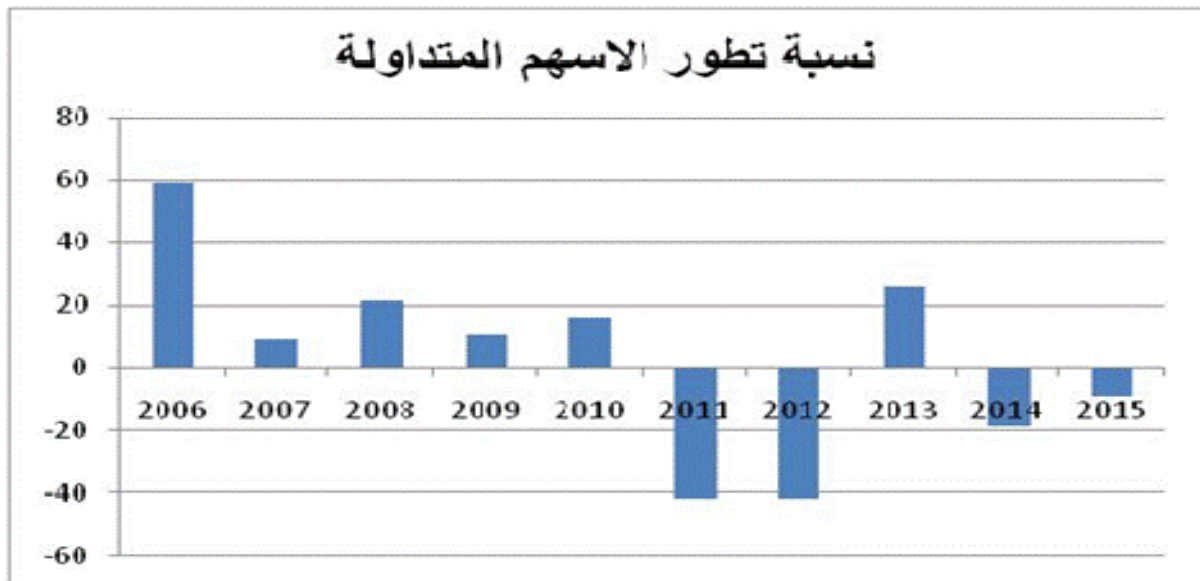


المصدر: إعداد الطالبتين اعتماداً على (بورصة عمان) 2017-03-14 source URL:

<http://exchange.jo/ar>

يلاحظ من خلال الشكل البياني السابق أن عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان للفترة (2005-2015) عرفت تراجعاً خلال الفترة حيث في بداية السنة بلغت عدد الأسهم المتداولة (200 سهم) ليعرف بعدها تزايداً مستمراً يصل إلى (600 سهم) وذلك خلال أزمة 2008 حيث تمكنت بورصة عمان خلال هذه السنة من تحقيق مؤشرات إيجابية وهذا مؤشر على الاهتمام المتزايد لبورصة عمان من قبل المستثمرين غير الأردنيين وذلك رغم تداعيات الأزمة المالية العالمية ولكن سرعان ما تراجع عدد الأسهم المتداولة ابتداءً من سنة 2010 إلى (178.8 سهم) وهي تعادل 89% وذلك بسبب التأثير السلبي للأزمة المالية 2010 على أداء البورصة وضعف ثقة المتعاملين في الاستثمار بالأوراق المالية وقد سجل متوسط قيمة الأسهم المتداولة ما قيمته 331.45 خلال الفترة (2005-2015).

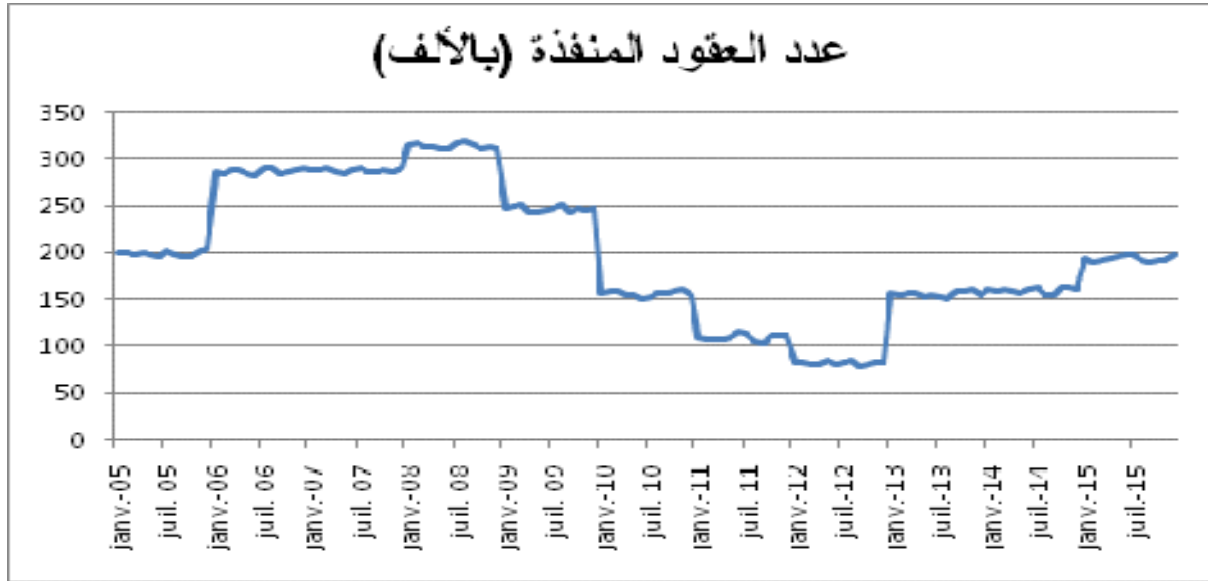
الشكل رقم: (2-3) تطور الأسهم المتداولة



المصدر: إعداد الطالبتين اعتماداً على (بورصة عمان) 14-03-2017 URL: <http://exchange.jo/ar>

بلغ عدد الأسهم المتداولة في بداية الدراسة أعلى قيمة له 58.9% ليشهد تناقصاً ملحوظاً من 21.4% إلى 10.66% نتيجة لأزمة 2008 ويلاحظ بعدها زيادة طفيفة في حجم التداول خلال سنة 2010 بنسبة 5.45% ليعرف سقوطاً حراً في نسبة الأسهم المتداولة بلغت (-41.73%) وذلك نتيجة لمخلفات الأزمة المالية العالمية 2010.

الشكل رقم (3-3): عدد العقود المنفذة (بالألف) من سنة 2005-2015.

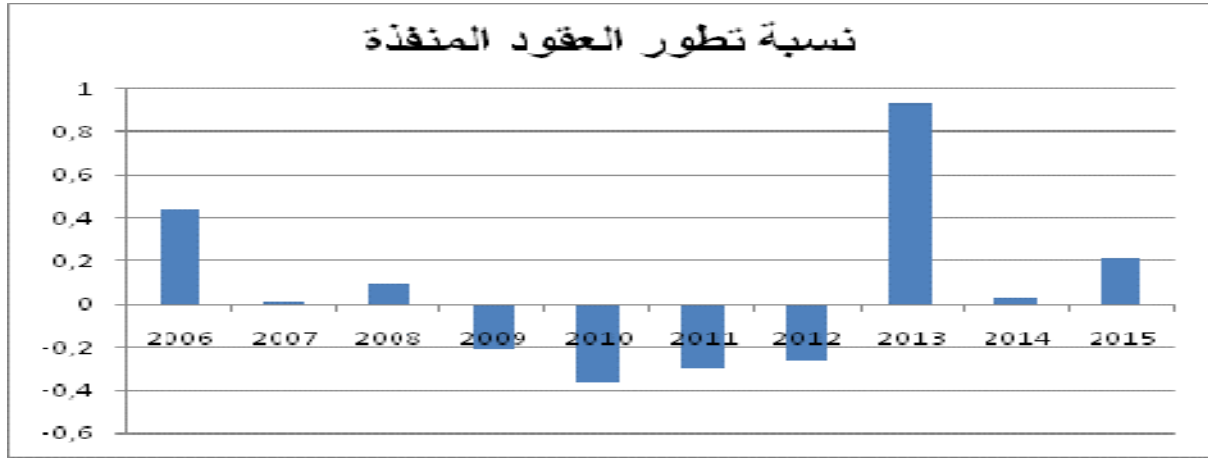


المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على (بورصة عمان) 2017-03-14-14 *source URL*:

<http://exchange.jo/ar>

يلاحظ من الشكل البياني أعلاه أن عدد العقود المنفذة في بورصة عمان للفترة (2005-2015) عرفت تذبذبا، حيث في بداية الدراسة سجلت ما قيمته (200 عقد) ليعرف بعدها تزايدا يصل إلى (320.66 عقد) خلال سنة 2008 وصاحب هذا الارتفاع في حجم التداول وفي عدد الأسهم المتداولة ارتفاعا بعدد العقود المنفذة بحيث تعتبر بورصة عمان من البورصات العربية الأقل تأثرا بالأزمة المالية العالمية 2008 ليعرف بعدها تراجع ملحوظا بلغ (77.67 عقد) وهي تعادل 24% وذلك خلال سنة 2010 جراء ظهور بعض الأخبار العربية والعالمية السلبية وعلى رأسها أزمة اليونان إضافة إلى أخبار الحجوزات البنكية على كبار المستثمرين في السوق وقد سجل المتوسط ما قيمته (199.49 عقد) خلال الفترة، ليشهد ارتفاعا واضحا من (77.67-200 عقد) وذلك من سنة (2012-2015).

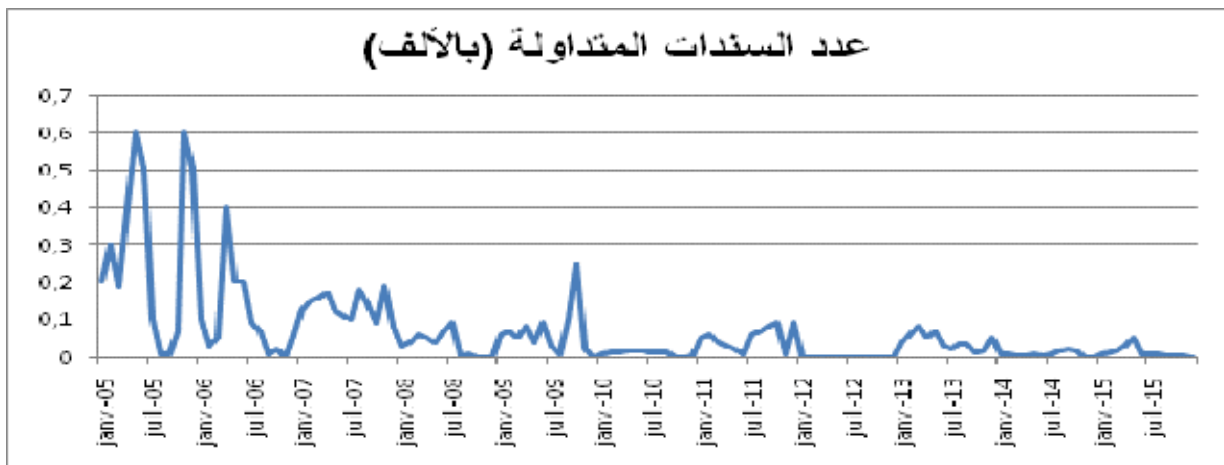
الشكل رقم (3-4): تطور العقود المنفذة



المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على (بورصة عمان) 2017-03-14 [URL: http://exchange.jo/ar](http://exchange.jo/ar)

يلاحظ من خلال الشكل أن نسبة العقود المنفذة في بداية الدراسة بلغت 43.89% ويعرف بعدها انخفاض حاد من سنة 2008 إلى سنة 2010 حيث بلغت نسبة العقود المنفذة عام 2008 حوالي 9.34% مقارنة بـ 29.88% خلال سنة 2010 ليبلغ ذروته في 2013 بنسبة 92.37%.

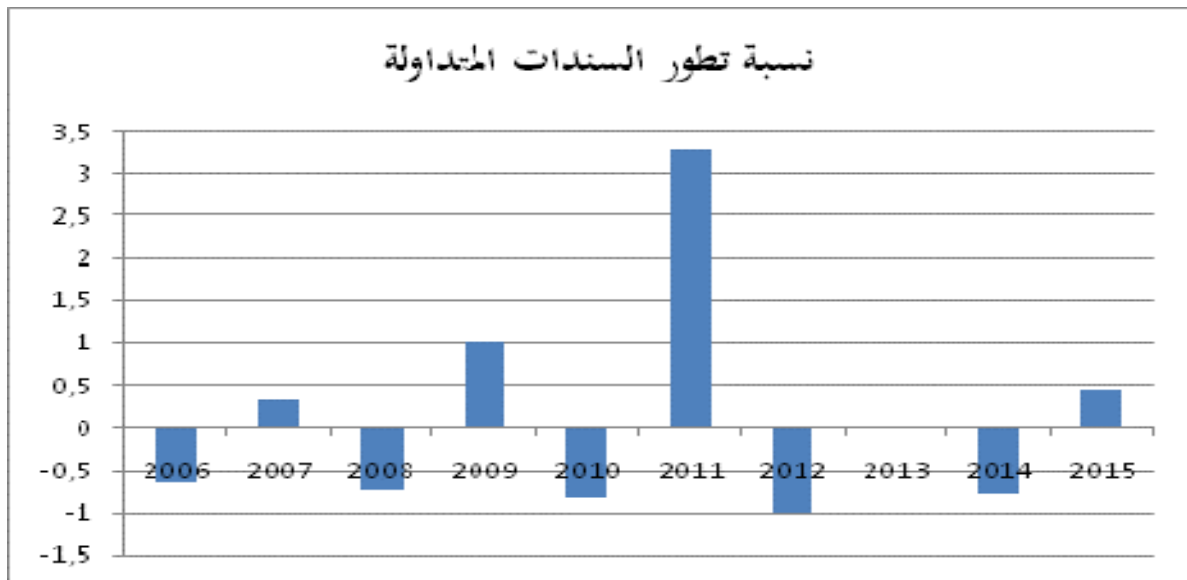
الشكل رقم (3-5): عدد السندات المتداولة (بالألف) من سنة (2005-2015)



المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على (بورصة عمان) 2017-03-14 [URL: http://exchange.jo/ar](http://exchange.jo/ar)

يتضح من خلال الشكل البياني السابق أن عدد السندات المتداولة في بورصة عمان للفترة (2005-2015) عرفت تراجعاً خلال الفترة حيث في بداية سنة الدراسة كان (0.2 سند) ليعرف بعدها قفزة في التداول سجلت (0.6سند) ولكن سرعان ما تراجع حجم التداولات في البورصة ويرجع ذلك إلى العديد من الأحداث المالية والاقتصادية المحلية والعالمية والتي أثرت على بورصة عمان سواء بشكل مباشر أو غير مباشر ولم تسجل أي تداولات في آخر فترة الدراسة وقد بلغ متوسط التداول خلال الفترة (0.06سند).

الشكل رقم (3-6): تطور السندات المتداولة



المصدر: إعداد الطالبين اعتماداً على (بورصة عمان) 14-03-2017 source URL:

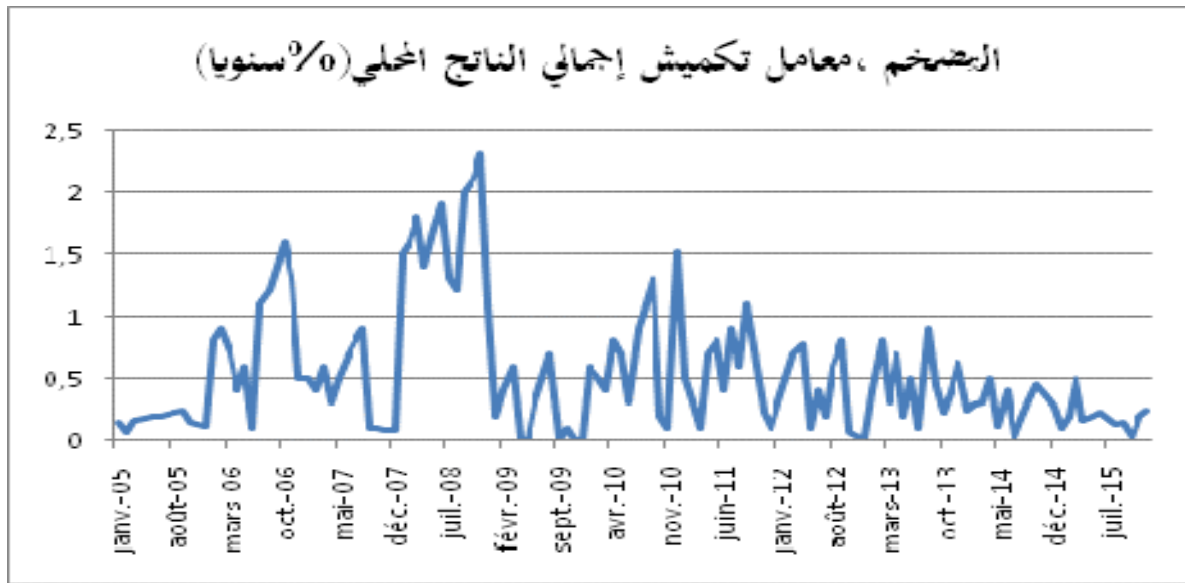
<http://exchange.jo/ar>

عرفت السندات المتداولة خلال بداية الدراسة انخفاضاً نسبته (-64.70%) ويستمر هذا الانخفاض خلال سنة 2008 ليصل إلى -75%، ليعرف بعدها قفزة في التداول تصل نسبتها 328.5% نتيجة لأزمة 2010 لينخفض مجدداً بنسبة -78% سنة 2014.

المطلب الثاني: تحليل مؤشرات الأداء الاقتصادي للدولة

سيتم من خلال هذا المطلب تحليل مؤشرات الأداء الاقتصادي لكل من (التضخم، إجمالي الناتج المحلي) لدولة عمان وذلك خلال الفترة (2005-2015).

الشكل رقم (3-7) : التضخم، معمل تكميش إجمالي الناتج المحلي

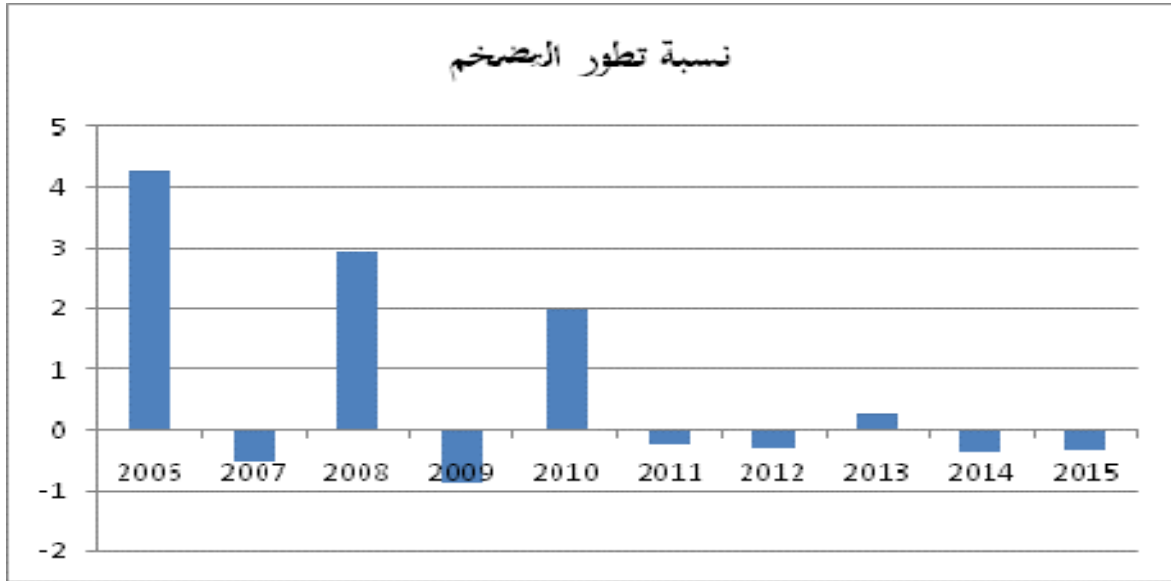


المصدر: إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات البنك العالمي الدولي (عمان-الأردن) (07-04-

2017

يلاحظ من الشكل البياني أن معدل التضخم للاقتصاد الأردني للفترة (2005-2015) حيث في بداية سنة الدراسة بلغ 0.15% ليعرف بعدها صعودا تدريجيا متذبذب سجل 2.3% ويرجع ذلك إلى ارتفاع أسعار النفط والمواد الغذائية الأولية عالميا سبب تضخما كبيرا خلال سنة 2008 ليعرف بعدها مرحلة هبوطية تصل إلى 0.001% وهي تعادل 0.0066% ويلاحظ بعدها زيادة في معدل التضخم سنة 2010 ويرجع ذلك إلى زيادة الضرائب غير المباشرة وتعميق الأزمة الاقتصادية واتساع دائرة الفقر وقد سجل متوسط التضخم خلال الفترة ما قيمته 0.53%.

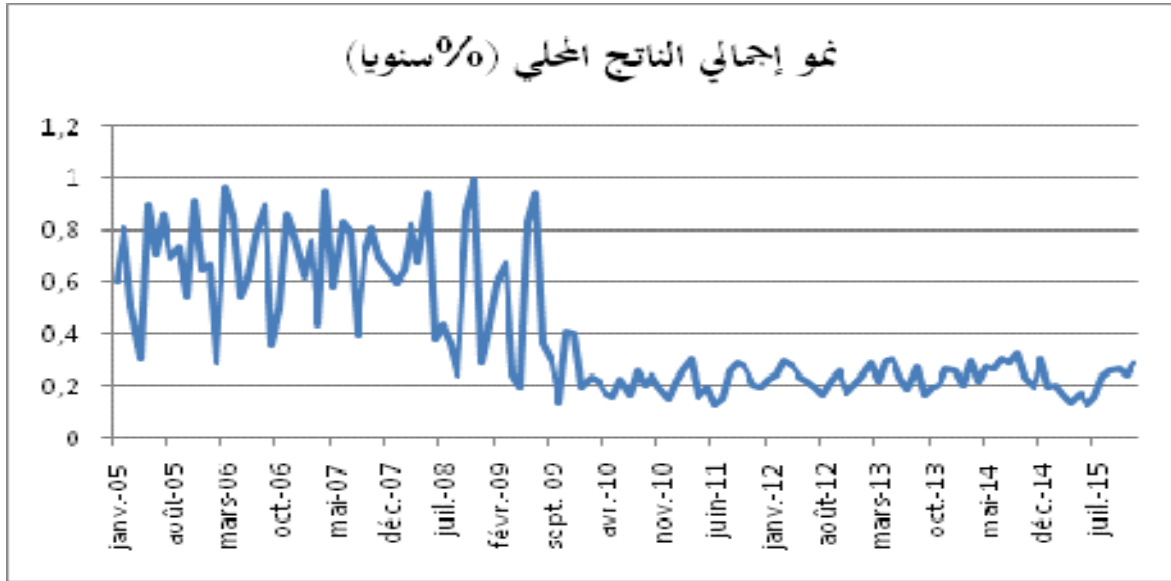
الشكل رقم (3-8): تطور التضخم، معامل تكميش الناتج المحلي



المصدر: إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات البنك العالمي الدولي (عمان-الأردن-07-04-2017

من خلال الشكل البياني رقم(3-8) نلاحظ أن نسبة تطور التضخم بلغت أعلى قيمة لها حوالي 426% سنة 2006 ليشهد تراجعا حادا سنة 2007 لتصل نسبته إلى (-52%) ليرتفع مجددا سنة 2008 إلى حوالي 293% وذلك بسبب زيادة تكاليف السلع والتي أدت إلى زيادة معدلات التضخم ليصل إلى أدنى قيمة له سنة 2009 بنسبة (-85%).

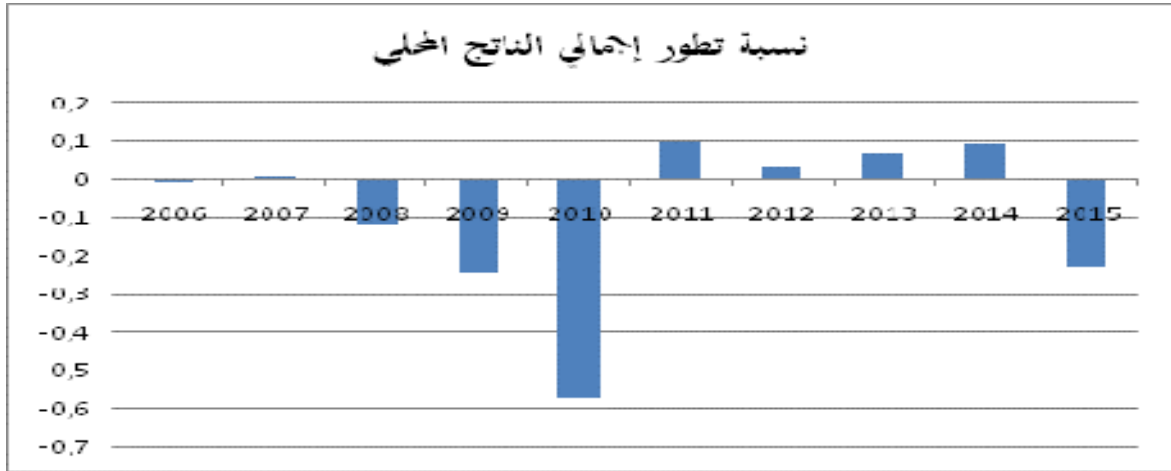
الشكل رقم (3-9): نمو إجمالي الناتج المحلي



المصدر: إعداد الطالبين اعتمادا على معطيات البنك العالمي الدولي (عمان-الأردن) (07-04-2017)

يتضح من خلال الشكل البياني أن نمو إجمالي الناتج المحلي للاقتصاد الأردني للفترة (2005-2015) عرف تراجعاً خلال الفترة حيث في بداية سنة الدراسة كان 0.6% ليعرف بعدها طفرة اقتصادية في معدل النمو سجلت 0.99% بفضل البرامج التحفيزية التنشيطية وزيادة الإنفاق الحكومي لإنعاش الاقتصاد الوطني وتقليص الآثار السلبية لأزمة 2008 ولكن سرعان ما تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي سنة 2010 بسبب المصاعب الاقتصادية (ارتفاع الأسعار الأساسية، الآثار السلبية للبطالة...) هي نتيجة الوجود السوري على الرغم من أن عدم الاستقرار في المنطقة كان هو المتهم الرئيسي وقد سجلت في آخر فترة الدراسة 0.12% وهي تعادل 0.2% وبلغ متوسط التداول خلال الفترة 0.4%.

الشكل رقم (3-10): تطور إجمالي الناتج المحلي



المصدر: إعداد الطالبين اعتماداً على معطيات البنك العالمي الدولي (عمان-الأردن-07-04-2017)

بلغ الناتج المحلي الإجمالي عام 2006 ما نسبته (-0.8%)، أدى انخفاض السلع الأساسية العالمية وتقييد الصادرات وانخفاض التحويلات المالية أثرت سلباً على الاقتصاد الأردني نتيجة لذلك انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من (-11%) سنة 2008 إلى (-57.33%) سنة 2010 ليعرف بعدها مرحلة صعودية بعد أزمة 2010 قدرت نسبتها بـ9.58%.

المبحث الثاني: أثر المشتقات المالية على مؤشرات الأداء الاقتصادي

يتناول هذا المبحث المفاهيم العامة للاقتصاد القياسي ومنهج التكامل المشترك وبرز اختباره المتعارف عليها بالإضافة إلى دراسة قياسية لأثر المشتقات المالية لبورصة عمان على مؤشرات الأداء وفق برنامج *Eviews9*.

المطلب الأول: الاقتصاد القياسي ومنهج التكامل المشترك

ويهدف هذا المطلب إلى إلقاء الضوء على مفهوم الاقتصاد القياسي ومنهج التكامل المشترك، الذي يسمح بتحديد العلاقة الموجودة بين متغيرين.

1- مفهوم الاقتصاد القياسي:

هناك مجموعة من المفاهيم، وسلة من التعريفات وضعها المختصون في الاقتصاد القياسي، نستعرض هذه المفاهيم، وذلك على النحو التالي:

1-1- التعريف الأول: يمكن تعريف الاقتصاد القياسي بأنه ذلك العلم الذي يوضح ويهتم بقياس العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات المختلفة وذلك بعد صياغتها وتحويلها إلى صيغ رياضية ومعادلات مستخدما بيانات حقيقية وذلك بهدف معرفة واختبار مدى صحة أو خطأ تلك العلاقات المعروضة من خلال النظرية الاقتصادية، فضلا عن تفسير تلك العلاقات والظواهر الاقتصادية، بالإضافة إلى وضع بعض السياسات والتنبؤ بسلوك تلك المتغيرات الاقتصادية في المستقبل القريب أو البعيد.¹

1-2- التعريف الثاني: وعرفه سام ويلسون بأنه فرع من علم الاقتصاد يبحث بالتحليل الكمي للظواهر الاقتصادية الحقيقية مستعينا بتطور النظرية الاقتصادية والطرائق الإحصائية، ويجده فايل بأنه علم يتعامل

¹. محمود حامد محمود عبد الرازق، الاقتصاد القياسي، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 2015، ص14.

مع التحديد العددي للقوانين الاقتصادية، أما البروفيسور لانج عرفه بأنه العلم الذي يبحث في تحديد قوانين كمية ثابتة بالطرق الإحصائية لمتغيرات الحياة الاقتصادية.²

2- مفهوم التكامل المشترك:

ظهرت تقنية التكامل المشترك في أواسط الثمانينات على يد أنجل وجرانجر، وارتكز تطورها قبل كل شيء على صحة فرضية استقرارية السلاسل الزمنية، وهي ناتجة عن عملية دمج تقنية بوكس-جنيكيتز والتقارب الحركي (الدينامكي) لنماذج تصحيح الخطأ. تركزت هذه التقنية على السلاسل الزمنية غير المستقرة، في حين تكون التركيبات الخطية التي فيما بينها مستقرة، وجود التكامل المشترك مرتبط باختبارات الجذر الوحدوي للتحقق من استقرار السلاسل، كما تسمح هذه الاختبارات من التأكد من وجود تكامل مشترك أي تقارب بين سيرورات السلاسل الزمنية.³

3- اختبارات التكامل المشترك:

يوجد هناك العديد من اختبارات التكامل المشترك، نختار منها اثنين على النحو التالي:

- اختبار إنجل-جرانجر

- اختبار الانحدار المتكامل لديربن واتسون

3-1- اختبار إنجل-جرانجر:

لإجراء هذا الاختبار نتبع الخطوات التالية:

أ- نقوم بتقدير إحدى الصيغ الأصلية التالية للتكامل المشترك:

$$Y_t = a + bX_t + u_t \quad (1)$$

$$Y_t = a + b_1T + b_2X_t + u_t \quad (2)$$

² وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان -الأردن-، الطبعة الأولى، 2006، ص 22-23.

³ شبيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان -الأردن-، الطبعة الأولى، 2012، ص 289.

ويلاحظ أن النموذج (1) يحتوي على حد ثابت دون اتجاه زمني، والنموذج (2) يحتوي على حد ثابت واتجاه زمني⁴.

ب- نحصل على البواقي (u_t) وفقا للصيغة المستخدمة:

$$u_t = Y_t - a - bX_t$$

$$u_t = Y_t - a - b_1 T + b_2 X_t$$

ج- نقوم باختيار مدى سكون سلسلة (u_t) بتقدير إحدى الصيغ التالية:

$$\Delta u_t = \lambda u_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta u_t = \lambda u_{t-1} + \sum \rho_{t-j} \Delta u_{t-j} + \varepsilon_t$$

ونحدد τ^* المحسوبة لنقارنها بالقيمة الحرجة من جداول أعدها خصيصا كل من إنجل وجرانجر لذلك فإذا كانت τ المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة نرفض فرض العدم، وبالتالي تكون سلسلة (u_t) ساكنة، وبيان سلسلي كل من (Y_t, X_t) تتصف بخاصية التكامل المشترك، وبناء على ذلك فإن الانحدار المقدر لا يكون زائفا، وبالطبع إذا حدث العكس لا تكون المتغيرات محل الاعتبار متمتع بخاصية التكامل المشترك، ويكون الانحدار المقدر زائفا، وتوجد جداول القيم الحرجة لاختبار EG بالملحق الإحصائي.

3-2- اختبار الانحدار المتكامل لديربن واتسون:

لإجراء هذا الاختبار نتبع الخطوات التالية:

أ- نقوم بحساب إحصائية ديربن واتسون (d) المصاحبة للانحدار الأصلي بين (Y_t)، (X_t) وتسمى d المحسوبة.

ب- نبحث في جداول أعدها $Bhargavasargan$ عن d الجدولية.

⁴ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، الطبعة الثالثة، 2008-2009، ص672.

ج- نختبر فرض العدم $d=0$ ، فإذا كانت d المحسوبة $d < 0$ الجدولية نرفض فرض العدم وبالتالي يوجد هناك تكامل مشترك، ولا يكون الانحدار المقدر زائفاً، والعكس صحيح.

وتوجد هناك اختبارات أخرى أكثر شمولية وتعقيداً مثل اختبار جوهانسن، ويستخدم هذا الاختبار في حالة النماذج متعددة المعادلات الآنية من الصيغة VAR التي سوف نتعرض لها فيما بعد، ويعتمد على مدخل المعلومات الكاملة للاحتمال الأعظم.⁵

المطلب الثاني: دراسة قياسية لأثر المشتقات المالية لبورصة عمان على مؤشرات الأداء

نستطيع بالدراسة الموالية تحقيق نموذج اقتصادي يفسر العلاقة بين المشتقات المالية (أسهم متداولة، عقود منفذة، سندات متداولة) التي لها علاقة بمؤشرات الأداء، وتحليل وتفسير درجة التأثير.

1- تعيين النموذج:

تعد صياغة النموذج من أهم مراحل بناء النموذج وأصعبها، وذلك يتطلب تحديد المتغيرات التي يجب أن يشتمل عليها النموذج والتي يجب استبعادها، ولقد تم على المعطيات الإحصائية للسلاسل الزمنية من خلال بورصة عمان، خلال الفترة (2005-2015)، وسيتم الاعتماد على النموذج الخطي مع التعديل بالإضافة والإنقاص ولذلك تتسم الإشارة إلى التغيرات كالتالي:

- المتغير التابع للنموذج الأول: وهو التضخم، معامل تكميش الناتج المحلي الإجمالي ويعرف بأنه الزيادة العامة في أغلب قيم الأسعار، ويوافقها تأثير بقيمة النقود المتداولة، مما يؤدي إلى انخفاض في قيمتها الفعلية، وقد تم الاستناد على الإحصائيات لبناء نموذج المتمثلة في معطيات البنك الدولي (عمان - الأردن-) للفترة الممتدة بين (2005-2015) ويرمز له بالرمز INF .

- المتغير التابع للنموذج الثاني: وهو الناتج المحلي الإجمالي والذي يعتبر مؤشر اقتصادي يقيس القيمة النقدية لإجمالي السلع والخدمات التي أنتجت داخل حدود منطقة جغرافية ما (بلد مثلاً) خلال مدة زمنية محدودة (سنة أو نصف سنة)، وليس مؤشراً على الرفاهية الاجتماعية ولا على الثروة الإجمالية، وقد تم

⁵ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 673.

الاستناد على الإحصائيات لبناء نموذج المتمثلة في معطيات البنك الدولي (عمان -الأردن-) للفترة الممتدة بين (2005-2015) ويرمز له بالرمز PIB .

-**المتغيرات التفسيرية:** وهي تلك المتغيرات المتعلقة بالمشتقات المالية والتي لها أثر على مؤشرات البورصة، والمتمثلة في:

-**الأسهم المتداولة:** وهي ورقة مالية تمثل نسبة من رأس المال الخاص في شركة ما ،وقد تزيد أو تقل قيمة الأسهم بناء على انتشارها في السوق المالي ،ويرمز لها بالرمز AC

-**العقود المنفذة:**وتكون إما عقود تداول مقبولة أو عقود تداول معلقة حيث يكون عقد التداول معلقا إذا كان عدد الأوراق المالية مسجلة في حساب العميل لدى وسيط البائع لا يكفي لتنفيذ عملية البيع ،أو إذا كانت الأوراق المالية المباعة مقيدة بقيد ملكية يمنع التصرف بها (رهن ،حجز) ويتم إبلاغ الوسيط إلكترونيا في حال وجود عقود معلقة خاصة به حيث يتوجب عليه إزالة أسباب التعليق في اليوم التالي ليوم التداول المعني كحد أقصى ($T+1$) ،ويقوم المركز باحتجاز المبالغ التي تمثل قيمة عقود التداول المعلقة لحين قيام الوسيط بإزالة أسباب التعليق ،وبخلاف ذلك يحل صندوق ضمان التسوية محل الوسيط المعني ويتخذ الإجراءات اللازمة لشراء الأوراق المالية العجز ،ويرمز لها بالرمز ACT .

-**السندات المتداولة:** أحد أنواع الأوراق المالية التي تحمل قيمة مالية معينة تتصف بأنها أداة استثمار ،ويتم الإعلان عن مالكتها (الدائن) وعن الجهة المصدرة لهذا السند بغض النظر عن نوعها سواءا جهة حكومية أم خاصة ،وتباع هذه السندات عادة في السوق المالي لغايات تحقيق الهدف المنشود منها بالحصول على القيمة المالية التي يحتاجها المشروع لأداء أهداف معينة ،ويرمز لها بالرمز OB .

وبعد التعرف على المتغيرات والتنبؤ القبلي بكيفية تفاعلها مع معدل التضخم والنتائج المحلي الإجمالي ،يمكن صياغة الشكل الدالي للنموذجين كالتالي:

$$PIB=f(AC, ACT, OB) \quad \text{النموذج الأول:}$$

$$INF=f(AC, ACT, OB) \quad \text{النموذج الثاني:}$$

وسنعمد في الدراسة على الصيغة الخطية، والتي تمثلها المعادلتين التاليتين:

$$PIB = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2 ACT + \alpha_3 OB + \varepsilon \quad \text{النموذج الأول:}$$

$$INF = \alpha_0 + \alpha_1 + \alpha_2 ACT + \alpha_3 OB + \varepsilon \quad \text{النموذج الثاني:}$$

حيث أن:

$(\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3)$ - معاملات المتغيرات المفسرة.

i- يمثل عدد المشاهدات.

2-دراسة الاستقرارية: بعد تعيين النموذجين السابقين يمكننا دراسة استقرارية هذه السلاسل وفقا لثلاثة طرق وهي:

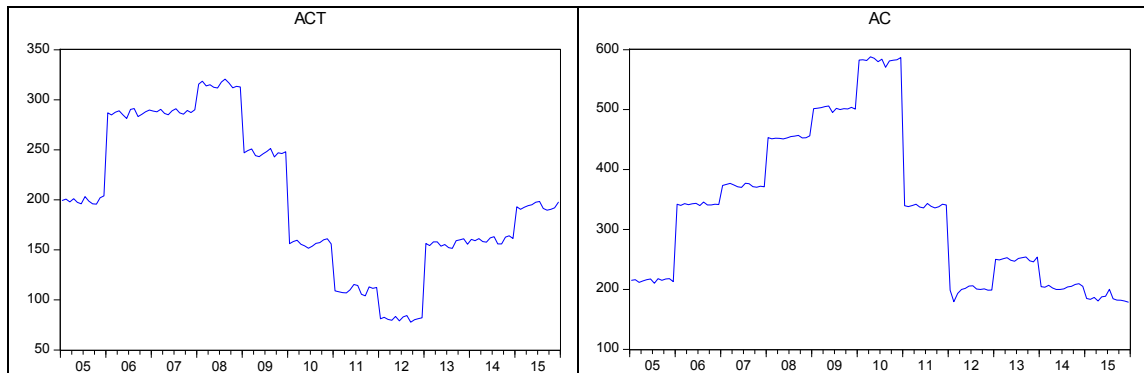
-عن طريق الرسم البياني للسلاسل الزمنية.

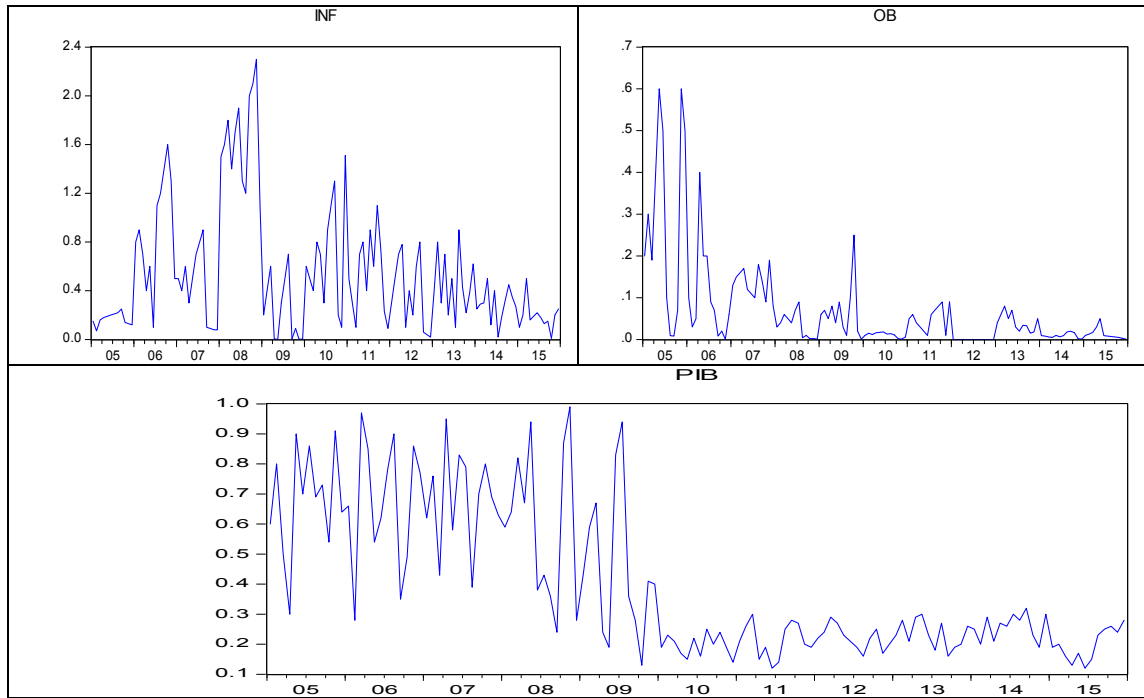
-عن طريق دالة الارتباط الذاتي.

-عن طريق الاختبارات الإحصائية.

2-1-الاستقرارية عن طريق الرسم: يمكن معرفة ما إذا كانت السلاسل مستقرة أو غير مستقرة من خلال المنحنيات البيانية الموضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-11): تطور السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة



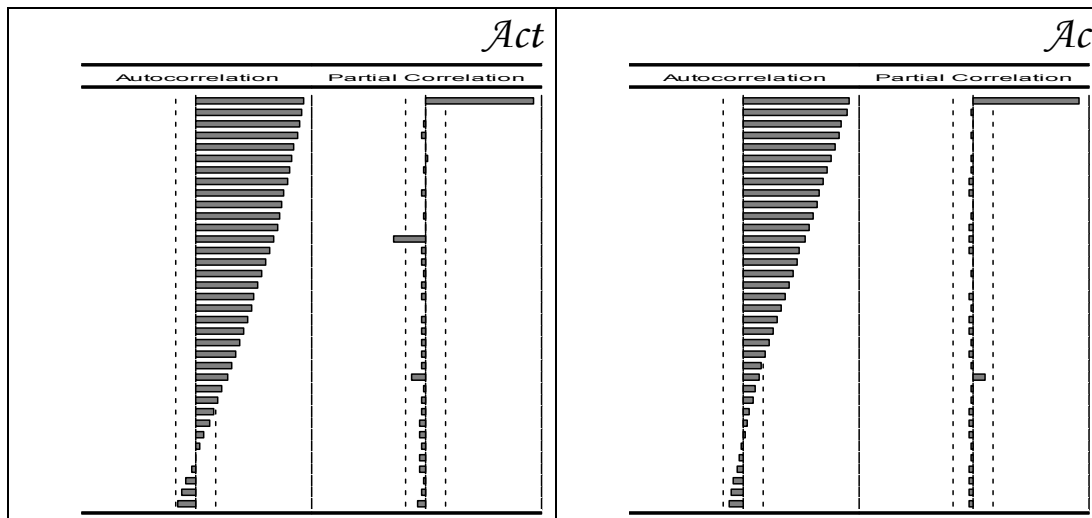


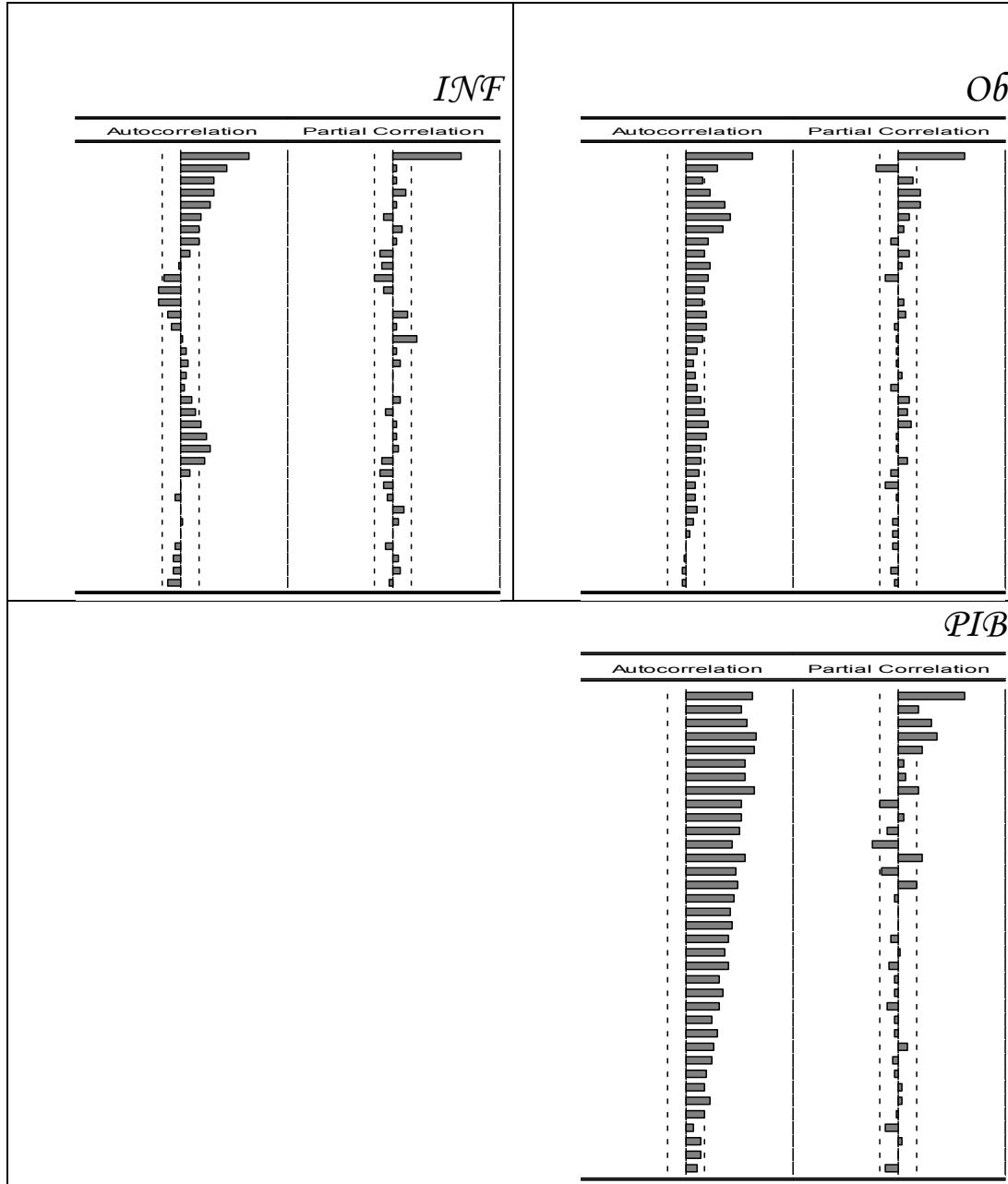
المصدر: من إعداد الطالبين بناء على برنامج *Eviews9*

يتبين من خلال منحنيات سلاسل المتغيرات الداخلة في النموذج أنه يصعب الحكم عليها ما إذا كانت مستقرة أو غير مستقرة من خلال الرسومات، وعليه يتوجب التأكد من الاستقرار من عدمها باستعمال طريقة أخرى الموضحة فيما يلي.

2-2-دراسة الاستقرار عن طريق دالة الارتباط الذاتي: (Correlogram)

الشكل رقم (3-12): دراسة الاستقرار لكل من (AC, ACT, OB, INF, PIB)





المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج *Eviews9*

من خلال الأشكال البيانية لدالة الارتباط الذاتي للسلاسل الزمنية الأصلية محل الدراسة أن حدود دالة الارتباط الذاتي البسيط تقع خارج حدود فترة الثقة 95% بالنسبة لجميع السلاسل، ومنه فإن السلاسل غير مستقرة

2-3-دراسة الاستقرار عن طريق الاختبارات الإحصائية: لمعرفة ما إذا كانت السلاسل مستقرة أم لا، تتبع الطريقة التالية والمتمثلة في اختبار *ADF* وتوضح نتائجه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-1): نتائج اختبار ADF عند المستوى على المتغيرات المستقلة وعند درجة معنوية 5%

	<i>AtLevel</i>					
		<i>AC</i>	<i>ACT</i>	<i>INF</i>	<i>OB</i>	<i>PIB</i>
<i>With Constant</i>	<i>t-Statistic</i>	-1.2428	-1.2102	-5.0951	-3.9726	-1.1544
	<i>Prob.</i>	0.6545	0.6689	0.6500	0.0621	0.6925
		<i>n0</i>	<i>n0</i>	***	***	<i>n0</i>
<i>With Constant & Trend</i>	<i>t-Statistic</i>	-1.9058	-1.5411	-5.3609	-5.0884	-1.0408
	<i>Prob.</i>	0.6459	0.8104	0.2101	0.0653	0.9336
		<i>n0</i>	<i>n0</i>	***	***	<i>n0</i>
<i>Without Constant & Trend</i>	<i>t-Statistic</i>	-0.5461	-0.4256	-3.2898	-3.4709	-1.8850
	<i>Prob.</i>	0.4788	0.5279	0.2112	0.1106	0.0569
		<i>n0</i>	<i>n0</i>	***	***	*
<i>At First Difference</i>						
		<i>d(AC)</i>	<i>d(ACT)</i>	<i>d(INF)</i>	<i>d(OB)</i>	<i>d(PIB)</i>
<i>With Constant</i>	<i>t-Statistic</i>	-11.3091	-11.5260	-9.5040	-12.4502	-8.6871
	<i>Prob.</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***
<i>With Constant & Trend</i>	<i>t-Statistic</i>	-11.4250	-11.4807	-9.4876	-12.5723	-8.6885
	<i>Prob.</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***
<i>Without Constant & Trend</i>	<i>t-Statistic</i>	-11.3522	-11.5710	-9.5422	-12.3767	-8.5087
	<i>Prob.</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على مخرجات *Eviews9*

يتضح من خلال الجدول أعلاه وحسب اختبار ديكي فولر أن كل قيم تاو المحسوبة للسلاسل عند المستوى أقل من الجدولية أي $t_{\hat{\phi}_1} < t_{tab}$ حيث أن كل الاحتمالات *pro* كانت أكبر من درجة المعنوية 0.05، غير أنه عند اختبار الفروقات الأولى تبين أن السلاسل مستقرة، حيث أن $t_{tab} >$ $t_{\hat{\phi}_1}$ والقيم الاحتمالية كانت أقل من 0.05. أي $I_i(1)$

3-دراسة السببية بين متغيرات الدراسة:

إن دراسة السببية الموجودة بين المتغيرات والتي من خلالها نستطيع صياغة نموذج صحيح ونستعمل اختبار *Granger* للسببية لمعرفة اتجاهات السببية، وتختبر على أساس احتمال الفرضية، حيث إذا توفر احتمال الفرضية $pro > 0.05$ عندها نقول أنها مقبولة أم لا، ويمكن تلخيص النتائج في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-2): اختبار سببية Granger لتغيرات النموذجين (PIB, INF) :

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
$DINF$ does not Granger Cause DAC	129	5.03413	0.0079
DAC does not Granger Cause $DINF$		0.23839	0.7883
$DINF$ does not Granger Cause $DACT$	129	0.04553	0.9555
$DACT$ does not Granger Cause $DINF$		0.78994	0.4561
DOB does not Granger Cause $DINF$	129	0.72745	0.4852
$DINF$ does not Granger Cause DOB		0.20955	0.8112

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
$DPIB$ does not Granger Cause DAC	129	0.93661	0.3947
DAC does not Granger Cause $DPIB$		1.26985	0.2845
$DPIB$ does not Granger Cause $DACT$	129	0.52937	0.5903
$DACT$ does not Granger Cause $DPIB$		0.42884	0.6522
$DPIB$ does not Granger Cause DOB	129	2.06409	0.1313
DOB does not Granger Cause $DPIB$		0.94269	0.3924

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على مخرجات *Eviews 9*

حسب اختبار سببية إنجل جرانجر فإن المتغيرات المستقلة تؤثر في المتغير التابع حيث أن $Pro < 0.05$ وهذا ما يوافق رفض الفرضية H_0 والتي يشترط فيها أن المتغير المستقل لا يسبب في المتغير التابع.

5- تقدير معاملات النموذجين:

بالاعتماد على تقدير النموذجين الممثلين للعلاقات في إجمالي الناتج المحلي (PIB) والتضخم (INF) يتم صياغة المعادلتين الخطيتين كما يلي:

النموذج الأول: $INF = C(1)*AC + C(2)*ACT + C(3)*OB + C(4)$

النموذج الثاني: $PIB = C(1)*AC + C(2)*ACT + C(3)*OB + C(4)$

5-1- اختبار علاقة التكامل المتزامن وتقدير نموذج تصحيح الخطأ

عند دراستنا لاستقرارية السلاسل تبين لنا أن هذه السلاسل مستقرة بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى (على كل السلاسل)، ومن نتائج هذه الدراسة فإن إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات في المدى الطويل ممكن.

من خلال مخرجات *Eviews9* تحصلنا على بواقي المعادلة الأصلية عن طريق اختبار التكامل المتزامن وذلك كالتالي:

النموذج الأول:

$$INF = 0.000846*AC + 0.002588*ACT - 1.150663*OB - 0.179908$$

النموذج الثاني:

$$PIB = -0.000170*AC + 0.002189*ACT + 0.686202*OB - 0.026346$$

بعد القيام بعملية التقدير نقوم باختبار الجذر الأحادي للبواقي، فإذا كانت بواقي المعادلة مستقرة، نقول أن السلاسل السابقة متكاملة متزامنة. و نتائج اختبار *ADF* للبواقي *E* موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-3): نتائج اختبار ديكي-فولر ADF للبواقي E

	<i>At Level</i>	
		<i>ECM</i>
<i>None</i>	<i>t-Statistic</i>	-6.063641
	<i>Prob.</i>	0.0000
<i>Intercept</i>	<i>t-Statistic</i>	-6.040231
	<i>Prob.</i>	0.0000
<i>Trend and intercept</i>	<i>t-Statistic</i>	-6.067314
	<i>Prob.</i>	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على مخرجات *Eviews9*

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن السلسلة E مستقرة عند المستوى وذلك عند مقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة الجدولة عند مستوى معنوية 5% نجد أن $t_{\hat{\phi}_t} < t_{tab}$ وتعني رفض الفرضية h_0 .

يتضح مما سبق أن السلاسل السابقة متكاملة ومتزامنة مما يمكننا من تقدير نموذج تصحيح الخطأ وفق طريقة المرحلتين انجل-جرانجر *Engel-Granger*.

تقدير نموذج تصحيح الخطأ *ECM*:

من شروط التكامل المتزامن ان تكون السلاسل متكاملة من نفس درجة تكامل $I(1)$ وسلسلة البواقي مستقرة عند المستوى ، وبعد التحقق من الشروط السالفة الذكر يمكن تقديم نموذج تصحيح الخطأ باستعمال طريقة انجل-جرانجر كالاتي:

المرحلة الأولى: نقوم بتقدير العلاقة في المدى الطويل وتظهر كالتالي:

النموذج الأول:

$$INF = 0.000846*AC + 0.002588*ACT - 1.150663*OB - 0.179908$$

$$\begin{matrix} (0.0093) & (0.0000) & (0.0014) & (0.0034) \\ R^2=0.285638 & Sig(f)=0.000000 & DW=0.882818 \end{matrix}$$

النموذج الثاني:

$$PIB = -0.000170^*AC + 0.002189^*ACT + 0.686202^*OB - 0.026346$$

(0.004)(0.0000)(0.0000) (0.0029)

$$R^2=0.546167 \quad Sig(f)=0.000000 \quad DW=1.535154$$

كما سبق يمكن تقدير دالة سلسلة البواقي كالتالي:

النموذج الأول:

$$E = INF - 0.000846^*AC - 0.002588^*ACT + 1.150663^*OB + 0.179908$$

النموذج الثاني:

$$E = PIB + 0.000170^*AC - 0.002189^*ACT - 0.68620^*OB + 0.026346$$

المرحلة الثانية: تقدير العلاقة في المدى القصير ECM

النموذج الأول:

$$DINF = 0.002220^*DAC + 0.002897^*DACT - 0.601238^*DOB$$

(0.0453) (0.1812) (0.0814)

$$- 0.417769^*E(-1) + 0.001242$$

(0.0000) (0.9680)

$$R^2=0.282792 \quad Sig(f)=0.000000 \quad DW=1.954226$$

النموذج الثاني:

$$DPIB = -0.000489^*DAC + 0.001054^*DACT + 0.256173^*DOB -$$

(0.04592) (0.04162) (0.02145)

$$0.010586^*E(-1) - 0.002156$$

(0.008131) (0.0076)

$$R^2=0.018596 \quad Sig(f)=0.005545 \quad DW=2.729985$$

يتضح أن معامل نموذج تصحيح الخطأ (E) سالب وهو معنوي مختلف عن الصفر عند مستوى

$$Pro(INF) = 0.0000 < 0.05 \text{ حيث } \alpha = 5\%$$

$$Pro(PIB) = 0.008131 < 0.05$$

فإن المعادلتين مقبولتين، مما يعني وجود علاقة في الأجل الطويل بين المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج والمتغير التابع (التضخم، إجمالي الناتج المحلي).

6-التفسير الاقتصادي والإحصائي:

6-1-التفسير الاقتصادي:

سنتطرق فقط إلى المعنوية في المدى الطويل والتي تفسر كالاتي:

6-1-1-بالنسبة للنموذج الأول (INF):

-معامل الأسهم المتداولة (α_1): يتضح من خلال المعادلة في المدى الطويل أن هناك علاقة طردية موجبة بين (AC) و(INF) حيث كلما زادت الأسهم المتداولة بوحدة واحدة يزيد معدل التضخم ب0.000846 وهو ما يوافق النظرية الاقتصادية.

-معامل العقود المنفذة (α_2): يتبين من خلال المعادلة في المدى الطويل أن هناك علاقة طردية موجبة بين (ACT) و(INF) حيث كلما زادت العقود المنفذة بوحدة واحدة يزيد معدل التضخم ب0.002588 وهو ما يوافق النظرية الاقتصادية.

-معامل السندات المتداولة (α_3): من خلال المعادلة في المدى الطويل نلاحظ أن هناك علاقة عكسية سلبية بين (OB) و(INF) حيث كلما انخفض عدد السندات المتداولة بوحدة واحدة فإن معدل التضخم ينخفض ب(-1.15066) وهو ما يتناقض مع ما تم التنبؤ به من قبل.

6-1-2-بالنسبة للنموذج الثاني (PIB):

-معامل الأسهم المتداولة (α_1): من خلال المعادلة في المدى الطويل يتبين أن معامل (AC) سالب مما يوضح وجود علاقة عكسية بين الأسهم المتداولة وإجمالي الناتج المحلي حيث كلما انخفض (AC) بوحدة واحدة 0.00017 فإن (PIB) يزيد ب0.00017 وهو يوافق ما تم التنبؤ به قبلا.

-معامل العقود المنفذة (α_2): يتبين من خلال مخرجات المعادلة القياسية أن هناك علاقة طردية إيجابية بين (ACT) و(PIB) حيث كلما زادت العقود المنفذة بوحدة واحدة فإن إجمالي الناتج المحلي يزيد بـ 0.0021 وهو ما يوافق النظرية الاقتصادية.

-معامل السندات المتداولة (α_3): يتبين من خلال المعادلة في المدى الطويل أن معامل (OB) موجب وهو ما يوافق النظرية الاقتصادية أي كلما زاد معامل السندات المتداولة بوحدة واحدة يزيد إجمالي الناتج المحلي بـ 0.686.

6-2- التفسير الإحصائي:

سيتم الإشارة إلى المعنوية الكلية والجزئية كالتالي:

6-2-1- بالنسبة للنموذج الأول (INF):

-المعنوية الكلية: يتضح من خلال مخرجات $Eviews9$ أن قيمة F معنوية ويتضح ذلك من خلال نموذج التكامل المتزامن في المدى الطويل حيث بلغت $Pro(F)=0.000000<0.05$ وعليه فإن النموذج يعرف الصلاحية الكلية حيث بلغت قيمة $R^2=0.285638$ أي أن المتغيرات التفسيرية (AC, ACT, OB) تؤثر في المتغير التابع (INF) بنسبة 28.5638% .

وكانت احتمالية معامل فيشر F في الأجل القصير $Pro(F)=0.000000<0.05$ حسب نموذج تصحيح الخطأ، وبلغت $R^2=28.27\%$ وهي تدل على تأثير المتغيرات التفسيرية على المتغير التابع.

-المعنوية الجزئية: يتضح من خلال مخرجات $Eviews9$ أن كل من المعاملات الاحتمالية $Pro(\alpha)$ كلها أقل من 0.05 وعليه فإن النموذج يعرف الصلاحية الجزئية لكل المتغيرات.

في المدى الطويل:

$$Pro(\alpha_1)=0.093 \quad Pro(\alpha_2)=0.0000 \quad Pro(\alpha_3)=0.0014 \quad Pro(\alpha_4)=0.0034$$

في المدى القصير:

$$Pro(\alpha_1)=0.0453 \quad Pro(\alpha_2)=0.1812 \quad Pro(\alpha_3)=0.0814 \quad Pro(\alpha_4)=0.0000$$

6-2-2- بالنسبة للنموذج الثاني (PIB):

- المعنوية الكلية: يتضح من خلال مخرجات *Eviews9* أن احتمالية فيشر أقل من 0.05 أي $Pro(F)=0.000000 < 0.05$ وهذا ما يدل على الصلاحية الكلية للنموذج حيث بلغت $R^2=0.546167$ أي أن المتغيرات التفسيرية (*AC, ACT, OB*) تؤثر في المتغير التابع بنسبة %54.6167.

وكانت احتمالية معامل فيشر في الأجل القصير $Pro(F)=0.004555 < 0.05$ حسب نموذج تصحيح الخطأ، وبلغت $R^2=18.596\%$ وهي تدل على تأثير المتغيرات التفسيرية على المتغير التابع.

- المعنوية الجزئية: يتضح من خلال مخرجات *Eviews9* أن كل من المعاملات ($\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$) أقل من 0.05 وعليه فإن النموذج يعرف صلاحية جزئية لكل المتغيرات.

في المدى الطويل:

$$Pro(\alpha_1)=0.004 \quad Pro(\alpha_2)=0.0000 \quad Pro(\alpha_3)=0.0000 \quad Pro(\alpha_4)=0.0029$$

في المدى القصير:

$$Pro(\alpha_1)=0.045 \quad Pro(\alpha_2)=0.04162 \quad Pro(\alpha_3)=0.02145 \quad Pro(\alpha_4)=0.008131$$

خلاصة الفصل الثالث:

لقد شهدت بورصة عمان تطورات حركية مالية شهدها سوق المال، أكد من خلال التغيرات التي طرأت عليه، وعرفت بعض مؤشرات (الأسهم المتداولة، العقود المنفذة، السندات المتداولة) من خلال الحركية الرقمية المسجلة في المجمعات الإحصائية، حيث شهدت الأسهم المتداولة حركة شبه مستقرة خلال فترة الدراسة حيث عرفت في البداية تنامي إلى غاية 2010 ثم التراجع لصدى الأزمة المالية العالمية التي شهدها الاقتصاد العالمي، أما العقود المتداولة هي الأخيرة عرفت نفس وتيرة سابقته إلا بعض الحركية الشبه متزايدة بعد 2012 وهذا راجع إلى استعفاء المتداولين في العامل النسبي الذي انعكس عليهم جراء فقدان قيم مالية خلال الأزمتهن أما السندات فعرفت منهجا عكس ما عرفته الأسهم والعقود حيث تنامي التراجع في حجم التداول على السندات وذلك بسبب حجم الورقة المالية ذاتها التي يعكس فقدانها هاجسا وخوفا لدى الوسطاء للإقبال على التوظيف فيها.

خاتمة

لقد شهدت الأسواق المالية في السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في آلية عملها إضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في هذا السوق، وفي هذا الإطار تم ابتكار المشتقات المالية التي ينظر إليها أنها أداة هامة لإدارة وتغطية المخاطر، ومما تقدم تبين أن المشتقات المالية كان هدفها الرئيسي هو تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمت المخاطر

وتجدر الإشارة إلى أن التوسع الكبير في استخدام هذه المنتجات المالية ساهم في إحداث أزمة مالية أثرت على مختلف القطاعات الاقتصادية العالمية، وأرجع البعض على أن الأسباب الرئيسية لحدوث الأزمات المالية ترجع إلى الممارسات التي سادت في الأسواق المالية وانعدام الرقابة عليها، وذلك في إطار الحرية المطلقة للسوق.

وامتدت آثار الأزمة المالية العالمية إلى الأسواق المالية العربية حيث شهدت تقلبات حادة، وانخفضت أحجام التداول فيها وبسبب الأزمة تراجع الطلب على النفط، وتدافع المستثمرين لبيع أسهمهم وبأسعار متدنية مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم في البورصات العربية.

أما بالنسبة لبورصة عمان فقد تمكنت خلال عام 2008 من تحقيق مؤشرات إيجابية، وذلك على الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية فقد سجل ارتفاع في حجم التداول في هذه السنة، وقد ألقت الأزمة المالية العالمية على سوق عمان المالي وتأثرت بتبعاتها خلال عام 2009 حيث انخفض عدد الأسهم المتداولة إلى 10.66% إلا أن بورصة عمان استطاعت إلى حد كبير أن تتجاوز آثار هذه الأزمة نتيجة لثقة المستثمرين بالسوق المالي في عمان

اختبار الفرضيات:

- تبين من خلال ما تم التوصل إليه في الفصل الثالث، ومن جانبه التحليلي أن كل المشتقات المالية محل الدراسة تجاوزت عكسا مع الأزميتين (2008، 2010) وذلك من خلال التغيرات التي طرأت على بعض المؤشرات (الأسهم المتداولة، العقود المنفذة، السندات المتداولة) من خلال الحركة الرقمية المسجلة في المجمعات الإحصائية حيث شهدت الأسهم المتداولة حركة شبه مستقرة، وعرفت في بداية الدراسة تنامي إلى غاية 2010 ثم التراجع لصدى الأزمة المالية، أما العقود المنفذة عرفت نفس

وتيرة سابقتها، والسندات المتداولة فعرفت نهجا عكس ما عرفته الأسهم والعقود حيث تنامي التراجع في حجم التداول على السندات وذلك بسبب حجم الورقة المالية ذاتها التي يعكس فقدانها هاجسا وخوفا لدى الوسطاء.

-تبين من خلال مخرجات الدراسة القياسية أن كل من المشتقات المالية سجلت آثارا لكن بنسب متفاوتة من حيث القيمة المطلقة ومن حيث اتجاهات التأثير، حيث احتلت في الأجل الطويل السندات المتداولة الصدارة بنسبة تأثير طردية بـ 68.62%، تليها عقود التداول المنفذة من حيث الاتجاه الطردي في التأثير بنسبة شبه مهملة 2.1%، وسجلت بقية الصنف " الأسهم المتداولة " نسبة تأثير 0.17، أما عن الأجل القصير فاحتلت الصدارة السندات المتداولة نسبة عالية من حيث التأثير سجلت حجما قدر بـ: 25.61%، تتبعها من حيث التأثير عقود التداول المنفذة بـ 0.1%، وعليه وفق ما تقدم أنفا فانه يتحتم علينا لزاما رفض صحة الفرضية الثانية.

-تتمه لما تقدم وإجابة على الفرضيات محل الدراسة فان الفرضية الأخيرة أيضا لقيت رفضا من حيث صحة الطرح، حيث لم تتماثل نسب التأثير لكل صنف من المشتقات المالية محل الدراسة، حيث احتلت في المدى الطويل الصدارة للسندات المتداولة بـ: 115% بتناسب عكسي مع INF تليها من حيث التأثير عقود التداول المنفذة 0.25% أما في المدى القصير فاحتلت الصدارة السندات المتداولة بنسبة 60.12% بتناسب عكسي تليها من حيث التأثير بالقيمة المطلقة عقود التداول المنفذة 0.28% بنسبة طردية.

النتائج:

- 1- إن سوء استخدام هذه المنتجات وعدم دراية المتعاملين بمدى تعقدها جعلها من أهم وأبرز الأسباب التي أدت إلى إحداث الأزمة المالية العالمية.
- 2- لا يمكن إرجاع الأزمة المالية إلى سبب واحد أو سببين فهناك جملة من الأسباب تتظافر في آن واحد أهمها عدم استقرار الاقتصاد الكلي، اضطرابات القطاع المالي، التوسع في عمليات الإقراض...
- 3- لا ينبغي أن يكون الهدف من الإصلاحات الخروج من الأزمة الراهنة، بل خلق شروط لتفادي احتمال وقوع الأزمات المالية في المستقبل.

قائمة المراجع

قائمة المصادر والمراجع

الكتب:

- 1- السيد سالم عرفة ، إدارة المخاطر الاستثمارية ، دار الـراية للنشر والتوزيع ، عمان ، 2009 .
- 2- توفيق خير الدين خليفة ، العولمة المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية رؤية شرعية اقتصادية ، دار الفكر الجامعي ، الطبعة الأولى ، 2015 .
- 3- حاكم الربيعي وآخرون ، المشتقات المالية ، دار اليازوزي العلمية للنشر والتوزيع ، عمان _ الأردن ، الطبعة الأولى ، 2011 .
- 4- حسن عبدالجليل آل عزوى ، وليد ناجي الحيايى ، حوكمة الشركات وآثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، مركز الكتاب الأكاديمي ، عمان - الأردن ، الطبعة الأولى ، 2015 .
- 5- حسني علي خربوش و آخرون ، الأسواق المالية ، دار زهوان للنشر و التوزيع ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2011 .
- 6- حمد فواز الدليمي ، إدارة الأزمات الدولية المالية الاقتصادية ، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، 2014 .
- 7- دريد كامل آل شبيب ، المالية الدولية ، دار اليازوزي العلمية للنشر والتوزيع ، عمان-الأردن - ، الطبعة الأولى ، 2011 .
- 8- سيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير ، دار الفكر ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2011 .
- 9- شيخي محمد ، طرق الاقتصاد القياسي ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان -الأردن - ، الطبعة الأولى ، 2012 .
- 10- صلاح الدين شريط ، مبادئ الأسواق المالية ، دار الشروق للنشر و التوزيع ، عمان _ الأردن ، 2014 .
- 11- طاهر حردان ، أساسيات الاستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان - الأردن ، الطبعة الأولى ، 2011 .
- 12- عاطف فرحة ، إدارة المشتقات المالية ، ماجستير إدارة أعمال ، كلية الاقتصاد ، جامعة دمشق ، 2009-2010 .
- 13- عاطف وليم اندراوس ، أسواق الأوراق المالية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، الطبعة الأولى ، 2008 .

قائمة المصادر والمراجع

- 14- عبد العزيز قاسم محارب ،الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج ،الدار الجامعية الجديدة ،الإسكندرية ،2011 .
- 15- عبد القادر محمد عبد القادر عطية ،الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق ،الدار الجامعية ،الاسكندرية ،الطبعة الثالثة ،2008-2009 .
- 16- عبد الكريم شنجار عيساوي ،عبد المهدي رحيم العويدي ،السيولة الدولية في ظل الأزمات الاقتصادية الدولية ،دار صفاء للنشر والتوزيع ،عمان ،الطبعة الأولى ،2014 .
- 17- عمر يوسف عبد الله عبابنة ،الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي ،عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع ، ،الطبعة الأولى ،2011.
- 18- ماجد أحمد عطا الله ،إدارة الاستثمار ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، عمان _الأردن الطبعة الأولى 2001.
- 19- محب خلة توفيق ،الهندسة المالية ، دار الفكر الجامعي ،الإسكندرية ،الطبعة الأولى ، 2011.
- 20- محمد صالح الحناوي و آخرون ، تقييم الأسهم و السندات ، المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ،الطبعة الثانية ، 2012.
- 21- محمد عبد الوهاب العزاوي ،الأزمات المالية قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة ،إثراء للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى ،2010 .
- 22- محمود حامد محمود عبد الرازق ،الاقتصاد القياسي ،الدار الجامعية ،الطبعة الأولى ،2015 ،ص14.
- 23- موسى اللوزي وآخرون ،الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية ج2 ،مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى ،2011 .
- 24- مؤيد عبد الرحمان الدوري وآخرون ،إدارة المشتقات المالية ،دار إثراء للنشر والتوزيع ،الأردن ،الطبعة الأولى ،2012.
- 25- هيل عجمي جميل الجنابي ،التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية ،دار وائل للنشر والتوزيع ،عمان ،الطبعة الأولى ،2014.
- 26- وليد إسماعيل السيفو وآخرون ،أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي ،الأهلية للنشر والتوزيع ،عمان -الأردن- ،الطبعة الأولى ،2006.
- 27- وليد صافي ، أنس شكري ، الأسواق المالية و الدولية ، دار البداية ، عمان - الأردن ، الطبعة الأولى ، 2010.

قائمة المصادر والمراجع

أطروحات الدكتوراه والرسائل الجامعية:

- 1- أسماء مناصر ،تأثير الأزمة المالية العالمية على البنوك الإسلامية ،مذكرة ماجستير ، جامعة الجزائر ،2013-2014.
- 2-المانسبع رابح أمين ،الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007 ،مذكرة ماجستير ،جامعة الجزائر 3 ،2010-2011.
- 3-بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية- ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان ،2012-2013.
- 4-بن عيسى عبد القادر ،أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية ،مذكرة ماجستير ،جامعة قاصدي مرباح ،ورقلة ،2011-2012.
- 5-بهيمة بوكرواح ،الأزمة المالية والاقتصادية العالمية ،مذكرة ماجستير ،جامعة الجزائر 3 ،2010-2011.
- 6-بوعكاز نوال ،حدود الهندسة المالية في تفعيل استراتيجيات التغطية من المخاطر المالية في ظل الأزمة المالية ،مذكرة ماجستير ،تخصص دراسات مالية ومحاسبة معمقة ،جامعة فرحات عباس ،سطيف ،2010-2011.
- 7-سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 ،مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري قسنطينة ،2011-2012.
- 8-سميرة محسن ،المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية ،مذكرة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة منتوري قسنطينة ،2005-2006 .
- 9-صباغ رفيقة ،الأزمات العالمية وأثرها على الدول النامية ،أطروحة دكتوراه ،تخصص تحليل اقتصادي ،جامعة تلمسان ،2013-2014.
- 10-عيساوي سهام ،دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال ،أطروحة دكتوراه ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة محمد خيضر بسكرة ،2014-2015 .
- 11-قميري حجيلة ،موقع التأمين من الأزمة المالية العالمية حالة الجزائر ،أطروحة دكتوراه ،فرع النقود والمالية ،جامعة الجزائر 3 ،2013-2014 .
- 12-نادية العقون ،العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج ،أطروحة دكتوراه ،جامعة الحاج لخضر ،باتنة ،2012-2013 .

المجلات:

- 1-نزهان محمد سهو ،الأزمة المالية العالمية الراهنة: المفهوم.. الأسباب.. التداعيات ،مجلة الإدارة والاقتصاد

،العدد الثالث والثمانون ،2010.

المؤتمرات والملتقيات:

- 1-الطاهر هارون ،عقون نادية ،الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها ،آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها ،الملتقى الدولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية ،05-06ماي 2009.
- 2-بلحسن فيصل وآخرون ،مخاطر المشتقات المالية ،الملتقى العلمي الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات ،يومي 25،26 نوفمبر 2008 ،جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف.
- 3-بن رجم محمد خميسي ،المنتجات المالية المشتقة : أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها ، الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس ، سطيف ، 20/21/أكتوبر 2009.
- 4-بن مرجم محمد خميسي ،المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها ،الملتقى العلمي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ،جامعة فرحات عباس سطيف ،20-21 أكتوبر 2009.
- 5-ساعد مرابط ،الأزمة المالية العالمية 2008: الجذور والتداعيات ،الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ،جامعة فرحات عباس ،سطيف ،20-21 أكتوبر 2009.
- 6-سحنون محمود وآخرون ،مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات ،الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس سطيف ،20-21 أكتوبر 2009 .
- 7-شوقي جباري وآخرون ،دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية ،المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من المنظور الإسلامي ،عمان-الأردن ،1-2 ديسمبر 2010 ،ص4.
- 8-عبد القادر بريش ومحمد طرشي ،التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية ،الملتقى الدولي 2:الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية ،المركز الجامعي خميس مليانة ،الجزائر ،5-6 ماي 2009.
- 9-ملياني حكيم ،شوقي طارق ،المشتقات المالية من أدوات للتحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمات المالية ،المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية ،جامعة سطيف ،05 و06ماي 2014 .

قائمة المصادر والمراجع

الانترنت:

1- علاء شعبان الزعفراني، 2017/03/05، الأزمة المالية: أسبابها وعلاجها
،www.alukah.net/culture،

الملاحق

الملحق رقم (1): مؤشرات بورصة عمان -الأردن-

السنوات	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	عدد العقود المنفذة (بالألف)	عدد السندات المتداولة (بالألف)
janv-05	215,1	199,35	0,2
févr-05	216,13	200,7	0,3
mars-05	211,8	198	0,19
avr-05	214,12	201,25	0,4
mai-05	216,2	197,52	0,6
juin-05	217,36	195,99	0,5
juil-05	210,2	203,2	0,1
août-05	217,89	198,87	0,009
sept-05	215,22	196	0,008
oct-05	217,5	195,64	0,07
nov-05	218	202	0,6
déc-05	213	204	0,5
janv-06	342	286,91	0,1
févr-06	340,2	284,8	0,03
mars-06	343	287,6	0,05
avr-06	341,3	289	0,4
mai-06	342,9	285	0,2
juin-06	343,5	281,37	0,2
juil-06	339,99	290,31	0,09
août-06	345,88	291,2	0,07
sept-06	341	283,24	0,008
oct-06	340,9	285,42	0,02
nov-06	342	288	0,001
déc-06	341,6	289,8	0,06
janv-07	373,4	288,75	0,13
févr-07	375,1	287,91	0,15
mars-07	376,75	290,55	0,16
avr-07	374,13	286,3	0,17
mai-07	371,14	285,08	0,12
juin-07	370,3	289	0,11
juil-07	377,1	291,07	0,1
août-07	376,25	286,99	0,18
sept-07	371,4	285,61	0,14
oct-07	370,5	289,33	0,09
nov-07	372,17	287,25	0,19
déc-07	371,18	290	0,08
janv-08	453,19	315,66	0,03
févr-08	451,25	318,57	0,04
mars-08	452,26	313,81	0,06
avr-08	451,98	314,97	0,05
mai-08	450,98	312,55	0,04
juin-08	452,8	311,77	0,07
juil-08	454,9	317,76	0,09

août-08	455,63	320,66	0,004
sept-08	456,89	316,88	0,01
oct-08	452,87	311,99	0,002
nov-08	452,9	313,4	0,0021
déc-08	456,3	312,88	0,001
janv-09	501,5	247,08	0,06
févr-09	502,27	249,3	0,07
mars-09	503,18	250,8	0,05
avr-09	504,88	244,21	0,08
mai-09	505,9	243,22	0,04
juin-09	495,2	245,91	0,09
juil-09	502,1	248,34	0,03
août-09	500	251,31	0,01
sept-09	501,64	242,94	0,1
oct-09	501,06	247	0,25
nov-09	503,73	246,3	0,02
déc-09	500,87	248	0,001
janv-10	582,6	156,17	0,01
févr-10	583	158,34	0,015
mars-10	581,84	159,7	0,012
avr-10	588,1	155,64	0,016
mai-10	585,47	154,08	0,017
juin-10	580	151,7	0,018
juil-10	584,18	153,66	0,013
août-10	570,58	156,47	0,014
sept-10	581,25	157,34	0,011
oct-10	582,3	160,02	0,002
nov-10	583,1	161,1	0,001
déc-10	586,9	156	0,006
janv-11	339,67	109,14	0,05
févr-11	338,2	108,25	0,06
mars-11	340	107,34	0,04
avr-11	342,18	106,94	0,03
mai-11	337,39	110,12	0,02
juin-11	336	115,46	0,01
juil-11	343,25	114,37	0,06
août-11	338,68	105,65	0,07
sept-11	335,99	103,98	0,08
oct-11	337,81	113	0,09
nov-11	342	111,64	0,01
déc-11	341	112,4	0,09
janv-12	198,7	81,1	0
févr-12	179,5	82,64	0
mars-12	193,34	80,51	0
avr-12	199,92	79,64	0
mai-12	201,54	83,54	0
juin-12	205,7	78,98	0
juil-12	206	83	0

août-12	200,72	84,35	0
sept-12	199,93	77,67	0
oct-12	201	80,27	0
nov-12	198,7	81,2	0
déc-12	199	82,2	0
janv-13	250,1	156,4	0,04
févr-13	249,13	154,37	0,06
mars-13	251,24	157,97	0,08
avr-13	252,81	158,08	0,05
mai-13	248,67	153,73	0,07
juin-13	246,99	155,29	0,03
juil-13	251,6	152,25	0,02
août-13	253,02	151,5	0,034
sept-13	254,05	159,14	0,033
oct-13	247,85	160,07	0,015
nov-13	246,07	161,18	0,018
déc-13	254	155,7	0,05
janv-14	204,5	160,5	0,009
févr-14	203,68	159,18	0,008
mars-14	206,8	161,22	0,006
avr-14	202,34	158,35	0,005
mai-14	200	157,67	0,0097
juin-14	199,84	162,06	0,0064
juil-14	201,03	163,19	0,009
août-14	204,1	156	0,018
sept-14	205,21	155,99	0,02
oct-14	208,38	162,67	0,016
nov-14	209,55	164,08	0,002
déc-14	205,15	161,4	0,001
janv-15	185,01	193,02	0,01
févr-15	183,5	190,55	0,013
mars-15	186,6	192,64	0,017
avr-15	180,67	194,24	0,03
mai-15	187,7	195,18	0,05
juin-15	188,61	197,66	0,009
juil-15	200,25	198,33	0,008
août-15	184,33	191,37	0,007
sept-15	182,25	189,65	0,006
oct-15	181,86	190,58	0,005
nov-15	180,7	192,03	0,003
déc-15	178,8	197,6	0,001

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على (بورصة عمان) <http://exchange.io/ar>

الملحق رقم (2): مؤشرات الأداء المالي

السنوات	التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (%سنويا)	نمو إجمالي الناتج المحلي (%سنويا)
janv-05	0,15	0,6
févr-05	0,07	0,8
mars-05	0,16	0,5
avr-05	0,18	0,3
mai-05	0,19	0,9
juin-05	0,2	0,7
juil-05	0,21	0,86
août-05	0,22	0,69
sept-05	0,25	0,73
oct-05	0,14	0,54
nov-05	0,13	0,91
déc-05	0,12	0,64
janv-06	0,8	0,66
févr-06	0,9	0,28
mars-06	0,7	0,97
avr-06	0,4	0,85
mai-06	0,6	0,54
juin-06	0,1	0,62
juil-06	1,1	0,78
août-06	1,2	0,9
sept-06	1,4	0,35
oct-06	1,6	0,49
nov-06	1,3	0,86
déc-06	0,5	0,77
janv-07	0,5	0,62
févr-07	0,4	0,76
mars-07	0,6	0,43
avr-07	0,3	0,95
mai-07	0,5	0,58
juin-07	0,7	0,83
juil-07	0,8	0,79
août-07	0,9	0,39
sept-07	0,1	0,7
oct-07	0,09	0,8
nov-07	0,08	0,69
déc-07	0,079	0,63
janv-08	1,5	0,59
févr-08	1,6	0,64
mars-08	1,8	0,82
avr-08	1,4	0,67
mai-08	1,7	0,94
juin-08	1,9	0,38
juil-08	1,3	0,43
août-08	1,2	0,36

sept-08	2	0,24
oct-08	2,1	0,87
nov-08	2,3	0,99
déc-08	1,1	0,28
janv-09	0,2	0,43
févr-09	0,4	0,59
mars-09	0,6	0,67
avr-09	0,004	0,24
mai-09	0,001	0,19
juin-09	0,3	0,83
juil-09	0,5	0,94
août-09	0,7	0,36
sept-09	0,005	0,28
oct-09	0,09	0,13
nov-09	0,002	0,41
déc-09	0,003	0,4
janv-10	0,6	0,19
févr-10	0,5	0,23
mars-10	0,4	0,21
avr-10	0,8	0,17
mai-10	0,7	0,15
juin-10	0,3	0,22
juil-10	0,9	0,16
août-10	1,1	0,25
sept-10	1,3	0,2
oct-10	0,2	0,24
nov-10	0,1	0,19
déc-10	1,51	0,14
janv-11	0,5	0,21
févr-11	0,3	0,26
mars-11	0,1	0,3
avr-11	0,7	0,15
mai-11	0,8	0,19
juin-11	0,4	0,12
juil-11	0,9	0,14
août-11	0,6	0,25
sept-11	1,1	0,28
oct-11	0,73	0,27
nov-11	0,23	0,2
déc-11	0,09	0,19
janv-12	0,3	0,22
févr-12	0,5	0,24
mars-12	0,7	0,29
avr-12	0,78	0,27
mai-12	0,1	0,23
juin-12	0,4	0,21
juil-12	0,2	0,19

août-12	0,6	0,16
sept-12	0,8	0,22
oct-12	0,06	0,25
nov-12	0,04	0,17
déc-12	0,02	0,2
janv-13	0,4	0,23
févr-13	0,8	0,28
mars-13	0,3	0,21
avr-13	0,7	0,29
mai-13	0,2	0,3
juin-13	0,5	0,23
juil-13	0,1	0,18
août-13	0,9	0,27
sept-13	0,43	0,16
oct-13	0,22	0,19
nov-13	0,38	0,2
déc-13	0,62	0,26
janv-14	0,25	0,25
févr-14	0,29	0,2
mars-14	0,3	0,29
avr-14	0,5	0,21
mai-14	0,12	0,27
juin-14	0,4	0,26
juil-14	0,02	0,3
août-14	0,18	0,28
sept-14	0,32	0,32
oct-14	0,45	0,23
nov-14	0,35	0,19
déc-14	0,27	0,3
janv-15	0,1	0,19
févr-15	0,2	0,2
mars-15	0,5	0,16
avr-15	0,16	0,13
mai-15	0,19	0,17
juin-15	0,22	0,12
juil-15	0,18	0,15
août-15	0,13	0,23
sept-15	0,15	0,25
oct-15	0,01	0,26
nov-15	0,2	0,24
déc-15	0,25	0,28

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على معطيات البنك العالمي الدولي (عمان)

الملحق رقم (3): اختبار ADF عند المستوى

<p>Null Hypothesis: AC has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)</p> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 60%;"></th> <th style="width: 20%; text-align: center;">t-Statistic</th> <th style="width: 20%; text-align: center;">Prob.*</th> </tr> </thead> </table> <hr/> <p>Augmented Dickey-Fuller test statistic</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 60%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">-1.242845</td> <td style="width: 20%; text-align: center;">0.6545</td> </tr> </table> <p>Test critical values:</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 40%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">1% level</td> <td style="width: 40%; text-align: center;">-3.480818</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">5% level</td> <td style="text-align: center;">-2.883579</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">10% level</td> <td style="text-align: center;">-2.578601</td> </tr> </table> <hr/>		t-Statistic	Prob.*		-1.242845	0.6545		1% level	-3.480818		5% level	-2.883579		10% level	-2.578601	<p>Null Hypothesis: AC has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)</p> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 60%;"></th> <th style="width: 20%; text-align: center;">t-Statistic</th> <th style="width: 20%; text-align: center;">Prob.*</th> </tr> </thead> </table> <hr/> <p>Augmented Dickey-Fuller test statistic</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 60%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">-0.546128</td> <td style="width: 20%; text-align: center;">0.4788</td> </tr> </table> <p>Test critical values:</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 40%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">1% level</td> <td style="width: 40%; text-align: center;">-2.582734</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">5% level</td> <td style="text-align: center;">-1.943285</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">10% level</td> <td style="text-align: center;">-1.615099</td> </tr> </table> <hr/>		t-Statistic	Prob.*		-0.546128	0.4788		1% level	-2.582734		5% level	-1.943285		10% level	-1.615099
	t-Statistic	Prob.*																													
	-1.242845	0.6545																													
	1% level	-3.480818																													
	5% level	-2.883579																													
	10% level	-2.578601																													
	t-Statistic	Prob.*																													
	-0.546128	0.4788																													
	1% level	-2.582734																													
	5% level	-1.943285																													
	10% level	-1.615099																													
<p>Null Hypothesis: AC has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)</p> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 60%;"></th> <th style="width: 20%; text-align: center;">t-Statistic</th> <th style="width: 20%; text-align: center;">Prob.*</th> </tr> </thead> </table> <hr/> <p>Augmented Dickey-Fuller test statistic</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 60%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">-1.905824</td> <td style="width: 20%; text-align: center;">0.6459</td> </tr> </table> <p>Test critical values:</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 40%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">1% level</td> <td style="width: 40%; text-align: center;">-4.029595</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">5% level</td> <td style="text-align: center;">-3.444487</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">10% level</td> <td style="text-align: center;">-3.147063</td> </tr> </table> <hr/>			t-Statistic	Prob.*		-1.905824	0.6459		1% level	-4.029595		5% level	-3.444487		10% level	-3.147063															
	t-Statistic	Prob.*																													
	-1.905824	0.6459																													
	1% level	-4.029595																													
	5% level	-3.444487																													
	10% level	-3.147063																													
<p>Null Hypothesis: ACT has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)</p> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 60%;"></th> <th style="width: 20%; text-align: center;">t-Statistic</th> <th style="width: 20%; text-align: center;">Prob.*</th> </tr> </thead> </table> <hr/> <p>Augmented Dickey-Fuller test statistic</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 60%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">-1.210181</td> <td style="width: 20%; text-align: center;">0.6689</td> </tr> </table> <p>Test critical values:</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 40%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">1% level</td> <td style="width: 40%; text-align: center;">-3.480818</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">5% level</td> <td style="text-align: center;">-2.883579</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">10% level</td> <td style="text-align: center;">-2.578601</td> </tr> </table> <hr/>		t-Statistic	Prob.*		-1.210181	0.6689		1% level	-3.480818		5% level	-2.883579		10% level	-2.578601	<p>Null Hypothesis: ACT has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)</p> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 60%;"></th> <th style="width: 20%; text-align: center;">t-Statistic</th> <th style="width: 20%; text-align: center;">Prob.*</th> </tr> </thead> </table> <hr/> <p>Augmented Dickey-Fuller test statistic</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 60%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">-0.425606</td> <td style="width: 20%; text-align: center;">0.5279</td> </tr> </table> <p>Test critical values:</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 40%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">1% level</td> <td style="width: 40%; text-align: center;">-2.582734</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">5% level</td> <td style="text-align: center;">-1.943285</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">10% level</td> <td style="text-align: center;">-1.615099</td> </tr> </table> <hr/>		t-Statistic	Prob.*		-0.425606	0.5279		1% level	-2.582734		5% level	-1.943285		10% level	-1.615099
	t-Statistic	Prob.*																													
	-1.210181	0.6689																													
	1% level	-3.480818																													
	5% level	-2.883579																													
	10% level	-2.578601																													
	t-Statistic	Prob.*																													
	-0.425606	0.5279																													
	1% level	-2.582734																													
	5% level	-1.943285																													
	10% level	-1.615099																													
<p>Null Hypothesis: ACT has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)</p> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 60%;"></th> <th style="width: 20%; text-align: center;">t-Statistic</th> <th style="width: 20%; text-align: center;">Prob.*</th> </tr> </thead> </table> <hr/> <p>Augmented Dickey-Fuller test statistic</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 60%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">-1.541087</td> <td style="width: 20%; text-align: center;">0.8104</td> </tr> </table> <p>Test critical values:</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 40%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">1% level</td> <td style="width: 40%; text-align: center;">-4.029595</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">5% level</td> <td style="text-align: center;">-3.444487</td> </tr> <tr> <td></td> <td style="text-align: center;">10% level</td> <td style="text-align: center;">-3.147063</td> </tr> </table> <hr/>			t-Statistic	Prob.*		-1.541087	0.8104		1% level	-4.029595		5% level	-3.444487		10% level	-3.147063															
	t-Statistic	Prob.*																													
	-1.541087	0.8104																													
	1% level	-4.029595																													
	5% level	-3.444487																													
	10% level	-3.147063																													
<p>Null Hypothesis: OB has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)</p> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 60%;"></th> <th style="width: 20%; text-align: center;">t-Statistic</th> <th style="width: 20%; text-align: center;">Prob.*</th> </tr> </thead> </table> <hr/> <p>Augmented Dickey-Fuller test statistic</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 60%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">-3.972559</td> <td style="width: 20%; text-align: center;">0.0021</td> </tr> </table>		t-Statistic	Prob.*		-3.972559	0.0021	<p>Null Hypothesis: OB has a unit root Exogenous: None Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)</p> <hr/> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 60%;"></th> <th style="width: 20%; text-align: center;">t-Statistic</th> <th style="width: 20%; text-align: center;">Prob.*</th> </tr> </thead> </table> <hr/> <p>Augmented Dickey-Fuller test statistic</p> <table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 60%;"></td> <td style="width: 20%; text-align: center;">-3.470897</td> <td style="width: 20%; text-align: center;">0.0006</td> </tr> </table>		t-Statistic	Prob.*		-3.470897	0.0006																		
	t-Statistic	Prob.*																													
	-3.972559	0.0021																													
	t-Statistic	Prob.*																													
	-3.470897	0.0006																													

Test critical values:	1% level	-3.482035	Test critical values:	1% level	-2.583153
	5% level	-2.884109		5% level	-1.943344
	10% level	-2.578884		10% level	-1.615062

Null Hypothesis: OB has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.088380	0.0003
Test critical values:	1% level	-4.031309
	5% level	-3.445308
	10% level	-3.147545

Null Hypothesis: INF has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.095089	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.480818
	5% level	-2.883579
	10% level	-2.578601

Null Hypothesis: INF has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.289823	0.0012
Test critical values:	1% level	-2.582734
	5% level	-1.943285
	10% level	-1.615099

Null Hypothesis: INF has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.360940	0.0001
Test critical values:	1% level	-4.029595
	5% level	-3.444487
	10% level	-3.147063

Null Hypothesis: PIB has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 7 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.154355	0.6925
Test critical values:	1% level	-3.483751
	5% level	-2.884856
	10% level	-2.579282

Null Hypothesis: PIB has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 7 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.885040	0.0569
Test critical values:	1% level	-2.583744
	5% level	-1.943427
	10% level	-1.615011

Null Hypothesis: PIB has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 7 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

t-Statistic Prob.*

Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.040789	0.9336
Test critical values:	1% level	-4.033727
	5% level	-3.446464
	10% level	-3.148223

الملحق رقم (4): اختبار ADF عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(AC) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(AC) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.30908	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.35218	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.481217	Test critical values:	1% level	-2.582872
	5% level	-2.883753		5% level	-1.943304
	10% level	-2.578694		10% level	-1.615087

Null Hypothesis: D(AC) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.42497	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.030157
	5% level	-3.444756
	10% level	-3.147221

Null Hypothesis: D(ACT) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(ACT) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.52602	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.57096	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.481217	Test critical values:	1% level	-2.582872
	5% level	-2.883753		5% level	-1.943304
	10% level	-2.578694		10% level	-1.615087

Null Hypothesis: D(ACT) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.48072	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.030157
	5% level	-3.444756
	10% level	-3.147221

<hr/> <hr/>			<hr/> <hr/>		
Null Hypothesis: D(OB) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(OB) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
<hr/>			<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test statistic			Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-12.45025	0.0000		-12.37671	0.0000
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-3.482453		1% level	-2.583298	
5% level	-2.884291		5% level	-1.943364	
10% level	-2.578981		10% level	-1.615050	
<hr/>			<hr/>		
Null Hypothesis: D(OB) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			<hr/>		
			t-Statistic	Prob.*	
<hr/>			<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-12.57231	0.0000	
Test critical values:					
1% level			-4.031899		
5% level			-3.445590		
10% level			-3.147710		
<hr/>			<hr/>		
Null Hypothesis: D(INF) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(INF) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
<hr/>			<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test statistic			Augmented Dickey-Fuller test statistic		
	-9.503996	0.0000		-9.542238	0.0000
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-3.482035		1% level	-2.583153	
5% level	-2.884109		5% level	-1.943344	
10% level	-2.578884		10% level	-1.615062	
<hr/>			<hr/>		
Null Hypothesis: D(INF) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			<hr/>		
			t-Statistic	Prob.*	
<hr/>			<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-9.487628	0.0000	
Test critical values:					
1% level			-4.031309		
5% level			-3.445308		
10% level			-3.147545		
<hr/>			<hr/>		
Null Hypothesis: D(PIB) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 6 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(PIB) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 6 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
<hr/>			<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test			-8.687127	0.0000	
<hr/>			<hr/>		
Augmented Dickey-Fuller test			-8.508712	0.0000	

statistic			statistic		
Test	1%		Test	1%	
criticalvalues:	level	-3.483751	criticalvalues:	level	-2.583744
	5%			5%	
	level	-2.884856		level	-1.943427
	10%			10%	
	level	-2.579282		level	-1.615011

Null Hypothesis: D(PIB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 6 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.688538	0.0000
Test critical values:		
	1% level	-4.033727
	5% level	-3.446464
	10% level	-3.148223