

تقييم أداء الأسواق المالية العربية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008

د. عقون عبد السلام

جامعة برج بوعريريج، الجزائر

الملخص:

عرف العالم بداية من أكتوبر 2008 أزمة مالية خانقة، بدأت من الأسواق المالية الأمريكية، ثم امتدت تأثيراتها إلى باقي دول العالم، بفعل العدوى والترابطات الكبيرة بين اقتصاديات هذه الدول.

الأسواق المالية العربية وكغيرها من الأسواق المالية وصلتها الأزمة، وتأثر أداءها بها، بحيث عرفت مؤشرات انهيارات متتالية خلال هذه الأزمة. وبذلك فإن هذه الورقة تبحث في تقييم أداء الأسواق المالية العربية خلال هذه الأزمة، باستعمال عدة اختبارات قياسية. ولقد توصلت إلى أن أداءها تأثر بالأزمة، وكان ذلك ناتج في الغالب عن عدوى الأزمة التي انتقلت إليها من الأسواق الغربية.

الكلمات المفتاحية: الأزمة المالية، الأسواق المالية العربية، تقييم الأداء.

المقدمة:

ظهرت الأسواق المالية منذ القدم وسعت إلى الربط بين أصحاب رؤوس الأموال، ومن هم بحاجة إليها، وتطورت عبر العصور ليتعاضد دورها في تحويل رؤوس الأموال الفائضة بين الأعوان الاقتصاديين، وأصبحت التدفقات المعاكسة رؤوس الأموال أكثر سرعة، نتيجة التكامل بين الأسواق المالية العالمية في ظل العولمة، واستعملت في ذلك عدة أدوات تطورت هي الأخرى مع تطور دور الأسواق المالية وآليات عمله. لكن التحرير الكبير لنشاطها وقلة المراقبة المفروضة عليها، ما فتأت أن أدت إلى تحول الاستثمار فيها من الاقتصاد الحقيقي إلى الاقتصاد المالي الأكثر ربحية، وغما نشاط المضاربات فيها، وتعقدت التعاملات بها لاستعمال أدوات تمتاز بالمخاطرة الكبيرة، وغابت الأخلاق الاقتصادية في تعاملاتها، وهو ما نشأ عنه أزمات مالية كثيرة عبر عدة عقود.

تعرّض الاقتصاد الأمريكي بداية من صيف 2007 إلى أزمة الرهن العقاري، التي كانت نتيجة تعثر القروض العقارية الممنوحة للعائلات، ثم تحولت بعد ذلك إلى أزمة مالية حقيقية في سبتمبر 2008، تعد الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير الذي عرفه العالم في ثلاثينيات القرن الماضي.

بدأت الأزمة من الأسواق المالية الأمريكية، ثم انتقلت بعدها إلى باقي دول العالم سواء المتقدمة أو السائرة في طريق النمو، بفعل العدوى التي غذتها العولمة المالية، والترابط الكبير والتكامل بين

الأسواق المالية والاقتصاديات الدولية، بالإضافة إلى جملة من الأسباب والعوامل والتي تراكمت عبر الزمن فكانت وراء حدوث هذه الأزمة، وشدة عمقها.

الإشكالية:

الأسواق المالية العربية وكغيرها من الأسواق المالية انتقلت إليها الأزمة المالية، بفعل العدوى والارتباطات الموجودة بينها وبين الأسواق المالية الغربية، لدى سنحاول في هذا المقال دراسة أثر الأزمة المالية على أداء الأسواق المالية العربية، وذلك من خلال معالجة الإشكالية التالية:

إلى أي مدى أثرت الأزمة المالية العالمية 2008، على أداء الأسواق المالية العربية؟

- الفرضيات: كإجابة أولية على هذه الإشكالية، يتم صياغة الفرضيات التالية:
- انعكست الأزمة المالية العالمية 2008 سلباً على أداء الأسواق المالية العربية، ويظهر ذلك من خلال الانخفاض الكبير الذي عرفته قيمة مؤشراتنا خلال الأزمة على ما كانت عليه قبلها؛
 - انخفاض مؤشرات الأسواق المالية العربية خلال الأزمة ناتج عن انتقال عدوى الأزمة المالية من الأسواق الغربية إلى السوق الأمريكية.

منهج وعينة الدراسة:

تهتم هذه الدراسة بتقييم أداء الأسواق المالية العربية خلال الأزمة المالية العالمية 2008، وذلك بدراسة مؤشرات أسواق مالية عربية مختارة قبل وأثناء الأزمة لمعرفة سلوكها قبل وبعد الأزمة، لنختبر مدى تأثير أدائها بهذه الأزمة، فقمنا باختيار ثلاثة مؤشرات للأسواق المالية، المؤشر المركب الذي يعده صندوق النقد العربي، ومؤشر سوق الدوحة المالي ممثلاً للأسواق الدول ذات الوفرة المالية، ومؤشر سوق عمان المالي ممثلاً لأسواق الدول ذات العجز المالي، وتم اختيارها باعتبارها مثلاً للتنظيم وحسن التسيير بين الأسواق المالية العربية. بمشاهدات شهرية من أكتوبر 2007 إلى سبتمبر 2009 (سنة قبل الأزمة وسنة خلالها) بـ 24 مشاهدة لكل مؤشر، بمجموع 72 مشاهدة، والمتحصل عليها من النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي لسنة 2007 إلى 2009.

ولتقييم أداء الأسواق المالية خلال الأزمة المالية استعمالنا عدة نماذج قياسية، قمنا بعرض مؤشرات عينة الدراسة بياناً، ثم قمنا باختبار استقرارية السلسلة باستعمال اختبار ADF، وبعدها قمنا باستعمال مقاييس التشتت والنزعة المركزية (المتوسط الحسابي والانحراف المعياري)، بالإضافة إلى اختبار السببية لجرانجر. وهذا بالاستناد على حزمة (E-Views 7)

المحور الأول: الجوانب النظرية للأسواق المالية العربية

أولاً: نشأة السوق المالية ومفهومها

ظهرت سوق الأوراق المالية لأول مرة مع انطلاقة الثورة الصناعية، وتجسدت عملياً منذ ما يزيد على 400 عام وتحديداً في هولندا⁽¹⁾، ثم ظهرت في فرنسا في عام 1724 وفي بريطانيا بورصة لندن في عام 1776، ثم ظهرت في الولايات المتحدة في عام 1821 حيث أنشأت بورصة نيويورك في وول ستريت، ثم تلتها بورصة طوكيو في اليابان في عام 1878م. وكانت بورصة باريس هي السوق المالية الأهم عالمياً حتى قيام الثورة الفرنسية، فاحتلت عندها بورصة لندن المرتبة الأولى في العالم، ومع نهاية عقد الثمانينات من القرن الماضي تغير ترتيب البورصات الدولية لصالح الولايات المتحدة واليابان⁽²⁾.

وتعرف السوق المالية بأنها: «عبارة عن تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال. وقد تكون موجودة في موقع مادي أو تكون ببساطة عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية أي أنه وجودها يكون افتراضي»⁽³⁾.

كما يعرف على أنه المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات بيعاً وشراءً، بحيث يشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الادخار الرئيسية (أفراد، مؤسسات) إلى وحدات الاستثمار (مشاريع الأعمال والدولة)⁽⁴⁾.

تمثل الأسواق المالية وسيلة من الوسائل التي يتم من خلالها تمويل الاحتياجات المالية، حيث تمثل أداة مهمة في الاقتصاد بين المشتريين البائعين وذلك لتبادل الأصول المالية المختلفة حيث يتم الجمع بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال يوجد داخلها هيئات ووسطاء يعملون على تنظيم وسير العمليات حيث تحكمها قوانين وتعليمات.

يؤدي السوق المالي على هذا الأساس عدة وظائف نذكر منها:

- إيجاد فرصة للتفاعل ما بين البائعين والمشتريين تؤدي بالتالي إلى تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة؛
- السوق المالي يوفر الآلية المناسبة لمالك الأصل المالي لبيعه، لذا يقال بأن السوق المالي يوفر إمكانية الحصول على السيولة للمستثمر؛
- وجود السوق المالي بشكله الرسمي يقلل من تكلفة عملية الاستثمار؛ لأن المعلومات الضرورية

1 - حيان سلمان. « قراءة في سوق الأوراق المالية السورية ». الاقتصادية، 17 أيار، 2009، ص 16-17.

2 - عصام حسين. أسواق الأوراق المالية (البورصة). عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع، 2008.

3 - Frank J. Fabozzi & Pamela P. Peterson. Financial Management and Analysis. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2003.

4 - غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، ط1، عمان، الأردن، 2002، ص 42.

لاتخاذ قرار الاستثمار يفترض أن تتوفر من خلال أجهزة السوق مما يؤدي بالتالي إلى توفير في المصاريف المترتبة على اتخاذ مثل هذا القرار؛

- توفير الآلية المناسبة والفعالية للمحافظة على الاستقرار النقدي في البلد، عن طريق الإبقاء على معدلات التضخم بأدنى مستوياتها، والمحافظة على أسعار صرف العملة؛
- تسهيل تسوية الديون الناجمة عن التبادل التجاري المحلي أو الخارجي بين الأفراد والمؤسسات على السواء، وهذا بدوره يساهم في دعم جهود تطوير التجارة المحلية والأجنبية.

ثانياً: الأسواق المالية العربية:

يبلغ عدد الدول العربية التي لديها أسواق الأوراق المالية 15 دولة يصدر بياناتها ويرصد تطوراتها صندوق النقد العربي بشكل فصلي، الذي أنشأ قاعدة بيانات للأسواق العربية بهدف جمع البيانات حول أنشطة البورصات العربية، ومعالجتها بصورة منسقة، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة، ونشرها بصورة دورية ومنظمة، لزيادة الوعي الاستثماري في هذه الأسواق، وتفعيل دورها التنموي في الاقتصاد، وتمكين المستثمرين فيها من اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة.

يعود تاريخ تأسيس أغلب أسواق الأوراق المالية العربية إلى فترات السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، باستثناء أسواق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية إذ يعود تاريخ إنشائها إلى سنة 1883، تلتها بورصة بيروت 1920، وبورصة الدار البيضاء سنة 1929، ولم يكن في المنطقة العربية حتى منتصف عقد الثمانينات سوى ستة بورصات في كل من مصر والمغرب وتونس والأردن والكويت ولبنان، وفي عام 1989 شهدت المنطقة العربية قيام سوق البحرين المالي وسوق مسقط للأوراق المالية، وسوق بغداد المالي، إضافة إلى سوق الأسهم السعودي. أما العقد الأخير من القرن العشرين فقد شهد تطورات ملحوظة في مجال إنشاء بورصات جديدة في كل من السودان، قطر، فلسطين، الإمارات والجزائر⁽¹⁾.

تعتبر أسواق رأس المال في البلدان العربية الأقل نموًا مقارنة بنظيراتها في الأسواق الناشئة في آسيا وأمريكا اللاتينية، فهي تعاني من ضعف مؤسساتها، كما أن تحرير أسواقها لاستقطاب الرساميل الأجنبية لم يتأتى إلا في العشرية الأخيرة من القرن العشرين، فيما يخضع صناع السوق بشكل كبير لضغوط الحكومات في مختلف الأنشطة الاقتصادية.

تشارك الدول العربية في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغيرات التي شهدتها العالم مطلع تسعينيات القرن العشرين دفع بالدول العربية إلى تحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص، ولتسهيل هذه المهمة تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية فتم

1 - محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية السوق، جامعة ورقلة، 2012، ص ص: 134، 135.

بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات. وبالرغم من أن جمهورية مصر قد سبقت دولاً عديدة من حيث إنشاء البورصة حيث يعود تاريخ بداية التعاملات في بورصة القاهرة والإسكندرية إلى سنة 1888 بل تصدرت المرتبة الخامسة بين بورصات العالم الأكثر نشاطاً، إلا أن موجات التأميم في العهد الاشتراكي قلصت من نشاط البورصة بسبب انخفاض عدد الشركات المدرجة. كما أن بورصات المغرب، تونس ولبنان عرفت بداية نشاطها منذ النصف الأول من القرن العشرين غير أن تأثيرها على الاقتصاد كان محدوداً للغاية⁽¹⁾.

المحور الثاني: تقييم الأداء الأسواق المالية

أولاً: مفهوم تقييم الأداء: الأداء مفهوم واسع يعبر عن أسلوب الكيان في استثمار موارده المتاحة وفقاً لمعايير واعتبارات متعلقة بأهدافه في ظل مجموعة من المتغيرات الداخلية والخارجية التي تتفاعل معها الوحدة الاقتصادية، في سعيها لتحقيق كفاءتها وفعاليتها لتأمين بقائها، كما أن أهمية الأداء تكمن في كونه يعبر قابلية الوحدة الاقتصادية في خلق النتائج المقبولة في تحقيق طلبات المجموعات المهمة بالوحدة الاقتصادية كونه ممثلاً للمدى الذي تستطيع فيه أن تنجز مهمة بنجاح، أو تحقق هدفاً بتفوق، وبتعبير آخر أنه يمثل النتيجة النهائية التي يهدف الكيان للوصول إليها، لذا فإن الأداء محصلة لكافة العمليات التي يقوم بها الكيان، وإن أي خلل في أي منها لابد أن يؤثر على الأداء سلبياً⁽²⁾.

يمثل تقييم الأداء المالي تحديد وتعريف الكيفية التي يتم من خلالها هذا الأداء، كما أنه يمثل عمل خطة لتحسينه وتطويره، وعندما يطبق تقييم الأداء المالي بصورة جيدة وصحيحة، فإنه لا يوضح مستوى الأداء الحالي فقط، وإنما يكون له انعكاسات إيجابية على الأداء المستقبلي المتوقع، وتؤكد معايير تقييم الأداء على جانبين: أحدهما موضوعي يركز على كمية العمل المنجز والسرعة وتحقيق الأهداف، والآخر سلوكي يكشف عن صفات العاملين في الإدارة المالية الشخصية كالقابلية والسرعة والتعلم والاستفادة من التدريب⁽³⁾.

ثانياً: أهمية تقييم الأداء: تتجلى أهمية تقييم الأداء في⁽⁴⁾:

- يوفر مقياساً لمدى نجاح الوحدة الاقتصادية من خلال سعيها للبقاء بغية تحقيق أهدافها؛

1 - علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، «التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر، 1974-2002»، أوراق صندوق النقد العربي، عدد 9، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، أبريل، 2004: ص 21.

2 - نعمة نغم حسين، أثر استثمار رأس المال الفكري على الأداء المنظمي، رسالة ماجستير، إدارة الأعمال، جامعة بغداد، العراق، 2002، ص 56.

3 - الهيتي خالد عبد الرحيم، إدارة الموارد البشرية، مدخل استراتيجي، ط 1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2000، ص 180.

4 - مشعل جهاز المطيري، تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2011، ص 15.

- تحقيق التنسيق بين مختلف أوجه نشاط الوحدة الاقتصادية (الانتاج، التسويق، التمويل...)، لتحقيق الوفرة الاقتصادية، وتجنب الضياع الاقتصادي والإسراف المالي؛
- توفير مناخ من الثقة والتعامل الأخلاقي بين الموارد البشرية للكيان، عن طريق تأكيد الأسس العلمية في التقييم والنهوض بمستواهم، من خلال استثمار طاقاتهم الكامنة؛
- التأكد من توفر السيولة ومستوى الربحية في ظل كل قرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبهما من مخاطر.

ثالثا: مراحل تقييم الأداء: تمر عملية تقييم الأداء بثلاثة مراحل أساسية⁽¹⁾:

مرحلة التخطيط: يتم فيها تحديد أدوات التقييم التي سيتم استخدامها، وتحديد المراكز المسؤولة عن عملية التقييم التي سيتم استخدامها، وتحديد المراكز المسؤولة عن عملية التقييم والأهداف المستقبلية المتوقعة؛

مرحلة مقارنة النتائج: يتم فيها مقارنة الأداء الفعلي مع المخطط، وذلك لمعرفة مدى تحقق الأهداف الموضوعة سلفا؛

مرحلة ما بعد مقارنة النتائج: يتم فيها اكتشاف الانحرافات لغرض تحليلها ومعرفة أسبابها لمعالجتها.

رابعا: مؤشرات قياس أداء السوق المالي: يعرف مؤشر السوق المالي على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في السوق المالي، حيث يمكن تكوين المؤشر في بداية الفترة وتحديد قيمته، وبالتالي فإن المؤشر يمكننا من التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. إذ يمثل مقياسا شاملا لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، حيث يمثل مؤشر السوق المستوى المرجعي للمستثمر عن سوق المال، وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق المالي سواء في الدول النامية أو المتقدمة، ويستخدم لكل سوق مؤشرا أو عدد من المؤشرات لتقييمه⁽²⁾.

خامسا: كفاءة الأسواق المالية: إن أسواق الأسهم تتسم بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم، وحيث وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها، ويعود ذلك لأسباب موضوعية تجعل أسعار الأسهم معبرة عن قيمتها الواقعية الحقيقية⁽³⁾.

1 - نفس المرجع السابق، ص 19.

2 - داوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012، ص 59.

3 - هندي منير، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2004، ص 494.

المستوى القوي: وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، فهذه الصيغة أختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية⁽¹⁾.

المستوى شبه القوي: أي إن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وإن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو إن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في أسعار الأسهم⁽²⁾.

المستوى الضعيف: كفاء السوق عند المستوى الضعيف تعني أن الأسعار في السوق تعكس تماما كل المعلومات الخاصة بالتتابع التاريخي للتغيرات في الأسعار، ولذلك فإن تطبيق أي قاعدة للتعامل أو التحليل التي تعتمد على المعلومات السوقية التاريخية لن تعطي أي عائد إضافي، وعليه فإن سعر الأصل في الزمن t هي التوقع العقلاني للقيمة الأساسية للأصل « V » بناء على المعلومات المتاحة في الزمن t ⁽³⁾.

تقاس كفاءة السوق بتوفر الخواص التالية:

- انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي، ويقصد بذلك تكاليف الصفقات المالية وتعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشرا على الكفاءة الداخلية للسوق المالي؛
- سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه، وتعتبر هذه الخاصية مؤشرا للكفاءة الخارجية للسوق المالي؛
- أن تعكس المعلومات بطريقة غير متحيزة.

سادسا: تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية

شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2008 تقلبات حادة وتراجعات غير مسبقة في مؤشراتنا متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية التي امتدت لتتطال كافة البورصات العالمية والناشئة على حد سواء. فبعد التحسن النسبي في أداء أسواق الأوراق المالية العربية خلال عام 2007 وفي بداية

1 - مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، 2010/2009، عدد 07، ص 186.

2 - Cooper S Kerry, Fraser R Donald, The financial market place, Thied edition, library of congress 1990, P 368.

3- محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، [على الخط]، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، متاح على <<http://li-brary.iugaza.edu.ps/thesis/73833.pdf>>، تاريخ الإطلاع (18/12/2012)، ص 36.

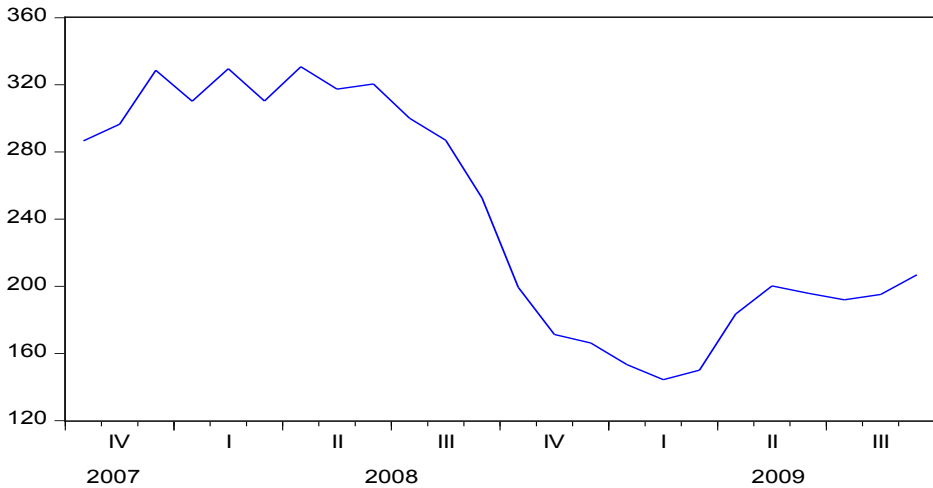
عام 2008، عاودت مؤشرات هذه الأسواق الهبوط وبشكل كبير خلال النصف الثاني من عام 2008 وانخفضت أحجام التداول باستثناء سوق العراق وبورصة تونس للأوراق المالية.

وانخفض المؤشر المركب الذي يحتسبه صندوق النقد العربي والذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية بما نسبته 49.40% ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية عام 2008 ، مقارنة مع 328.7 نقطة في نهاية عام 2007 وفيما يتعلق بالأداء الفردي للأسواق وفقا لمؤشرات المحلية، فقد سجل سوق دبي المالي أكبر تراجع من بين الأسواق العربية بنسبة بلغت 72.42% تليه السوق المالية السعودية بنسبة 57.02% وسجلت البورصة المصرية خسارة بلغت نسبتها 56.43% ثم سوق أبو ظبي للأوراق المالية بنسبة 47.49% وتراجعت سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 28.12% بينما تعتبر بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء أقل البورصات العربية تراجعا خلال عام 2008 وذلك بنسبة 13.48%⁽¹⁾.

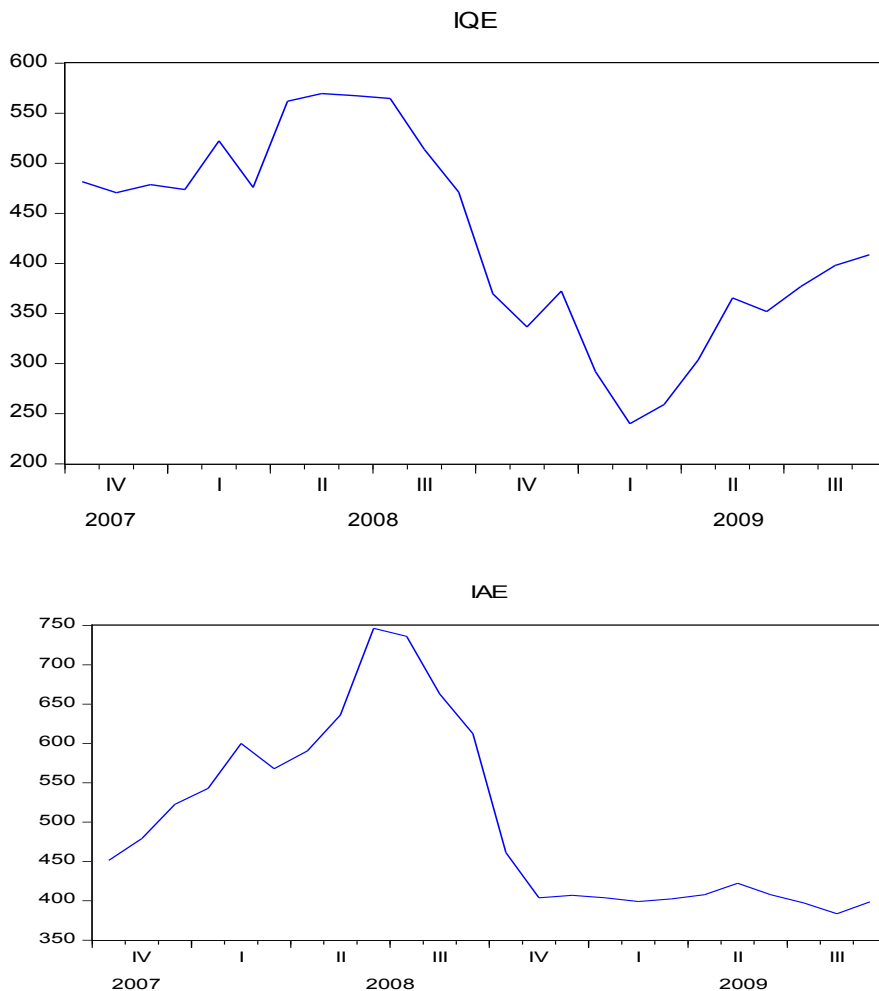
المحور الثالث: قياس أثر الأزمة المالية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية

أولاً: التمثيل البياني لعينة الدراسة

الشكل رقم (01): التمثيل البياني لعينة الدراسة.
COMP



1 - محمد الهاشمي حجاج، مرجع سابق، ص: 141، 142.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج 7 (E-Views).

تمثل الأشكال التالية تطور مؤشرات الأسواق المالية خلال فترة الدراسة، المؤشر المركب (Comp)، مؤشر سوق عمان المالي (IAE)، مؤشر سوق الدوحة المالي (IQE) بحيث تظهر تدهور قيمة كل المؤشرات بدون استثناء بدءاً من أكتوبر 2008 وهو تاريخ بداية الأزمة المالية العالمية 2008، وهو ما يشير إلى انتقال الأزمة إلى هذه الأسواق وتأثر أدائها بها.

ثانياً: اختبار استقرار السلسلة (اختبار ADF)

نقوم باختبار استقرار سلسلة مؤشرات الأزمة لأن هناك بعض السلاسل الزمنية تتسم بالاستقرار لعدم احتوائها على جذر الوحدة، وهذا ما يؤدي إلى عدم استقلال متوسط وتباين المتغير عن الزمن، لهذا تكون العلاقة بين المتغيرات زائفة، وعليه نقوم باختبار وجود جذر الوحدة باستخدام اختبار

(ADF). والذي يعتمد على النموذج التالي:

$$\Delta y_t = A_1 + A_2 T + \lambda y_{t-1} + \beta_i \sum_{i=1}^k \Delta y_{t-1} + \mu_t$$

الفروق الأولى:

$$\Delta y_{t-1} = y_{t-1} - y_{t-2}$$

الفروق الثانية:

$$\Delta y_{t-2} = y_{t-2} - y_{t-3}$$

يتم اختبار السلسلتين تحت الفرضيتين التاليتين:

$H_0: \lambda \neq 0$: السلسلة غير مستقرة؛

$H_1: \lambda = 0$: السلسلة مستقرة؛

فإذا كانت الفروض الأولى من سلسلة السير العشوائي مستقرة فنقول أن السلسلة الأصلية متكاملة من الدرجة الأولى (1) (I)، أما استقر المتغير العشوائي عند الفروق الثانية فنقول أن السلسلة متكاملة من الدرجة الثانية.

نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): نتائج اختبار ADF.

		Test ADF		Test critical values		
		t-Statistic	Prob.*	1%	5%	10%
Level	ICOMP	-2.6001	0.2837	-4.5325	-3.6736	-3.2774
	IAE	-2.5535	0.3022	-4.4407	-3.6329	-3.2547
	IQE	-1.1144	0.6920	-3.7529	-2.9980	-2.6387
1st difference	ICOMP	-3.1830	0.1133	-4.4407	-3.6329	-3.2547
	IAE	-2.6980	0.2464	-4.4407	-3.6329	-3.2547
	IQE	-3.8169	0.0351	-4.4407	-3.6329	-3.2547
2nd difference	ICOMP	-9.0779	0.0000	-4.4679	-3.6449	-3.2614
	IAE	-5.5053	0.0012	-4.4679	-3.6449	-3.2614
	IQE	-4.8106	0.0054	-4.4983	-3.6584	-3.2689

* ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (E-Views 7).

من خلال الجدول يتبين أن كل اختبارات ADF لكل المؤشرات، أكبر من اختبار القيم الحرجة عند كل مستويات، سواء بثابت أو بثنائيات واتجاه عام أو بدون ثابت ولا اتجاه عام، مما يعني أن كل السلاسل تحتوي على جذر الوحدة، إذا هي مستقرة في الزمن، في المستوى، وعند الفارق الأول، وهي عكس ذلك بالنسبة للفروق الثانية، مما يعني أن كل السلاسل غير مستقر في الزمن وهي متكاملة من الدرجة الأولى.

ثالثاً: عرض قيمة مؤشرات الأسواق المالية قبل وخلال الأزمة

لملاحظة تأثير الأزمة المالية على أداء الأسواق المالية، نستعرض قيمة مؤشرات الأسواق محل الدراسة، لمقارنة قيمها خلال الأزمة على ما كانت عليه في نفس الفترات قبل الأزمة، والشكل الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (2): قيمة مؤشرات الأسواق المالية محل الدراسة قبل وخلال الأزمة.

	المؤشر المشترك		مؤشر سوق عمان		مؤشر سوق الدوحة	
	قبل الأزمة	بعد الأزمة	قبل الأزمة	بعد الأزمة	قبل الأزمة	بعد الأزمة
أكتوبر	286.6	199.4	451.5	461.2	481.7	369.8
نوفمبر	296.5	171.3	479.2	403.9	470.7	336.6
ديسمبر	252.5	166.2	522.6	406.9	478.7	372.4
جانفي	328.7	153.3	542.9	403.8	473.8	292.0
فيفري	310.3	144.4	600.0	399.0	522.3	240.0
مارس	329.6	150.0	568.0	402.4	475.9	259.1
أفريل	310.4	183.4	590.5	407.7	562.0	303.5
ماي	330.8	200.2	636.1	422.4	569.6	365.6
جوان	317.4	195.9	746.3	407.7	567.4	352.0
جويلية	320.5	192.0	736.1	397.3	564.6	377.0
أوت	300.1	195.1	663.0	383.6	513.9	398.0
سبتمبر	287.0	206.8	612.3	398.7	471.3	408.7

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات صندوق النقد العربي.

نلاحظ من خلال الجدول حجم الانخفاض الذي عرفته كل المؤشرات المدروسة، وهو يدعم فرضية الأثر البالغ للأزمة المالية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية، والذي انعكس بصورة واضحة على مؤشراتنا.

رابعاً: دراسة أثر الأزمة على أداء الأسواق المالية باستعمال مقاييس التشتت والنزعة المركزية

نحاول من خلال هذا العنصر دراسة أثر الأزمة المالية 2008 على أداء مؤشرات الأسواق المالية محل الدراسة، باستعمال المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، ومقارنتها بين فترة الأزمة والفترة ما قبلها، والجدول التالي يبين ذلك.

الجدول رقم (3): دراسة أثر الأزمة على أداء الأسواق المالية باستعمال مقاييس التشتت والنزعة المركزية.

	المؤشر المشترك		مؤشر سوق عمان		مؤشر سوق الدوحة	
	قبل الأزمة	بعد الأزمة	قبل الأزمة	بعد الأزمة	قبل الأزمة	بعد الأزمة
1. متوسط الحسابي	305,8667	179,8333	595,7083	407,8833	512,6583	339,5583
الانحراف المعياري	22,9422	21,9194	91,5223	19,0262	42,5438	54,2554

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (E-Views 7).

يبين الجدول السابق قيمة المتوسطات الحسابية للمؤشرات قبل وخلال الأزمة بحيث بلغ المتوسط الحسابي للمؤشر المشترك 305,8667 قبل الأزمة وانخفض إلى 179,8333، وهو نفس حال مؤشر سوق عمان المالي بحيث انخفض المتوسط الحسابي لمؤشره من 595,7083 قبل الأزمة 407,8833 خلالها، وكذلك المتوسط الحسابي لمؤشر سوق الدوحة المالي بحيث انخفض المتوسط الحسابي من 512,6583 قبل الأزمة إلى 339,5583 خلال الأزمة. وهذا ما يؤكد فرضية تأثر أداء الأسواق المالية العربية محل الدراسة بالأزمة المالية العالمية 2008. أما الانحرافات المعيارية فلقد انخفضت بالنسبة للمؤشر المركب ومؤشر سوق عمان المالي وهو دليل على استقرار المؤشرين عند مستويات دنيا بفعل الأزمة، أما الانحراف المعياري لمؤشر سوق الدوحة فقد ارتفع بفعل التحسنات التي كان يعرفها من فترة إلى أخرى بفعل التدخلات الحكومية في السوق نظرا للوفرة المالية التي تتمتع بها الدولة.

خامسا: اختبار السببية لجرانجر

من خلال ما سبق يتبين أن أداء الأسواق المالية انخفض بشكل كبير في فترة الأزمة على ما كان عليه في الفترة التي سبقت الأزمة، والذي انعكس على قيمة مؤشرات عينة الدراسة، وعليه سنحاول في هذا العنصر اختبار ما إذا كان هذا التأثير ناتج عن الأزمة المالية العالمية 2008، وذلك باختبار السببية بين مؤشرات عينة الدراسة مع مؤشر السوق الأمريكية (داو جونز) باعتبارها مهد الأزمة. وهو يتبع النموذج التالي:

$$x_t = a_0 + \sum_{i=1}^{\infty} a_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^{\infty} \beta_j y_{t-j} + \varepsilon_t$$

النموذج يختبر الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: Y \text{ لا يتسبب في } X \text{ إذا كان } \beta_j = 0$$

$$H_1: Y \text{ يتسبب في } X \text{ إذا كان } \beta_j \neq 0$$

هذا الاختبار يتبع قانون فيشر، ونتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي.

الجدول رقم (5): نتائج اختبار السببية لجرانجر

	F-Statistic	Prob*
DOWJONES does not Granger Cause Comp	0.83059	0.3887
DOWJONES does not Granger Cause IAE	0.37914	0.7026
DOWJONES does not Granger Cause IQE	0.45495	0.5190

* ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية 5%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج 7 (E-Views).

تتحقق السببية وبذلك رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة إذا كان الاحتمال أصغر من 5% قيمة اختبار فيشر أصغر من احتمالها، وهذا من نجده في كل من سوق الدوحة المالي وسوق عمان المالي بحيث قيمة اختبار فيشر أصغر من احتمالها، وعليه نرفض الفرضية ونقبل الفرضية البديلة وجود السببية بين هذه الأسواق والسوق الأمريكية. في حين لم يتحقق الشرطين السابقين بالنسبة للمؤشر المركب وبذلك نقبل الفرضية الصفرية عدم وجود السببية بين السوق الأمريكية والأسواق المالية العربية مجتمعة.

الخاتمة:

بناءً على نتائج الدراسة القياسية التي قمنا بها في هذه الدراسة يتضح لنا أن الأزمة المالية العالمية 2008 التي شهدتها العالم أثرت وبشكل سلبي على أداء الأسواق المالية العربية، بحيث يظهر بشكل واضح الانخفاض الكبير الذي عرفته مؤشرات الأسواق المالية العربية خلال فترة الأزمة مقارنة على ما كانت عليه قبلها، وهذا متبين لنا من خلال العرض البياني للمؤشرات، وكذا عند استعمال مقاييس التششت والنزعة المركزية.

أما اختبار السببية فقد أظهر أن أداء الأسواق المالية قطر والأردن تغير خلال الأزمة بفعل تأثيراتها السلبية، وأن الأزمة انتقلت إليها بفعل العدوى، أما المؤشر المركب فقد انخفض نتيجة تدهور أداء بعض الأسواق وليس كلها، وعليه فإن الأزمة لم تصل إلى كل الأسواق المالية العربية خلال الفترة المدروسة، نظراً لقلّة فعاليتها ونشاطها.

المراجع:

1. حيان سلمان. « قراءة في سوق الأوراق المالية السورية». الاقتصادية، 17 أيار، 2009.
2. داوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012.
3. عصام حسين. أسواق الأوراق المالية (البورصة). عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع، 2008.
4. علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، «التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر، 1974-2002»، أوراق صندوق النقد العربي، عدد 9، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، أبريل، 2004.
5. غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، ط1، عمان، الأردن، 2002.
6. محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، مذكرة ماجستير، تخصص مالية السوق، جامعة ورقلة، 2012.
7. محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، [على الخط]، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، متاح على <http://library.iugaza.edu.ps/thesis/73833.pdf>، تاريخ الإطلاع (2012/12/18).
8. مشعل جهز المطيري، تحليل وتقييم الأداء المالي لمؤسسة البترول الكويتية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2011.
9. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، 2010/2009، عدد 07.
10. نعمة نغم حسين، أثر استثمار رأس المال الفكري على الأداء المنظمي، رسالة ماجستير، إدارة الأعمال، جامعة بغداد، العراق، 2002.
11. هندي منير، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2004.
12. الهيتي خالد عبد الرحيم، إدارة الموارد البشرية، مدخل استراتيجي، ط1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2000.
13. Cooper S Kerry, Fraser R Donald, The financial market place, Thied edition, library of congress 1990.
14. Frank J. Fabozzi & Pamela P. Peterson. Financial Management and Analysis. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2003.