

تأثر السوق المال السعودي بالأزمة المالية العالمية 2007-2009: دراسة
تطبيقية بالاعتماد على المؤشرات القطاعية
the impact of the global financial crisis 2007-2009 on the Saudi
financial market: study based on sectoral analysis

د. إيهاب حسين أبودية*

Ehab Hussien Abodayeh

جامعة أم القرى - المملكة العربية السعودية

Ehabhussien2000@yahoo.com

تاريخ النشر: 2020/06/30

تاريخ القبول: 2020/04/09

تاريخ الاستلام: 2020/03/17

ملخص:

هدفت هذه الدراسة البحث في جذور الأزمة المالية العالمية وبداياتها، وأثرها على سوق المال السعودي خصوصاً. واعتمدت على المنهج الوصفي التحليلي وقد أخذ في الاعتبار مؤشر تداول ثلاث قطاعات في سوق الأسهم السعودي وهي البنوك والخدمات المالية والبناء والتشييد والاستثمار الصناعي . يكمن اختيار هذه القطاعات للروابط القوية للصناعات ذات الصلة بالنفط وأهميتها بالنسبة للاقتصاد السعودي مقارنة بالقطاعات الأخرى، مما يؤدي إلى دراسة مفيدة للمستثمرين وصانعي السياسات لفهم جيد لسلوك أسواق الأسهم في حالة الأزمات المالية العالمية، وقد أخذ في الاعتبار صدمات أسعار النفط ولذلك أضفنا سعر خام النفط في النموذج النهائي للدراسة. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات من أهمها: أن الأزمة المالية العالمية التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية قد أثرت سلباً على سوق الأوراق المالية السعودية من خلال تأثيرها السلبي على أهم القطاعات التي لها علاقة مباشرة مع النفط.

الكلمات المفتاحية: الأزمة المالية العالمية، سوق المال السعودي

تصنيف JEL: G12, F3, Q43

Abstract :

The aim of this study is to investigate the roots and beginnings of the global financial crisis, its impact on the Saudi capital market in particular, and to review the mechanisms to address them. The study was based on a descriptive and analytical approach in this study. The Tadawul index considered three sectors in the Saudi stock market: banks, financial services, construction, construction and industrial investment.

The choice of these sectors lies in the strong linkages of the oil-related industries and their importance to the Saudi economy compared to other sectors, leading to a useful study for investors and policy makers to understand well the behavior of stock markets in the case of global financial crises and considering oil price shocks. To study. The study reached a number of conclusions including:

The global financial crisis in the United States has negatively affected the Saudi stock market through its negative impact on the most important sectors that have a direct relationship with oil

Keywords: global financial crisis ; Saudi capital market.

JEL classification codes: G12, F3, Q43.

أولاً - المقدمة

مع بداية شهر سبتمبر 2008 بدأت أزمة مالية عالمية غير مسبوقه اعتبرت هي الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929 م ، وكانت الشرارة الأولى للأزمة عندما أعلنت كبرى المؤسسات المالية في الولايات المتحدة وهي مؤسسة ليمان برازرز عن افلاسها، أى أن تلك الأزمة قد بدأت أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم لتشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي. وترجع هذه الأزمة أساساً إلى ممارسات خاطئة سادت أسواق المال تتسم بعدم وجود رؤية صحيحة ومنها على سبيل المثال:

■ **أزمة الرهن العقاري**، فقد شجع الازدهار في سوق العقار في الولايات المتحدة الأمريكية على اللجوء إلى الإقراض العقاري مرتفع المخاطر بحيث أصبح يمنح إلى مقترضي الدرجة الثانية وهم المقترضون الذين عرفوا بتقصيرهم وتخلفهم عن الدفع ولا يوحون بالثقة من حيث مركزهم المالي وقدرتهم على خدمة ديونهم. ولم يقف موضوع الإقراض على مستوى الأشخاص بل أيضاً توسعت المؤسسات المالية في إعطاء القروض للمؤسسات العقارية وشركات المقاولات والتي زادت عن 700 مليار دولار علما بأن هذه القروض كانت ذات معدل فائدة مرتفع.

حداد (2009)(2008) Austin Murphy

■ **المشتقات المالية**، ويقصد بالمشتقات المالية اشتقاق أدوات مالية جديدة تنشأ من عقود أساسية لأدوات استثمارية تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل ونظراً لانهيار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات، والغريب في الأمر أن هذه المشتقات وجدت من أجل مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدث ومع الأسف لم تستطيع هذه المشتقات من حماية نفسها على الرغم من أن الدائن يدفع علاوة للبائع (صندوق التحوط) في مقابل التعويض الذي سوف يحصل عليه ولكن الذي حدث أن صناديق التحوط باعت أوراق هذه المبادلات ليس فقط إلى البنك المقرض الفعلي بل أيضاً إلى غيرها من البنوك التي تراهن على تعثر المدين العبادى (2010) حماد (2003)

■ **التوريق**، وهو تحويل أصول مالية غير سائلة مثل القروض والأصول إلى أوراق مالية (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق المال وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين. وقد كان السبب الأساسي في وجودها معالجة أزمات مالية تتعلق بتوزيع القروض العقارية والتي كانت تطغى عليها معاملات غير مجدية تسببت في العديد من الأزمات المالية أهمها أزمة جمعيات الادخار مطلع الثمانينات.

من هنا فإن التوريق ظهر كإحدى آليات تفعيل قانون الرهن العقاري وذلك من خلال تحويل أصول مالية مرهون غير سائلة أو قابلة للتسييل في البورصات. أما دور التوريق في الأزمة فكان من خلال التحول السريع للبنوك من النموذج التقليدي لمنح القروض والذي كما بينا تقدم منح القروض والاحتفاظ بها في ميزانيتها إلى تاريخ الاستحقاق إلى التقنية الجديدة والذي يقوم على منح القروض ثم التنازل عنها لجمعية أخرى وإخراجها من ميزانيتها عن طريق التوريق لجعلها أوراق مالية قابلة للتداول على عدد كبير من المستثمرين صادق (2001). الموسوي (2010)

■ **نمو نشاط المضاربات،** فالتوسع في نشاط المضاربات في سوق العقار في الولايات المتحدة الأمريكية ناجم عن الأرباح العالية المتحققة في هذا القطاع مما شجع المستثمرين في التوسع في هذا القطاع الأمر الذي أدى إلى حصول فرق كبير بين السعر الحقيقي والسوقي وعندما حصل تغير في العوامل المؤثرة على عوامل العرض حصلت الأزمة. (2008) Marco Onado

■ **الدور المحدود للبنوك المركزية الغربية** في تنظيم الأسواق المالية والتي اكتفت بدور توجيهي ولكن مع الأسف أثبتت هذه الطريقة فشلها وسقوط الفكرة التي كانت تقول أن الأسواق المالية تستطيع ضبط البيات وأثار أنشطتها المالية بنفسها .

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى الإجابة على التساؤلات التالية:

- هل هناك علاقة تكامل مشترك بين المؤشرات القطاعية لسوق الأوراق المالية السعودي و سعر النفط؟
- هل أثرت الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية على أهم القطاعات في سوق الأوراق المالية السعودي والتي لها علاقة مباشرة بسعر النفط؟

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من خلال :

- 1- أهمية سوق الأوراق المالية التي تعد أحد دعائم الاستثمار والتمويل الاقتصادي في الدولة فسلامة سوق الأوراق المالية تعد ضمانا لكفاءة الاقتصاد واستقراره.
- 2- أهمية المؤشرات المالية القطاعية التي تعكس الأداء الاقتصادي لعدة قطاعات حيوية تعد من محركات النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية.
- 3- تتبع أهمية هذه الدراسة من كونها الدراسة الأولى (حسب علم الباحث) التي تبحث في العلاقة بين المؤشرات القطاعية لسوق الأوراق المالية السعودي وسعر النفط ومدى تأثيرهم بالأزمة المالية العالمية.

مشكلة الدراسة:

معرفة درجة تأثر السوق المال السعودي بالأزمة المالية العالمية 2007-2009 من خلال دراسة العلاقة بين المؤشرات القطاعية لسوق الأوراق المالية وسعر النفط.

الدراسات السابقة:

- دراسة د. حسن بلقاسم غصان واخرون هل أثرت الأزمة المالية العالمية في الاقتصاد السعودي؟ تحليل عبر نموذج بنيو يتناول الباحثون دراسة تأثيرات الأزمة المالية العالمية في الاقتصاد السعودي من خلال القنوات الاقتصادية والمالية التي تربطه بالاقتصاد العالمي. وبناء على آلية السيولة الدولية وعلاقتها بصافي الصادرات وبالنتائج المحلي الاجمالي، وانطلاقاً من قاعدة بيانات تمتد من 1968 إلى 2009 وقد خلصوا الباحثون الى انه على الرغم من أن الصدمة السالبة للأزمة المالية العالمية الأخيرة كان لها آثار عابرة على الناتج، فمن المحتمل أن يكون أثرها دائم أفق المستقبل.

- دراسة فريد كورتل: "الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية"، وخلصت الدراسة إلى: تراجع معدلات النمو بالاقتصاديات الخليجية نتيجة لتراجع أسعار النفط، وكذلك تراجع أداء الأسواق المالية وتدفقات الاستثمارات الأجنبية .

- كمال رزيق، عقون عبد السالم: "سياسات إدارة الأزمة المالية العالمية"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2011. أكدت هذه الدراسة على بعض الدول العربية من بينها السعودية، قامت بضخ السيولة بالأسواق المالية وشراء الديون المتعثرة لدى بعض البنوك، إلى جانب تخفيض البنوك المركزية أسعار الفائدة، كل هذه الإجراءات كان الهدف منها تحفيز الاقتصاد ووضع حد لانهايار الأسواق المالية.

- دراسة أحمد بن أحمد الرواحي: "الأزمة المالية العالمية، الأسباب والتداعيات"، الأمانة العامة للمساعدة لشؤون المعلومات والبحوث، عمان، العدد 12 ماي 2009، وخلصت الدراسة إلى: أن للازمة المالية تأثيرات وانعكاسات مباشرة وغير مباشرة على اقتصاديات الدول الخليجية، ويتمثل ذلك في كون هذه الاقتصاديات تعتمد بشكل أساسي على مصدر أساسي وهو النفط، فأى انخفاض في أسعاره أو حجم الطلب عليه سوف يكون له انعكاسات على النمو الاقتصادي في البلدان الخليجية وعلى مسار تنفيذ الخطط والمشاريع التنموية في هذه البلدان.

مساهمة الباحث:

الإضافة في هذه الدراسة هو استخدام المؤشرات القطاعية الى تأثر سوق الأوراق السعودي بالأزمة المالية العالمية

فرضيات الدراسة :

فرضيات اختبار عدم سكون السلاسل الزمنية

لا تتمتع سلسلة مؤشر البنوك والخدمات المالية بالسكون

لا تتمتع سلسلة مؤشر البناء والتشييد بالسكون

لا تتمتع سلسلة مؤشر الاستثمار الصناعي بالسكون

لا تتمتع سلسلة مؤشر سعر خام برنت بالسكون.

فرضيات اختبار علاقة التكامل المشترك

لا توجد علاقة تكامل مشترك بين سلاسل مؤشرات وهي البنوك والخدمات المالية والبناء والتشييد

والاستثمار الصناعي وسعر خام البرنت.

فرضيات اختبار تأثير الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية على مؤشرات سوق المال

السعودي

الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية لم تؤثر معنويا على مؤشر البنوك والخدمات المالية

الأزمة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية لم تؤثر معنويا على مؤشر البناء والتشييد الأزمة المالية

في الولايات المتحدة الأمريكية لم تؤثر معنويا على مؤشر الاستثمار الصناعي.

منهجية الدراسة :

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في تناول مشكلة الدراسة

والإجابة عن تساؤلاتها، والتعرف على كافة جوانب الأزمة المالية، منذ بداية ظهورها

لغاية الوضع الحالي، والاعتماد على البيانات المستمدة للوصول إلى النتائج المرجوة.

ثانيا: تعريف وأشكال الأزمة المالية:

اختلفت تعريف الأزمة المالية بتعدد أسباب نشوء الأزمة وأنواع الأسواق التي حصلت فيها

الأزمة سواء كانت هذه الأسواق مالية أو نقدية أو سلعية أو خدمية لكن الذي يهمنا هنا هو

تعريف الأزمة المالية من جانب تأثيرها على أسواق المال :

1- التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول والتي من أبرز سماتها فشل

النظام المصرفي المحلي في أداء وظيفته الرئيسية والذي ينعكس سلبا في تدهور في قيمة العملة

وأسعار الأسهم الحسنى (1999) الناقه (2010)

2- كما يمكن أن نعرف الأزمة بأنها : أي حالة من الاضطراب المالي الذي يفضي إلى تعرض

المتعاملين في الأسواق المالية إلى مشكلات سيولة أو تعسر.

3- انهيار النظام المالي برمته مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي (د. فريد كورتل د. كمال رزيق)

من خلال ما سبق فإن الأزمة المالية تعبر عن وضع تندهور في ظل كفاءة النظام المالي والمصرفي في وظيفته الأساسية في تحويل الأرصدة المالية من الوحدات الاقتصادية التي الوحدات الاقتصادية التي تحتاج إلى تلك الأرصدة ، ويقترن هذا التندهور بانتشار حالات الزعر المالي، والذي يسبب تندهور أسعار الأصول المالية ولاسيما الأسهم، ومع التندهور الحاصل في الأسواق المالية بسبب القروض المدومة وعدم قدرة المصارف وشركات الأوراق المالية على الوفاء بالتزاماتها تنتشر حالات الفشل والإفلاس المالي. ولعل الأزمة المالية التي يعيشها العالم اليوم والتي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2007م واندلعت نيرانها في سبتمبر 2008م وانتقلت إلى كافة الأسواق العالمية وبات أمر علاجها أمراً ليس بالسهولة بمكان ليست الأولى بل قد سبقت هذه الأزمة وتلتها أزمات أخرى سوف نقوم باستعراضها على النحو الآتي :

1- أزمة الكساد العظيم: 1929 - 1933 Great depression

بدأت هذه الأزمة من وجهة النظر الاقتصادية وفقاً للمنهج الكلاسيكي الذي كان لا يرى مشكلة في الطلب وأن المشكلة دائماً في العرض وأنه بقدر ما يتم إنتاجه سوف يكون الطلب عليه حسب مقولة العالم الاقتصادي الفرنسي ساي(العرض يخلق طلباً مساوي له).

ترتب على تلك النظرة أن العرض زاد بشكل كبير أكبر من معدلات الطلب مما ترتب عليه انخفاض الائتمان، وهنا بدأت مؤسسات الإنتاج تعاني من الكساد فقامت بتسريح أعداد كبيرة من العمال، مما زاد في البطالة حيث بلغت معدلات مرتفعة، وقد تبع ذلك انخفاض أسعار الأسهم في وول ستريت في نيويورك إلى أدنى مستوى لها في عام 1933م.

وقد أدى هذا التندهور الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية إلى انتشار المضاربة في أسواق المال مما أدى إلى اتساع الفجوة بين التطور الاقتصادي والتطور المالي مما أدى إلى عرض عدد كبير من الأسهم في بورصة وول ستريت أدى ذلك إلى انخفاض الأسهم بشكل سريع ومن ثم وقوع الأزمة الاقتصادية الكبرى. ولعل العنصر الهام في انهيار وول ستريت وهو التهافت على بيع الأسهم حيث أصبح هناك 13 مليون سهم على لائحة البيع لا قيمة لها في وقت كانت هذه الأسهم ذات قيمة خيالية لا تعكس القيمة الحقيقية. في تلك اللحظة تفوق العرض على الطلب مما جعل الأسهم تصل إلى القاع. ونلفت النظر إلى أن الأسباب الحقيقية للأزمة لم يتم الاتفاق

على سبب واحد، وقد توصل أيرينج فيشر إلى أن السبب الحقيقي والعامل المهيمن على الكساد الكبير هو الانكماش، والمديونية المفرطة.

وقد ربط فيشر بين المديونية المفرطة وحركة الائتمان واعتبرها ظاهرة يمكن أن نطلق عليها ظاهرة فقاعات الأصول كمال (2010).

2- أزمة الاثنين الأسود والتي حصلت في عام 1987م وذلك على أثر انهيار أسعار الأوراق المالية في بورصة نيويورك (داوجونز) حيث انخفضت أسعار الأسهم إلى أكثر من 500 نقطة في يوم واحد، وقد انخفضت أسعار أسهم بعض الشركات إلى أكثر من 22% وخسر أصحاب هذه الأسهم خلال الساعات الأولى 560 بليون دولار. وقد امتد هذا الانخفاض إلى العديد من الأسواق المالية العالمية حيث انخفضت في هونج كونج إلى أكثر من 45% واستراليا إلى 31%. وقد شهدت هذه الفترة افلاس 9000 بنك منها 744 بنك في الولايات المتحدة الأمريكية وفقد المدعون ما قيمته 140 بليون دولار. وبسبب هذا الانهيار الحاد في سوق المال تم اقفال العديد من البورصات لوقف نزيف الانهيار. عطون (2005)

3- أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997-1998م والمعروفة بالنمور الآسيوية، أما مكان الأزمة فهو سوق الأوراق المالية. وقد اشتهر في ذلك الوقت أن السبب الحقيقي في انهيار السوق المالية هو الملياردير الأمريكي جورج سورس، وذلك بشراء الدولار الأمريكي مما أدى إلى زيادة عرض العملات المحلية لتلك الدول فانهارت أسعارها مقابل الدولار. (Kaufman, and Kenneth, 2003)

وعلى إثرها انهارت أسعار الأوراق المالية في البورصة الآسيوية، وقد امتد تأثيرها إلى العديد من البورصات الدولية مثل لندن ونيويورك.

والذي نؤكد عليه في الأزمة الآسيوية أن التوسع الكبير في نشاط الأسواق المالية وكأنها كيان مستقل عن مقومات الاقتصاد القومي سبب ذلك في اتساع نشاط المضاربين مما انعكس على النمو الاقتصادي وتفاقم معدلات التضخم الناقه (2010). وقد نتج عن هذه الأزمة خروج مفاجئ لرؤوس الأموال من داخل الدول المتضررة مما تسبب ذلك في إحداث خلل في توازنات البورصة وحدوث زيادة كبيرة جداً في جانب العرض نظراً للزيادة المتتالية في العرض مما تسبب في أضرار جسيمة في شركات الاستثمار والانتاج. كما يجب أن لا ننسى أن القصور في الإشراف على النظام المصرفي أفضى إلى رواج اقراض شديد بعد التحرير المالي وهو ما ترتب عليه خسائر قروض ضخمة تحملتها البنوك.

4- أزمة فقاعات شركات الانترنت 1995م: حيث بلغ مؤشر ناسداك (NASDAQ) قمته متجاوزا حد 5100 نقطة لينهار بعد ذلك محدثا أزمة عنيقة في كثير من الدول منها الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة التضخم غير المبرر في اسعار الأصول بحيث يتجاوز ما تحده القيمة الاساسية له وعلية فان القيمة الراهنة لا تعبر تماما عما يمكن دفعة مقابل اقتنائهنظرا للمبالغة في السعر بسبب المضاربات المحمومة .
وقد ترتب على أزمة فقاعات شركات الانترنت انخفاض في اسعار الاسهم بشكل ملحوظ حتى وصل الانخفاض في مؤشر ناسداك الى 78% .

5- الأزمة المالية العالمية سبتمبر 2008م: في منتصف شهر سبتمبر شهد العالم أزمة مالية غير مسبوقة ترجع إلى ممارسات سادت البورصة وكانت الثورة الأولى للأزمة عندما أعلنت كبرى المؤسسات المالية ليمان برازرز عن افلاسها. وقد ابتدأت الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية أولاً ثم بعد ذلك إلى الدول الأوربية والآسيوية والخليجية. وقد تباين أثر تلك الأزمة على حسب ارتباطات الاقتصاديات الأخرى بالاقتصاد الأمريكي. والحق أنه من الصعب جداً وضع سبب وإهمال سبب آخر في سبب الأزمة ولكن جميع الاقتصاديون يجمعون أن أسباب الأزمة يرجع أساساً إلى ممارسات خاطئة سادت أسواق المال تتسم بعدم وجود رؤية صحيحة.
ويمكن أن نُجمل الأسباب الحقيقية للأزمة على النحو الآتية:

- رهن العقار مقابل تسديد الدين الممنوح لشراء العقار.
- البنوك: وهي التي تعمل في ضخ القروض العقارية.
- البورصة وخاصة الأسهم والسندات المرتبطة بالشركات المالية المتعاملة في مجالات الاستثمار والائتمان العقارية من خلال شراء القروض العقارية من البنوك الأصلية وإعادة بيعها إلى الافراد أو الجهات الأخرى نظير فوائد.

6- الأزمة الاقتصادية في اليونان: بدأت هذه الأزمة في نهاية 2009م وبداية 2010م وذلك بسبب القروض الخارجية والتي عقدتها اليونان من اجل تمويل مشاريعها التنموية دون الأخذ في الاعتبار القدرة على الوفاء لهذه القروض حيث وصل حجم الدين العام ما نسبته 163% من الناتج القومي أي ما يعادل 355.617 مليار يورو ولم تعد الدولة قادرة على تسديد ديونها (بو الكور ، مجلة الباحث 2013م).

ثالثا: تعريف سوق الأوراق المالية :

يتم النظر الى سوق الاوراق المالية كأنه سوق يتم من خلاله الجمع بين الباعين والمشتريين لنموذج معين من الأوراق أو أصل مالي معين حيث يتمكن من خلال السوق المستثمرين من شراء وبيع

الأسهم والسندات داخل السوق من خلال السماسرة او وسائل الاتصال الحديثة وقد وردت عدة تعاريف لهذا النوع من الأسواق منها:

1- نظام يتم بموجبة الجمع بين الباعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لإصل مالي معين .
(احمد محيي الدين 1995)

2- مصطلح يطلق على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية الذين يقومون بتنفيذ واطام صفقات التبادل لتلك الأوراق (Badger.others. 1969) .
بناء على التعريفات السابقة نلاحظ ان سوق الأوراق المالية عبارة عن تنظيم معين يتم من خلاله التقاء العرض مع الطلب يتم من خلاله اجراء عملية التبادل وفق شروط وقواعد محددة وتتكون هذه العملية من :

أ- الأوراق المالية (الأسهم والسندات)

ب- المتعاملون بالسوق وهم البائعون والمشترون والسماسرة وكل من له علاقة بالأسواق المالية
ت- المعلومات: وهي المؤشر الذي يتم من خلاله عملية البيع والشراء.

وبالتالي نلاحظ ان دور السوق مجرد مكان يلتقي فيه البائع والمشتري دون توضيح لاي دور تنموي لسوق ومن هنا فقد قامت دراسة مشتركة بين سوق عمان المالي وبين المؤسسة العربية لضمان الإستثمار بوضع تعريف يوضح الدور التنموي والتمويلي لسوق الأوراق المالية حيث تم تعريف بأنة (السوق التي يتم بها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء بحيث تشكل احدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات مما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد) المؤسسة العربية لضمان الإستثمار اسواق الإوراق المالية العربية الكويت 1985 م

رابعا: أنواع الأوراق المالية :

1- السندات: صك قابل للتداول يعطي صاحبة الحق في الفائدة المتفق عليها بالإضافة الى قيمة الاسمية عند انتهاء مدة القرض . سوق الأوراق المالية بين الشريعة الاسلامية والنظم الوضعية . خورشيد اقبال 2006 .

كما عرف نظام الشركات السعودي السندات بأنها صكوك تمثل قروضا تعقدها الشركة متساوية القيمة وقابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة .

بناء على ما سبق فإن السند يمثل ديناً في ذمة الجهة المصدرة وليس له حق المشاركة ، في المقابل يحصل على فائدة ثابتة في مواعيد محددة .

2- الأسهم العادية: صك يثبت حقا في حصة شائعة لشخص في ملكية صافي اصول الشركة والحق في الحصول على الربح المحقق مع مسؤولية محددة بمقدار المساهمة . ، محمد عبد الحليم عمر سلسلة 1997م والتالي فإن السهم يمثل حصة المساهم في رأس مال الشركة هذه الحصة تتمثل جزء من صافي الشركة على المشاع ويمثل السهم حق المساهم في موجودات الشركة .

3- الأسهم الممتازة: تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد وتشبه الأسهم في تواجدتها فهي دائمة.

خامسا : سوق المال السعودي:

مع تزايد الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية نشأ سوق غير رسمي للأسهم في بداية الثمانينات الى صدور الأمر السامي رقم 8/123 في عام 1984م بتنظيم التداول واوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة للتداول الى مؤسسة النقد العربي السعودي . وفي عام 1990م بدأ انطلاقة جديدة حيث تطبيق النظام الألي (ESIE) وهو نظام مختص بالتداول وعمليات التسوية والتفاوض واستمر العمل به الى عام 2001م حيث تم استبداله بنظام التداول وهو نظام منطور من حيث اليات التداول .

وقد شهد السوق السعودي مؤخرا نقلة نوعية بصدر نظام السوق المالية وفقا للمرسوم الملكي رقم 30/م بتاريخ 2003/7/31م والذي قضى بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشراقية وانشاء هيئة تتمتع بالاستقلالية وترتبط برئيس مجلس الوزراء مباشرة الهدف منها تنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة العربية السعودية ولها صلاحية وضع اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق احكام السوق المالية . انظر الموقع الالكتروني لهيئة السوق المالية السعودي

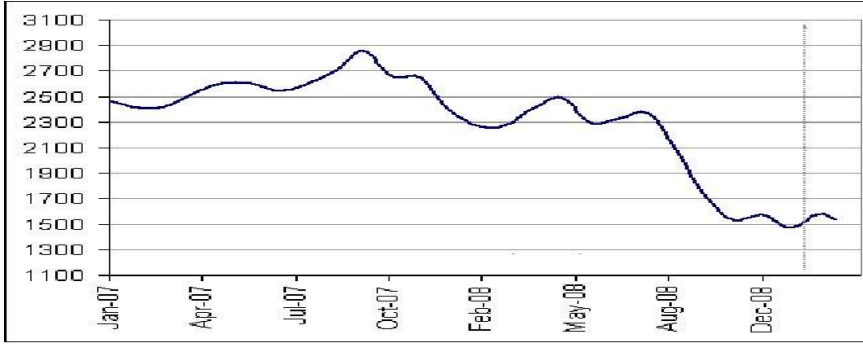
cma.org.sa

تأثير الأزمة المالية على اسواق المال:

يعبر عادة عن الأزمات العالمية باهتيار السوق المالية وكما هو دوما فإن اثار الازمة يكون أول ظهور لها على مستوى الأسواق المالية فقد تظهر في سهم واحد في البورصة ثم ما تلبث أن تنتشر إلى الأسهم الأخرى ثم البورصات المحلية والدولية وهذا الذي حدث حقيقة في هذه الأزمة، حيث أعلن بنك ليمان براذرز في 2008/9/15م عن إفلاسه نتيجة صعوبات مالية لعدم قدرته على استرداد مديونيته الموظفة في الرهن العقاري كما ان المبالغة في عمليات منح القروض العقارية

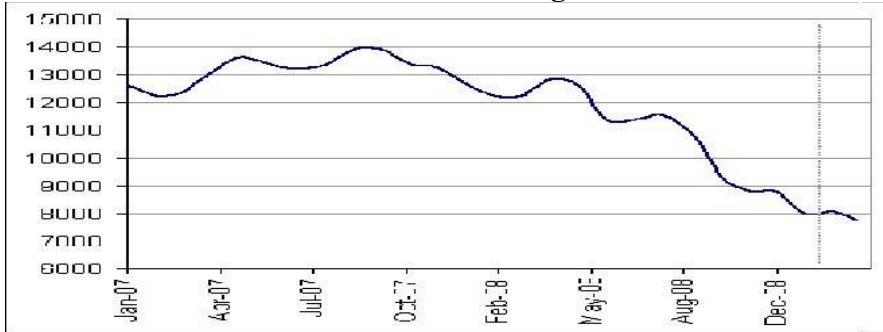
وبدون ضمانات مقبولة لأنها قد قامت بتوريقها والتقليل من مخاطرها فارتفعت أسعار العقارات وتحجر المقترضون عن الوفاء بديونهم وتقدم المقرضين بطلب سحب ودائعهم فأفلست البنوك وحدثت وقتها الأزمة، وفي أعقاب ذلك تأثرت سوق الأسهم الأمريكية بدرجة كبيرة من جراء الأزمة المالية مما أدى إلى هبوط المؤشرات بدرجات كبيرة ، فلقد إنخفض مؤشر ناسداك من نقطة 2300 التي كان قد وصل إليها في شهر فبراير 2008 إلى 1532 في شهر فبراير 2009

NASDAQ Composite StockIndex



أما مؤشر داوجونز فقد إنخفض من نقطة 12100 في شهر فبراير 2008 إلى نقطة 7950 في شهر فبراير 2009

Dow Jones Industrial Average StockIndex



كذلك فقد إنخفضت أسواق المال الأوروبية متأثرة بالأزمة المالية الأمريكية على غرار البورصة الأمريكية ومن أهم البورصات الأوروبية التي تأثرت بالأزمة بورصة لندن فقد إنخفض مؤشر البورصة الرئيسي من 5700 في شهر فبراير 2008 إلى 4200 في شهر فبراير 2009. كما هوت أسواق المال الآسيوية متأثرة بالأزمة المالية على غرار البورصة الأمريكية، وعلى سبيل المثال

فقد هوى مؤشر البورصة اليابانية من نقطة 13000 في شهر فبراير 2008 إلى نقطة 7800 في شهر فبراير 2009، كما إنخفض مؤشر البورصة الصينية ليسجل 13600 نقطة في شهر فبراير 2009 بعد ما كان 23000 في شهر فبراير 2008 .

ولم تكن السوق المالية السعودية (وهي أكبر البورصات العربية) بمنأى عن الهبوط الحاد للبورصات العالمية، حيث تأثرت البورصات الخليجية بصفة عامة والبورصة السعودية بصفة خاصة بحالة الانهيار التي أصابت البورصات العالمية وهو أمر طبيعي لأن الاقتصاد السعودي ليس منعزلاً عن الاقتصاد العالمي. فلقد تأثرت السوق المالية السعودية بدرجة كبيرة متأثرة بالأزمة المالية العالمية مثلها مثل جميع أسواق المال العالمية وهو ما يوضحه الرسم البياني التالي:



التغيرات في أسعار النفط واثرة على أسواق الأسهم:

شهدت الفترة الأخيرة حالة من عدم الاستقرار تمثلت في التغيرات الحادة في أسعار النفط سواء كان ذلك في شكل ارتفاعات او انخفاضات بنسب عالية خلال الفترات الماضية وقد أصبحت هذه التذبذبات ملازمة لأسعار النفط لكونه أحد عناصر الإنتاج والمولد الرئيسي للطاقة ويمكن تصنيف هذه التغيرات لأسعار النفط لأسباب تتعلق بجانب الطلب العالمي على السلع الصناعية الداخلة في العملية الإنتاجية او أسباب تتعلق بجانب العرض.

أيا كانت هذه الأسباب فان التغيرات بأسعار النفط تلعب دور محوري في التأثير على الأسواق المالية وتحديد أسواق الأسهم فانخفاض أسعاره ينعكس على تخفيض تكلف الإنتاج وبالتالي انخفاض أسعار السلع النهائية وزيادة الطلب عليها وستجني الشركات المنتجة المزيد من الأرباح و التي تنعكس بشكل إيجابي على أسعار الأسهم مما يؤدي الى تحسن مؤشرات السوق وتحسن أدائها اما في حالت ارتفاع أسعار النفط فسينعكس ذلك بشكل سلبي على أداء الشركات من خلال ارتفاع تكلفه الإنتاج وارتفاع أسعار السلع التي تنتجها . (مراشده ، 2015)

ولو نظرنا الى المملكة العربية السعودية نجد انها تعتبر النفط موردا أساسيا لها، يتحكم في اقتصادها ويشكل الجزء الأكبر من موزنتها، وعلية فإن التغيرات في اسعار النفط يكون لهأثر مباشر على أسعار في أسواق المال.

سادسا : معطيات الدراسة

في هذه الدراسة اعتبرنا مؤشر تداول ثلاثة قطاعات في سوق الأسهم السعودي وهي البنوك والخدمات المالية والبناء والتشييد والاستثمار الصناعي .يكمن اختيار هذه القطاعات لروابط القوة للصناعات ذات الصلة بالنفط وأهميتها بالنسبة للاقتصاد السعودي مقارنة بالقطاعات الأخرى ، مما يؤدي إلى دراسة مفيدة للمستثمرين وصانعي السياسات لفهم جيد لسلوك أسواق الأسهم في حالة الأزمات المالية العالمية و باعتبار صدمات أسعار النفط و لذلك أضفنا سعر خام النفط في النموذج النهائي لدراسة.

البيانات أسبوعية ويتم اختيار الأربعاء ليكون يوم الأسبوع لجميع الأسعار (حالة مرجعية) وهي تغطي الفترة من 28 مارس 2007 إلى 24 فبراير 2016 ، وبذلك يبلغ مجموعها 466 ملاحظة . يتم جمع البيانات عن أسعار الأسهم من قاعدة بيانات TASI ، في حين يتم جمع البيانات حول سعر خام برنت من قاعدة بيانات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية.

1. نتائج اختبار عدم سكون السلاسل الزمنية (Unit Root Test)

إن الأفكار المستخلصة من تحليل سلوك أسعار الأسهم والنفط خلال الفترة قيد الدراسة (انظر الشكل 1) تكشف عن حقائق منمقة ، وهذا هو ، جذر الوحدة والتغير الهيكلي . بالنسبة إلى سلسلتنا الزمنية ، فإننا نطبق اختبار الجذر ADF. الجدول رقم 1 يعطينا فكرة حول نتائج هذا الاختبار:

الجدول 1: نتائج اختبار عدم سكون السلاسل بالاعتماد على اختبار الجذر ADF

Variables	Level		First Difference		I(.)
	With constant	With constant +trend	With constant	With constant+trend	
Ln_BANKS	-2.356 (0.159)	-2.376 (0.391)	-19.354 (0.000)	-19.333 (0.000)	I(1)
Ln_BUILDING	-1.036 (0.741)	-1.734 (0.734)	-22.155 (0.000)	-22.16 (0.000)	I(1)
Ln_INDUSTRIAL	-2.045 (0.267)	-2.846 (0.181)	-22.884 (0.000)	-22.865 (0.000)	I(1)
Ln_oil	-1.703 (0.415)	-1.746 (0.729)	-20.266 (0.000)	-20.250 (0.000)	I(1)

تقدم النتائج الواردة في الجدول 1 أدلة على أسعار النفط والأسهم غير الثابتة ، حيث فشل اختبار ADF في رفض الفرضية الفارغة لجذر الوحدة للمواصفات اثنين بالنزعة (trend) و من غير نزعة. نتائج اختبار الجذر على الفروق الأولى First Deference لسلاسل المستعملة وجدتها تتمتع بالسكون عند الرتبة (1) وهذا يدل على أن جميع السلاسل متكاملة بالترتيب (I 1) ((1) بنسبة 5٪. وبالتالي تكشف هذه النتيجة عن احتمال وجود علاقة تكامل مشتركة بين الفروق المختلفة المستخدمة. وبالتالي استخدام اختبار Johansen للتحقق من وجود هذه العلاقة التكامل المشترك.

نتائج اختبار التكامل المشترك بين المؤشرات القطاعية في المملكة

الجدول 2: نتائج اختبار التكامل المشترك للمؤشرات القطاعية في المملكة

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.051221	56.51371	55.24578	0.0385
At most 1	0.042544	32.16941	35.01090	0.0977
At most 2	0.022692	12.04014	18.39771	0.3061
At most 3	0.003046	1.412618	3.841466	0.2346

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

يعطي الجدول 2 نتائج اختبارات التكامل (Johansen) التي تجعل من الممكن العثور على الحد الأقصى لعدد علاقات التكامل المشترك. يتم رفض فرضية لا وجود للتكامل المشترك ($\Gamma \leq 0$) عند العتبة الإحصائية البالغة 5٪ و من ناحية أخرى ، نحن نقبل فرضية العدم التي تنص على وجود علاقة تكامل مشتركة بين الفروق المختلفة عند قبول فرضية العدم ($\Gamma \leq 1$) أو أكثر. توضح نتائج الجدول 2 أن هناك متجهًا واحدًا للتكامل المشترك على الرغم من أنه لا يسمح بالإشارة إلى المتغيرات المدججة.

2. تأثير الأزمة المالية العالمية باعتماد نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

بعد التحقق من أن جميع السلاسل متكاملة تكاملاً مشتركاً يتضح لنا وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر السوق السعودي و المؤشرات القطاعية من ناحية و سعر النفط من ناحية

أخرى. و بالتالي يمكن أن تحضى هذه العلاقة طويلة الأجل بتمثيل نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) والذي يمكن تمثيله بالمعادلة التالية :

$$\Delta Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^n b_j \Delta Y_{t-j} + \alpha z_{t-1} + \varepsilon_t$$

اذ أن:

- Y_t : متجه يحتوي على كل المتغيرات (المؤشرات القطاعية و سعر النفط).
 Z_{t-1} : هو حد تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة التعديل نحو التوازن في الأمد القصير إلى التوازن في الأمد الطويل.

ε_t : الضجعة البيضاء (white noise).

من مزايا هذا النموذج هي إدراج العلاقات توازنية طويلة الأمد مع العلاقات قصيرة الأمد بين السلاسل المستعملة، فضلا عن ذلك فانه يمكن من التغلب على مشاكل الانحدار الزائف والمصاحب لبيانات السلاسل الزمنية غير الساكنة الباحث (زهرة هادي و أكد بشار، 2018) و لدراسة تأثير الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية (2007-2009) قمنا بإدراج متغير ثنائي مستقل وخارجي (Crisis)، قيمته تساوي 1 في فترة الأزمة المالية و 0 في من دون ذلك، في نموذج متجه تصحيح الخطأ. حدد تاريخ بداية الأزمة في هذا البحث بأغسطس 2007 وهو تاريخ بداية انهيار سوق الأوراق المالية الأمريكية أمام مخاطر اتساع الأزمة و حدد تاريخ نهاية الأزمة في ديسمبر 2009 تاريخ اعتماد مجلس الشيوخ الأمريكي خطة شراء الديون الهالكة التي تقض مضاجع السوق المالية الأمريكية وتهدد بانتهيارها.

باستعمال طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) وبالاستعانة ببرنامج Eviews (9.1) كانت نتائج التقدير لنموذج العلاقة بين المؤشر السوق و المؤشرات القطاعية و سعر النفط في الجدول رقم 3. تجدر الإشارة في هذا الصدد هو أن تحديد الفجوات الزمنية لنموذج متجه تصحيح الخطأ وقع بواسطة المعيار AIC الذي أقر اختيار التباطأ الزمني السابع (7 فجوات) و لربح الفضاء المخصص للجدول 3 فإننا ارتأينا أن نقتصر على وضع نتائج التقديرات للفجوة الأولى فقط.

الجدول 3: نتائج تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ

Error Correction:	D (LN_BANKS)	D(LN_OIL)	D (LN_INDUSTRIAL)	D (LN_BUILDING)
CointEq1	-0.496196 (0.11116) [-4.46383]	-0.442672 (0.98502) [-4.49404]	-0.423025 (0.98211) [-4.30730]	-0.589344 (1.21386) [-4.85514]
D(LN_BANKS(-1))	1.066593 (1.71996) [0.62013]	8.246816 (15.2412) [0.54109]	14.85080 (15.1961) [0.97727]	-1.432088 (18.7819) [-0.07625]
D(LN_OIL(-1))	-0.109363 (0.19614) [-0.55756]	-0.843821 (1.73811) [-0.48548]	-1.596873 (1.73298) [-0.92146]	0.310798 (2.14190) [0.14510]
D(LN_INDUSTRIAL(-1))	0.006438 (0.01525) [0.42209]	0.066841 (0.13516) [0.49454]	0.122035 (0.13476) [0.90559]	0.064524 (0.16656) [0.38740]
D(LN_BUILDING(-1))	-0.005161 (0.01007) [-0.51265]	-0.044594 (0.08921) [-0.49990]	-0.064019 (0.08894) [-0.71979]	-0.076673 (0.10993) [-0.69748]
C	0.000356 (0.00021) [1.73064]	0.003196 (0.00182) [1.75587]	0.002864 (0.00181) [1.57796]	0.003834 (0.00224) [1.70901]
CRISIS	-0.001695 (0.00050) [-3.39494]	-0.015216 (0.00442) [-3.43931]	-0.015255 (0.00441) [-3.45822]	-0.015476 (0.00545) [-2.83856]
R-squared	0.129129	0.128541	0.124113	0.139333
F-statistic	2.110451	2.099429	2.016863	2.304227
Log likelihood	1933.482	934.2637	935.6183	838.5898
Akaike AIC	-8.307782	-3.944383	-3.950298	-3.526593
Schwarz SC	-8.028452	-3.665053	-3.670969	-3.247264

لاختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات تصحيح الخطأ (Z_{t-1}) و المتغير الدال على فترة الأزمة المالية العالمية (CRISIS)، فقد استخدم اختبار t لقياس المعنوية الفردية. وعلى ضوء نتائج نموذج تصحيح الخطأ في جدول 3، نلاحظ معنوية حد تصحيح الخطأ عند مستوى 5% مع الإشارة السالبة للمتوقعة لكل المتغيرات، وهذا تأكيد على وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين المؤشرات القطاعية و سعر النفط. وتشير قيمة معامل تصحيح الخطأ بين

مؤشر البنوك والخدمات المالية و بقية المتغيرات إلى (-0.496) إلى إن هذا المؤشر يتعدل نحو قيمته التوازنية في كل مدة زمنية بنسبة تعادل (49.6%) من اختلال التوازن المتبقي من المدة (t-1). بالاعتماد على نفس التحليل فان تعديل مؤشرات البناء والتشييد والاستثمار الصناعي وسعر النفط نحو القيمة التوازنية تكون بنسبة تعادل على التوالي (58.9%) (42.3%) و (44.2%). من ناحية أخرى ، فان نسبة التصحيح هذه تعكس سرعة تعديل مرتفعة نحو التوازن ، بمعنى أن مؤشر البنوك والخدمات المالية يستغرق ما يقارب أسبوعين (1 = 0.496) للعودة باتجاه قيمته التوازنية بعد اثر الصدمة في النظام (النموذج) نتيجة للتغير في محدداتها. نفس النتيجة هي صالحة لبقية المؤشرات و سعر النفط حيث أن العودة للقيمة التوازنية تقارب الأسبوعين. السبب المنطقي المحتمل لهذا التعديل السريع ربما يعود إلى تنوع المحافظ الاستثمارية على أهم القطاعات في المملكة و كذلك أصول النفط. جاءت معلمة التغير لمتغير الأزمة المالية العالمية (CRISIS) ذات إشارة سالبة ومعنوية عند مستوى 1% وهذا يتفق مع ما هو متوقع، إذ يدل على أن الأزمة المالية العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية قد أثرت سلبا على سعر النفط و كذلك على أهم القطاعات في سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية التي لها علاقة بسعر النفط.

3. النتائج :

- أظهرت اختبارات جذر الوحدة استقرار كل السلاسل الزمنية بعد أخذ الفروق الأولى و بالتالي تتمتع بخاصية السكون من الدرجة الأولى (I(1)
- أظهر اختبار (Johansen) وجود تكامل مشترك طويل الأمد بين كل متغيرات الدراسة وهي المؤشرات القطاعية و سعر النفط.
- ظهرت سرعة التعديل عند تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ مرتفعة لتصل إلى أسبوعين مما تشير إلى أنه عند اختلال التوازن بين المؤشرات القطاعية في سوق رأس المال السعودي و سعر النفط فانه يمكن تصحيحه بالكامل خلال أسبوعين للعودة إلى التوازن.
- أظهر اختبار t لقياس المعنوية الفردية أن الأزمة المالية العالمية التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية قد أثرت سلبا على سوق الأوراق المالية السعودية من خلال تأثيرها السلبي على أهم القطاعات التي لها علاقة مباشرة مع النفط.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- الحسني، عرفات ، "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر، الأردن(1999).
- العبادي، هاشم ، "الهندسة المالية وأدواتها" ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، (2010)
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية الكويت 1985
- الناقعة، أحمد أبو الفتوح ، "الأزمة المالية العالمية"، (2010)
- بو الكور نور الدين ، ازمة الدين السيادي في اليونان الأسباب والحلول مجلة الباحث 2013
- حازم مراشده التغيرات في أسعار النفط وأثرها على أسواق الأسهم ، جريدة الاقتصادي 2015م موقع الخليج الالكتروني
- شذا جمال الخطيب الازمة المالية والنقدية في دول جنوب شرق اسيا دراسات استراتيجية العدد1مركز الامارات للبحوث والدراسات الاستراتيجية.
- صادق، مدحت، "أدوات وتقنيات مصرفية"، دار غريب، القاهرة. (2001)
- كمال، شيماء، الأزمات المالية العالمية بين الأسباب والآثار والحلول"، دار الكتب المصرية، 2010.
- ضياء محمد الموسوي الازمة المالية العالمية الحالية الراهنة الديوان الوطني للمطبوعات الجامعية الجزائر 2010
- طارق عبدالعال حماد ، المشتتات المالية الدار الجامعية ، مصر 2003
- مداور حداد الازمة المالية الحالية جذورها أسبابها انعكاساتها ملتقى دولي حول الأزمة المالية قسنطينة جامعة منتوري 2009
- فريد كورتل وكمال رزنيق بحث الازمة المالية مفهومها وانعكاساتها على البلدان العربية الأردن جامعة الاسراء 2009
- محمد عبد الحلیم عمر الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية سلسلة المنتدى الاقتصادي مركز صالح كاما جامعة الازهر 1997
- مروان عطون الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال الطبعة الثالثة ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2005
- الموقع الالكتروني لسوق المال السعودي

المراجع الأجنبية :

- Austin Murphy ,An Analysis of The Financial Crisis of 2008, Causes and Solutions, Schooh of Business Administration, Oakland University,2008,
- Kaufman, George and Kenneth,What is Systemic Risk , and do bank Regulators retard or Contribute to it?2003
- Marco Onado, The subprime crisis: who pays and what needs fixing , Andrew Felton and Carmen Reinhart ,The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Centre for Economic Policy Research, June 2008