الأزمة المالية الدولية
وانعكاساتها على دول الخليج

إعداد

د. وشاح رزاق

د. إبراهيم أونور

د. وليد عبد مولاه

تحرير

د. رياض بن جليلي

سلسلة اجتماعات الخبراء

العدد رقم (32)

أهداف سلسلة اجتماعات الخبراء:

تهدف هذه السلسلة إلى المساهمة في نشر الوعي بأهم القضايا التنموية عموماً، وتلك المتعلقة بالدول العربية خصوصاً، وذلك بتوفيرها لنصوص المحاضرات، وملخص المناقشات، التي تقدم في لقاءات عامة دورية يقوم بتنظيمها المعهد خلال فترة النشاط التدريبي، وحسب المناسبات. ونظراً لحرص المعهد على توسيع قاعدة المستفيدين يقوم بتوزيع إصدارات السلسلة على أكبر عدد ممكن من المؤسسات والأفراد والمهتمين بالقضايا الاقتصادية والاجتماعية في الدول العربية، آملين أن تساهم هذه الإصدارات في دعم الوعي بالمشاكل الاقتصادية والاجتماعية ونشر الآراء المختلفة للتعامل مع هذه المشاكل في الدول العربية.

سلسلة اجتماعات الخبراء
المعهد العربي للتخطيط بالكويت

الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على دول الخليج

إعداد
د. وشاح رزاق
د. إبراهيم أونور
د. وليد عبد مولاه

تحرير
د. رياض بن جليلي

العدد رقم (32) مايو 2009

ISBN: 99906 - 80 - 29 - 4
Depository Number: 2009/178

المحتويات

تقديم 5
الأزمة المالية الحالية 7
أولاً: مقدمة 10
ثانياً: ملخص لأراء متعددة لأسباب الأزمة المالية 11
ثالثاً: أوجه الشبه بين الماضي والحاضر 14
رابعاً: خلاصة 31
المراجع 36
تفاعل سوق الأسهم الكويتي مع الأزمة المالية العالمية
وتحليل استراتيجيات المتاجرة في البورصة 39
أولاً: مقدمة 42
ثانياً: تفاعل بورصة الكويت مع الأزمة 44
ثالثاً: تحليل استراتيجيات المتاجرة في البورصة 47
رابعاً: كفاءة سوق الأسهم الكويتي 51
خامساً: خلاصة وتوصيات 53
الملاحق 55
المراجع 62
البنية الجزئية لأسواق الأسهم الخليجية والأزمات المالية 63
أولاً: مقدمة 66
ثانياً: طبيعة وتأثير المشتركين في التداول 67
ثالثاً: أنظمة التداول وتأثيرها 71
رابعاً: الخاتمة 79
المراجع 81
ملخص المناقشات 85

تقديم

ضمن موسمه التدريبي الثاني للعام 2009/2008 عقد المعهد العربي للتخطيط حلقة نقاشية بعنوان «الأزمة المالية الدولية وانعكاساتها على دول الخليج». وذلك يوم الثلاثاء الموافق 2009/3/17، قدمها كل من الأستاذ الدكتور وشاح رزّاق، والدكتور إبراهيم أونور، والدكتور وليد عبد مولاه- أعضاء الهيئة العلمية بالمعهد. وقد جاء اختيار المعهد لهذا الموضوع في إطار اهتمامه بالتطورات الاقتصادية الحالية وانعكاساتها على اقتصادات الدول العربية عامةً، ودول الخليج العربية على وجه الخصوص.

أصبح من المعلوم لدى المتابعين للأحوال الاقتصادية في العالم أن الأزمة المصرفية والمالية الأمريكية، قد نشأت أساساً في القطاع التمويلي الأمريكي وانتقلت إلى بقية دول العالم الرئيسية من خلال عولمة المعاملات التمويلية والنقدية. ثم بدأت الأزمة بالانتشار للقطاعات الإنتاجية المختلفة ليس فقط في أمريكا وإنما أيضاً في أوروبا وبقية دول العالم. وترتب على هذا الانتشار أن توالت التوقعات بانهيار عملية النمو الاقتصادي على مستوى العالم. وتوالت بعدها التوصيات بأن تقوم الحكومات بصياغة حزم إنقاذ للقطاع التمويلي لإعادة الثقة بين المتعاملين.

ثم جاءت التوصيات بأن تقوم الحكومات بصياغة حزم إنفاق عام تهدف إلى زيادة الطلب الإجمالي. وبالطبع لم تكن دول الخليج العربية بمعزلٍ عن انتشار الأزمة، حيث تأثرت بطريقة مباشرة بالانخفاض الحاد في أسعار النفط من حوالي 150 دولار للبرميل في منتصف عام 2008 إلى حوالي 45 دولار حالياً.

وقد سجلت أسواق رأس المال في دول الخليج العربية انخفاضات غير مسبوقة في قيم الأصول الرأسمالية. ولكن، وباستثناء حالات محدودة، فقد صمد القطاع المصرفي الخليجي ولم يساير انهيارات البنوك التي شهدتها معظم الدول المتقدمة.

لقد تأثرت دول الخليج العربية أيضاً بصياغة حزم السياسات التي اقترحت لمعالجة الأزمة، خصوصاً تلك الحزم التي طبقت في أمريكا والتي تركزت حول محورين:

أولهما: إعادة الثقة في القطاع المصرفي من خلال التدخل الحكومي المباشر لإعادة هيكلة قوائمها المالية، واستعادة البنوك لوظيفتها في توفير الائتمان للاقتصاد.

وثانيهما: تفعيل أدوات المالية العامة من خلال زيادة الإنفاق الحكومي، خصوصاً في مجال الاستثمار في البنى الأساسية والمشروعات الكبرى لتحفيز الاستهلاك والإنتاج في الاقتصاد.

ويذكر في هذا الصدد أن دولة الكويت قد قامت بصياغة أدوات تشريعية لمقابلة تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الكويتي: أولها «قانون ضمان الودائع المصرفية»، وثانيها «مشروع قانون تعزيز الاستقرار المالي»، حيث ستقوم الدولة في إطار هذا المشروع بضمان 50 في المائة من التمويل الجديد الذي تقدمه البنوك الكويتية لجميع عملائها تحت عدد من الشروط الائتمانية المحددة.

تناولت الحلقة النقاشية ثلاثة جوانب للأزمة المالية الدولية أولها: أسباب الأزمة المالية من وجهة نظر طليعة من الاقتصاديين العالميين، والسياسات المقترحة لمعالجتها. أما الجانب الثاني، فقد ركّز على الاعتبارات المرتبطة بالبنية الجزئية لأسواق المال الخليجية، وتأثيرها على كفاءة الأسواق، وعلى تضخيم الأزمات المالية. وتضمن الجانب الثالث تحليلاً لتفاعل سوق الأسهم الكويتية مع الأزمة المالية العالمية، واستراتيجيات التعامل في سوق الأوراق المالية.

د. عيسى الغزالي
مدير عام المعهد العربي للتخطيط

الأزمة المالية الحالية

د. وشاح رزاق

الأزمة المالية الحالية

ملخص

تناقش هذه الورقة وجهات نظر طليعة الاقتصاديين الأمريكيين حول أسباب الأزمة المالية الحالية والسياسات التي تتبعها الحكومة الأمريكية. وتبدأ بمقارنة تاريخية قصيرة بين الأزمة الحالية والركود العظيم (1929). هناك أدلة ميدانية كثيرة تؤيد وجود تشابه نوعي وليس كمي، كارتفاع نسبة الدين العام نسبة إلى الناتج القومي؛ ارتفاع العجز في الميزان الجاري نسبة إلى الناتج القومي؛ انخفاض أسعار العقار وسوق الأسهم؛ انخفاض الناتج القومي الإجمالي وزيادة في المخاطر والغموض وعدم القدرة على اتخاذ قرارات وانعدام الثقة بشكل عام بالنظام الائتماني والقطاع التمويلي. إن الأزمة لم تنته بعد، فيبدو أنها كانت قد بدأت في سوق الرهن العقاري وانتشرت إلى بقية القطاعات الاقتصادية عن طريق توقف نظام الائتمان، وانتقلت إلى بقية دول العالم عن طريق العولمة والمؤسسات المالية المرتبطة وأسواق رؤوس الأموال الحرة. خلافاً لما يعتقده البعض بأن سبب الأزمة المالية كان رفع القيود (Deregulation)، فإن هناك أدلة ميدانية موثوق بها تؤكد أن سببها هو تدخل الحكومة الأمريكية المباشر في سوق العقار. ورغم أن هدف الحكومة الأمريكية في توفير سكن للفقراء والمعوزين يعتبر هدفاً سامياً إلا أن تدخل الحكومة في إجراءات الإقراض للبنوك الخاصة يعتبر مشكلة كبيرة (Liebowitz, 2008).

أما السبب الآخر للأزمة المالية فقد يكون خطأً في السياسة النقدية، وقد أوضح (John B. Taylor, 2008) بأن السياسة النقدية قبيل الأزمة كانت توسعية للغاية مما أدى إلى تدفق أموال كبيرة إلى سوق العقار. في الحقيقة إن السببين أعلاه قادران على خلق فقاعة كبيرة.

ويقول (Bernanke, 2009) بأن أهداف السياسة النقدية الأمريكية ليست مقصورة فقط على توفير السيولة النقدية الكافية لمدة طويلة من الزمن والتأثير على التوقعات طويلة الأمد ولكنها تسعى أيضاً إلى إعادة بناء النظام الائتماني. لقد أصبح واضحاً أن هناك سياسات نقدية ومالية تسعى للإنقاذ الاقتصادي. ورغم وضوح السياسة النقدية إلاّ أن هناك غموضاً حول فعالية السياسة المالية لأنها ستؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة، التي من شأنها أن تؤثر سلباً على الاستثمارات الخاصة؛ زيادة الدين العام للأجيال القادمة؛ رفع الأسعار؛ وربما التأخر في التأثير على الوضع الاقتصادي. إن الظروف الحالية استثنائية للغاية وتحتاج إلى أفكار وسياسات جديدة. ربما أن النظرية الاقتصادية وحدها غير كافية لتفسير الاقتصاد الرأسمالي، وقد يكون الوقت مناسباً الآن لكي يقوم الاقتصاديون، علماء السياسة، الاجتماع، علم النفس والإدارة بصياغة نظرية اجتماعية عامة لتفسير الاقتصاد الرأسمالي. حتى ذلك الوقت، فإنه يجب توقع المزيد من هذه الأزمات.

أولاً: مقدمـــة

إن الأزمات والتقلبات والنمو والركود هي من ميزات النظام الاقتصادي الرأسمالي، التي يصعب التنبؤ بها ولا يمكن التخلص منها، وكل ما نسعى إليه دائماً هو التخفيف من وطأتها. فقد تعرضت الولايات المتحدة الأمريكية، عبر تاريخها القصير نسبياً إلى أزمات مالية عدة (1844 و 1857 و 1873 و 1890 و 1893 و 1907 و 1929)، وبعد الحرب العالمية الثانية أيضاً، حدثت أزمات مالية، والجميع يتذكر أزمة سوق الأسهم في عام 1987، التي كان لها تداعيات دولية أيضا.

وبعد أزمة 1929 كانت ردود الفعل تتمثل دائما بسياسات كينزية (Keynesian Policies) لمعالجة الأزمة عن طريق التدخل الحكومي لنجدة الاقتصاديات المريضة، باستخدام سياسات مالية توسعية وأحياناً سياسات نقدية توسعية، وبالرغم من كل ذلك، فقد استمرت الأزمات بالحدوث! وربما أن أحد الأسباب المهمة هو الإصرار على إتباع سياسة مالية يُعتقد بأنها توسعية. في حين يفترض حدوث تغيير حقيقي في السياسات عند حدوث الأزمات. وبدلاً من استقاء الحلول من الأفكار المطروحة آنذاك، فإنه يفضل أن تكون الحلول مبنية على أفكار جديدة وسياسات بديلة. إن النظام الائتماني الأمريكي القائم مريض، والآن هو الوقت المناسب لتغيير طريقة عمله وليس ترقيعه، وذلك باستخدام سياسات جديدة بدلاً من سياسات استعملت في الماضي ولم تغير شيئاً.

الغرض من هذه الورقة هو استعراض أسباب الأزمة الحالية ثم مناقشة السياسات المقترحة لعلاجها رغم أن الأمر لم ينته بعد والتدهور مستمر ولا أحد يعرف حجم الخسائر القادمة!

يتكون القطاع التمويلي من بنوك وشركات ائتمانية وأسواق للأسهم وشركات للتأمين وأسواق للائتمان والرهن العقاري، هذه كلها تساعد في تكوين رؤوس الأموال، وتجميعها من المدخرين وإقراضها لأغراض اقتصادية متعددة، وتدخل رؤوس الأموال كمتغيرات مباشرة في عملية إنتاج السلع والخدمات المختلفة.

يتخذ الناس قرارات مهمة لتحديد كمية استهلاكهم من السلع والخدمات، وعدد ساعات عملهم، وكمية استثماراتهم ومدخراتهم، بالإضافة إلى قرارات تتعلق بالتوقيت، اليوم أم غدا. وتعتمد هذه القرارات على عوامل مختلفة منها أسعار الفائدة الحالية والمتوقعة، التي تتأثر بشكل كبير بالسياسات النقدية والمالية – ودرجة المخاطرة (Risk) وبالأسعار.ويستطيع الناس إنفاق أكثر من دخولهم عن طريق الاقتراض ولكن العجز عن التسديد يؤدي في نهاية الأمر إلى تعطل النظام التمويلي.

إن الاقتصاد الأمريكي مبني على الاقتراض، فالناس تمول استهلاكها من السلع والخدمات عن طريق الائتمان، وكثير، وربما الأغلبية، تنفق أكثر من دخولها والمستثمر يسعى إلى الاقتراض لتنفيذ مشاريعه. وإذا ما عطل النظام التمويلي فإنه قد يكون بسبب تعطل بعض أجزائه كنظام الائتمان أو البنوك..الخ وقد تعود الأسباب إما لسياسات اقتصادية خاطئة أو لسوء في الرقابة والقواعد والضوابط، أو لخلل في تسعير الأصول بسبب الغموض، أو بسبب ندرة المعلومات أو صعوبة فهمها، أو لكونها واضحة للبعض وليست كذلك للآخرين، أو ربما بسبب اختلال نظام الحوافز للمقرض والمقترض، وكلها تؤدي بالإفراد والمؤسسات إلى اتخاذ قرارات غير صحيحة إما في الإنفاق أو الادخار أو الاستثمار..الخ.

يحتاج الاقتصاد السليم إلى بقاء قنوات النظام التمويلي مفتوحة لكي يتم نقل رؤوس الأموال إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة. فالقطاع التمويلي يشبه شبكة شرايين وأوردة جسم الإنسان، حيث يقوم بنقل السيولة اللازمة لكافة الفعاليات والقطاعات الاقتصادية، كما ينقل الدم إلى كافة أعضاء الجسم، وعند انسداد هذه القنوات فإنه يصعب نقل السيولة اللازمة من النقد والائتمان إلى بقية أجزاء الاقتصاد فتتعطل هي الأخرى.[1]

ستُناقش في الفقرات القادمة من هذه الورقة مجموعة من أراء الخبراء الأمريكان عن أسباب الأزمة، وفي ما إذا كانت هذه الأزمة مشابهه للازمات الأخرى التي مر بها العالم الرأسمالي، ثم بعد ذلك سيتم إلقاء مزيد من الضوء على السياسات الاقتصادية لمعالجة الأزمة.

ثانياً: ملخص لآراء متعددة لأسباب الأزمة المالية

هناك إجماع على أن الأزمة المالية الحالية قد بدأت في سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة.[2] أحد الأجزاء المهمة والكبيرة في القطاع التمويلي الأمريكي، ثم انتقلت إلى بقية النظام التمويلي كالعدوى من خلال شبكة معقدة من المشتقات المالية المترابطة (Derivatives) التي كان من الصعب تسعير درجة المخاطر فيها مما أدى إلى غموض وعدم تأكد (Uncertainty) في اتخاذ القرارات وخسائر قدرت بمليارات الدولارات. بعد سوق الرهن العقاري تداعي النظام الائتماني (Credit Crunch) وسوق الأسهم (Stock Market) ويُعتقد أن انعدام الثقة بقدرة النظام الائتماني على العمل كان عاملاً مهماً. ويعتقد Reinhart and Rogoff (2008) و Bordo (2008) أن الأزمة الحالية قد سبقتها أحداث مشابهة لما حدث في الأزمات السابقة المذكورة سابقا. ويقدم Stan Liebowitz (2008) دراسة مستفيضة عما جرى في سوق العقار الأمريكي والسياسات التي أدت إلى حدوث الانهيار في سوق الرهن العقاري.

1.2 الأزمات السابقة – خصوصاً في عام 1929

عزا (Keynes) كينز الركود أو الكساد العظيم الذي بدأ في الولايات المتحدة في عام 1929 في كتابه الشهير النظرية العامة للتشغيل وأسعار الفائدة والنقود[3] لانهيار سوق الأسهم. ومن أشهر ما ورد في تحليله أن الاستثمار عملية غير مستقرة أصلاً (Unstable) تقودها روح حيوانية (Animal Spirit). ويقصد أن المستثمرين عادة ما يتبع بعضهم البعض حباً بالمال بدون معرفة ما يجري حقاً وكأنهم قطيع من الماشية، أي غير عقلانيين أو غير راشدين. ويؤدي هذا النوع من القرارات أو التصرفات إلى زيادة في الطلب على الأصول، وبالتالي إلى ارتفاع أسعارها باتجاه قد لا يكون له علاقة بأساسيات السوق (Market Fundamentals)، وهو ما صار يعرف بالفقاعة (Bubble).

تنفجر الفقاعة في نهاية المطاف عند انخفاض الأسعار، ويتسابق المستثمرون لبيع الأصول قبل انخفاض أسعارها أكثر، وتؤدي هذه الزيادة في العرض إلى سرعة انخفاض الأسعار، وهكذا حتى تبدأ الودائع المصرفية ثم القروض وبعدها الاستثمارات بالتناقص والاستهلاك بالانخفاض ثم انكماش في الطلب العام، وعندئذ تبدأ البطالة.

لقد أصبح منطق كينز مقرراً في كتب المدارس المتوسطة والثانوية في الولايات المتحدة. ويعود كينز ليقترح السياسة المطلوبة لحل هذه الأزمة، وهي التدخل الحكومي بزيادة الإنفاق عن طريق السياسة المالية لتنشيط الطلب العام وهذا جزء مما يحدث اليوم أيضاً. يفهم من كل هذا أن كينز يعتقد بأنه لا يمكن الاعتماد على السوق الرأسمالي في إصلاح المشاكل تلقائياً عن طريق تغير الأسعار، لأن الأسعار لا تتغير بسرعة كافية.. الخ وأنه لا بد من تدخل حكومي لإنقاذ الموقف كما يجري اليوم.

في عام 1966، قام ملتون فريدمان وآنا شوارتز (Friedman and Schwartz) بتوثيق التاريخ النقدي للولايات المتحدة بين عامي(1867-1960): A Monetary History of the United States، قدما فيه براهين تشير إلى أن تداعي سوق الأسهم لم يكن سبب الركود العظيم. لم يعارضا موضوع الفقاعة لأن التاريخ الاقتصادي يعلمنا أن استثمارات غير عقلانية تحدث بين الفينة والأخرى، ولكن المشكلة هي أن البنك الاحتياطي الفيدرالي قد ارتكب خطأً جسيماً بإتباعه سياسة نقدية انكماشية خلافاً للأهداف التي أسس من أجلها، وهي توفير السيولة الكافية للاستقرار المالي، حيث قام بزيادة سعر الفائدة على القروض للبنوك التجارية، وهو ما كان السبب في حدوث الركود الاقتصادي لأن أسعار الفائدة المرتفعة تؤثر سلبياً على الاستثمار الخاص.

إن الأزمات المالية التي مر بها الاقتصاد الأمريكي قبل عام 1929 (1792 و1844 و 1857 و 1873 و 1890 و 1893 و 1907) حدثت تحت نظام نقدي مختلف عن ذلك النظام الذي اتبع بعد عام 1913. فالنظام النقدي الذي كان سائداً منذ عام 1879 حتى عام 1913 هو نظام قاعدة الذهب (The Gold Standard) (لم يكن تحويلاً تلقائياً بل تضمن بعض التدخل من الحكومة) والذي بدأ بالزوال خلال الحرب العالمية الأولى.[4] ولكن الولايات المتحدة الأمريكية تحولت بعد ذلك إلى نظام سعر الصرف الثابت (Bretton Woods) حتى 1973/1972، ثم تم استخدام نظام سعر الصرف العائم (Flexible Exchange Rate).

في عام 1907 حدثت أزمة مصرفية هائلة، حيث طالبت طوابير من الأمريكيين استرجاع ودائعهم ولكن البنوك رفضت الدفع. أدت هذه الأزمة إلى تأسيس البنك الاحتياطي الفيدرالي الذي أعطى صلاحيات كبيرة جداً لتوفير السيولة النقدية للاقتصاد الأمريكي. ومع ذلك فقد كانت الفترة من 1914 فصاعداً أقل استقراراً من الفترات السابقة (حتى إذا ما أخذت الحروب والأزمات المالية في نظر الاعتبار)، حيث يلاحظ ازدياد قيمة التباين الظاهري (Variance) لكمية النقد والأسعار والناتج القومي الإجمالي. وقد حصلت غالبية عدم الاستقرار بين عامي 1920 و 1939 ثم من عام 1947 فصاعداً. دخل الاقتصاد الأمريكي في ركود في الفترة 1920-1921 وركود عظيم بين عامي 1929 و 1933 كما يعلم الجميع، ثم في ركود آخر من عام 1937 إلى عام 1938. ويعزي فريدمان كل ذلك إلى عدم استقرار النظام المؤسسي النقدي - البنك الاحتياطي الفيدرالي.

لقد وصل الناتج القومي الإجمالي ذروته في منتصف عام 1929. ولعب ازدهار سوق الأسهم دوراً في ذلك بسبب التطور التقني كإنتاج السيارات. قام البنك الاحتياطي الفيدرالي بإتباع سياسة نقدية انكماشية منذ منتصف 1928 بهدف عدم تشجيع الناس على المضاربة في السوق. وقد أثرت زيادة أسعار الفائدة وشحّة السيولة النقدية سلبياً على الثقة بالاقتصاد (Business Confidence). وعليه فقد انخفض الاستهلاك والاستثمار، كما انخفض معدل نمو النقود بنسبة 3% منذ آب 1929 إلى تشرين الأول 1930. وفي تشرين الثاني من عام 1930 بدأت سلسلة من الانهيارات المصرفية أدت إلى طوابير من المودعين يطالبون بودائعهم (Bank Run). انتشرت العدوى من ولاية إلى أخرى، وفي 11 كانون الأول من العام نفسه انهار كل شيء.

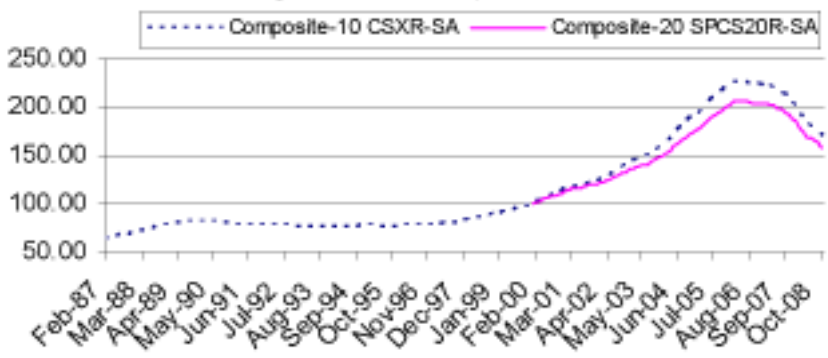
لا يعني، سواء في النظام النقدي الحالي أو كما كان في عام 1929، أن وجود دولار من الودائع لدى البنوك يساوي دولاراً من النقد لدى البنك. فعند إيداع دولار من النقد لدى البنك، يقوم البنك بإضافة جزء من هذا الدولار إلى كمية النقد والباقي يقرض لأغراض أخرى. وقد يقوم المقترض بإيداع القرض في بنك آخر وهكذا. إذاً لكل دولار من النقد يملكه البنك تكون عدة دولارات مطلوبة بشكل

ودائع. إن عرض النقد (كمية النقد المطروح للتداول وكمية الودائع) يرتفع كلما ارتفعت نسبة الودائع. لذا فإنه عند مطالبة كثير من الأفراد بودائعهم في وقت واحد يؤدي إلى انخفاض شديد في كمية النقد، إلا إذا كانت هناك طريقة أخرى لزيادة كمية النقد، وإلا فان البنك الذي يريد الوفاء بالتزاماته تجاه المودعين سيضع ضغطاً كبيراً على البنوك الأخرى إما بسحب بعض القروض أو بيع بعض الأصول أو سحب بعض الودائع. كان هذا هو السبب الذي أدى إلى تأسيس البنك الفيدرالي، لكي يخلق ويوفر النقد الكافي في هذه الحالات.

ثالثاً: أوجه الشبه بين الحاضر والماضي!

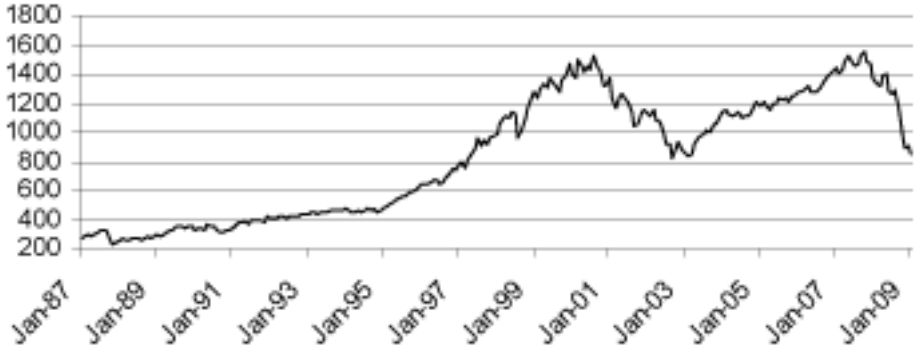
1.3 لقد مر الاقتصاد الرأسمالي العالمي بأزمات كثيرة بالإضافة إلى الأزمات التي مرت بها الولايات المتحدة. فالأزمات الخمسة الكبيرة التي انهارت بها معدلات النمو بأكثر من 5% حدثت في أسبانيا 1977، والنرويج 1987، وفنلندا 1991، والسويد 1991، واليابان 1992. بالإضافة إلى ذلك فإن هناك أزمات مصرفية ومالية حدثت في أستراليا 1989، وكندا 1983، والدنمارك 1987، وفرنسا 1994، وألمانيا 1977، وبريطانيا في 1974 و 1991 و1995. وقد قام Reinhart و Rogoff (2008) بتحليل كمية كبيرة من البيانات، فوجدا تشابهاً نوعياً على الأقل، في البيانات والمؤشرات خلال هاتين الأزمتين. أهمها (1) انخفاض أسعار الأصول كالعقارات والأسهم في الولايات المتحدة التي تعاني من تدفق رؤوس أموال أجنبية كبيرة. (2) انخفاض شديد في معدل النمو الاقتصادي في السنة السابقة للأزمة بالإضافة إلى (3) وجود عجز شديد في الميزان الجاري (Current Account Deficits). وأخيراً (4) ارتفاع كبير في الدين العام.

رسم بياني رقم (1): أسعار العقار في الولايات المتحدة



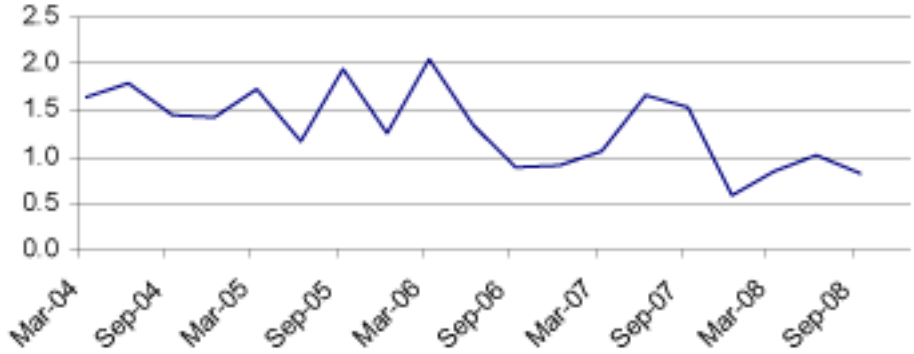
يبدو أن الأرقام المعلنة اليوم أكبر بكثير من الأرقام أعلاه. فالاقتصاد الأمريكي ربما تدهور بنسبة 3 إلى 4 بالمائة ولكن اليابان سجلت تدهوراً بنسبة 13 بالمائة وبريطانيا بحوالي 2 بالمائة.. الخ.

رسم بياني رقم (2): أسعار الأسهم Adjusted S&B 500



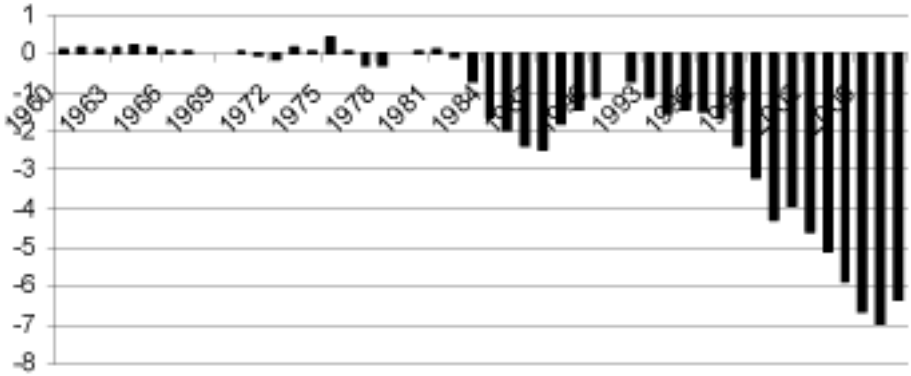
يوضح الرسم البياني رقم (1) كيف ارتفعت أسعار العقار (Boom) ثم بدأت بالانخفاض (Bust) في سنة 2007 واستمرت حتى الآن. كانت أسعار الأسهم تتبع مساراً مشابهاً في الرسم البياني رقم (2).[5]

رسم بياني رقم (3): معدل نمو الناتج القومي



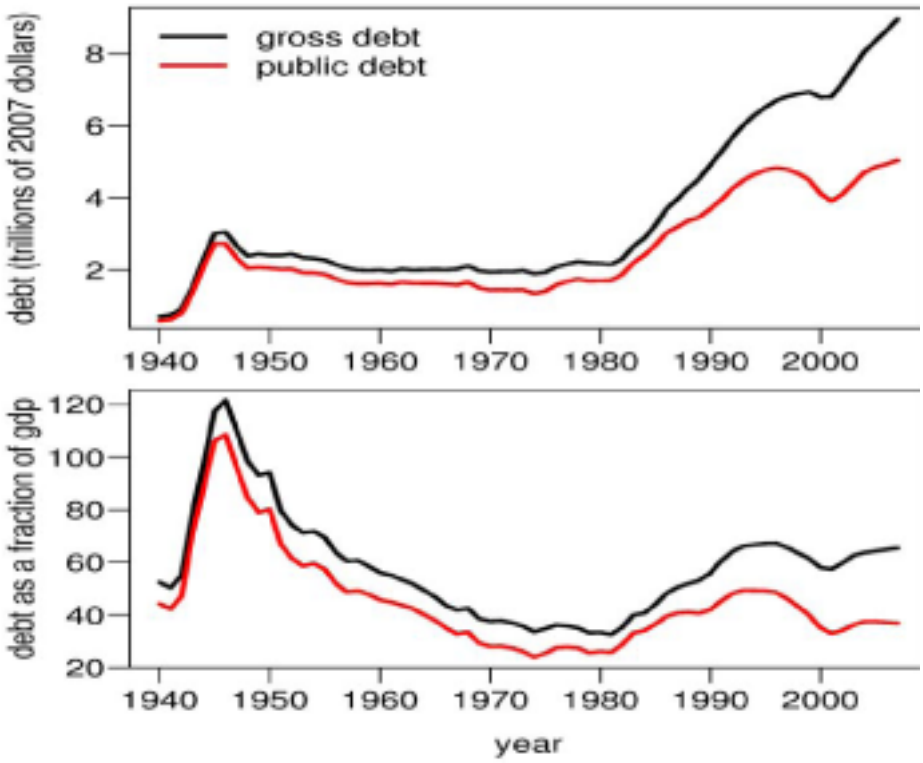
ليس هناك من بيانات حديثة، ولكن الناتج القومي الإجمالي الأمريكي لا زال يواصل انخفاضه. في الحالات الصعبة يأخذ الاقتصاد سنتين حتى يعود النمو إلى الاتجاه العام. ولكن خلال الأزمات الكبيرة في اليابان، وفنلندة والنرويج وأسبانيا والسويد انخفض معدل النمـو بحدود 5% وبقي منخفضاً تحت الاتجاه العام (Below Trend) لمدة أكثر من ثلاث سنوات. وعليه فإنه من الممكن جداً أن يظل الاقتصاد الأمريكي راكداً لمدة ثلاث سنوات أو أكثر، ويعتمد ذلك على أمور عديدة أهمها السياسات الاقتصادية الحالية.

رسم بياني رقم (4): العجز في الميزان الجاري



إن عجز الميزان الجاري كبير، فهو بحدود 6% من الناتج القومي الإجمالي، ولكن السؤال في الحقيقة ليس عن حجم العجز، ولكن هل يمكن استمرار الاقتصاد في العمل بشكل طبيعي مع هكذا عجز؟ هناك أدبيات كثيرة في هذا المجال، بعضها يحاول القول أنه نعم ممكن. حيث تستطيع الولايات المتحدة الاستمرار رغم العجز في الميزان الجاري بدون مخاطر جسيمة، حيث أن بريطانيا واستراليا وكندا استمرت في تحقيق عجز في الميزان الجاري لعدة عقود (Collins، et. al. 1996). يعتقد أنه إذا ما كان سعر الصرف حراً عائماً بعيداً عن تدخل الحكومة، فإنه سوف يبدأ بالتدهور كمؤشر لزيادة العجز، وأن تغير سعر الصرف سيعمل وكأنه مضاد للصدمات (Shock Absorber) وهو الذي يحمي الاقتصاد الحقيقي.

رسم بياني رقم (5): الدين العام



المصدر: Wikipedia

لقد تصاعد الدين العام (Public Debt) منذ ثمانينات القرن الماضي (الجزء الأعلى من الرسم البياني رقم (5)) ولكن كنسبة من الناتج القومي (الجزء الأسفل من الرسم البياني رقم (5)) لا يكاد يقارن بسنوات الركود العظيم في عام 1930 كون الدخل القومي قد ازداد زيادة هائلة. لقد كان ذلك مؤشراً مهماً لحدوث الأزمات في كل الأزمات السابقة التي حصلت بعد الحرب العالمية الثانية. كل هذه المؤشرات تدل على وجود تشابه (أنا أعتقد بأنه) نوعي، وليس كمي بين الأزمات التي مر بها الاقتصاد الرأسمالي العالمي والأمريكي.

لنعد إلى موضوع الفقاعة لكونه يتردد دائماً في الصحف والأدبيات الاقتصادية، ولكن ليس هناك من تفسير معقول لها. يبدو أن هناك اتفاق بين معظم المحللين الاقتصاديين في الولايات

المتحدة على أن التداعي الذي حصل في سوق العقار في الولايات المتحدة ربما ليس فقاعة، ولكنه متعلق بالتطورات الحاصلة في السوق المالية أو النظام المالي، إما بسبب الزيادة المستمرة في تدفق رؤوس الأموال من آسيا والدول المصدرة للنفط، أو بسبب سوء تقدير السياسة النقدية، أو سوء تقدير سياسة العقار في الولايات المتحدة. لقد سبق وأن تكلم الكثيرون عن كون هذه الفقاعات تعني انعدام العقلانية (Irrationality) في القرارات التي يتخذها الأفراد.

يعتقد (Xavier Vives, 2009) أن الأزمة المالية سببها ندرة المعلومات جيدة النوعية وانعدام المواءمة بين حوافز اللاعبين في السوق. فعندما تكون المعلومات نادرة وموزعة بشكل غير متساوٍ (Asymmetric) فإنه يتوقع ألا تعكس الأسعار مستوى الطلب والعرض، ولذا تنحرف عن أساسيات السوق. إذاً قد يكون هذا التوقع عقلانياً ورشيداً أكثر مما يتوقع الجميع. إن هناك علاقة بين موعد وصول التقنيات المختلفة إلى الأسواق وبين زيادة أسعار الأصول بأشكال غير عقلانية (Bubble)، كما حدث عند اكتشاف القطار والكهرباء في بداية القرن العشرين والسيارة في عام 1920 والانترنت.. الخ. إن التطور التقني الذي صاحب عملية صناعة سلات الائتمان والإقراض كان هائلاً (أنظر الرسم البياني رقم (9)). هذا الجمع وإعادة تركيب هذه السلات الذي يُعرف بالتوريق قد خلط كثيراً من الأوراق (Securitization)، مما جعل المعلومات والخبرات اللازمة لتسعير هذه السلع نادرة وموزعة هنا وهناك، الأمر الذي أدى إلى صعوبة التسعير وخصوصاً تسعير المخاطر.

في حالات كهذه، فإنه يتوقع انحراف السعر عن سعر السوق. وربما يتم البيع والشراء على أسس أخرى تعتمد على حركة الأسعار الجارية. فلم يكون القرار بالبيع خاطئاً إذا كانت الأسعار في حالة صعود هائل؟ ربما يريد المستثمر من ذلك "ركوب هذه الموجة"! وأن الفقاعة تكبر عندما تزداد الهوة بين هؤلاء المستثمرين الذين يقامرون على زيادة السعر وأولئك الذين يقامرون على هبوطه (Information Asymmetry). ربما لا يكون ذلك أمراً غير عقلاني ولكنه ما يحصل عند وجود مثل هذه المعطيات.

كيف يمكن تفسير ما حدث في سوق العقار الثانوي (Subprime)؟ كان يمكن للبنوك المصدرة للقروض أن (1) تحتفظ بالقروض في موازناتها (On Balance Sheets)، ونتيجة هذا القرار أن تتحمل هذه البنوك خسائر رأسمالية كبيرة، بالإضافة إلى كلفة مراقبة تلك القروض أو (2) اللجوء إلى التوريق (Securitization) التي تعني جمع وإعادة تركيب للنقد الجاري (Cash Flow) وبيع المنتوج إلى مستثمرين لقاء سعر معين والتخلص من الكلف والأعباء. ما حصل على الأرجح هو أن المعلومات عن المخاطر الكامنة في هذه الأوراق المالية الجديدة المركبة والمعقدة أصبحت شحيحة.

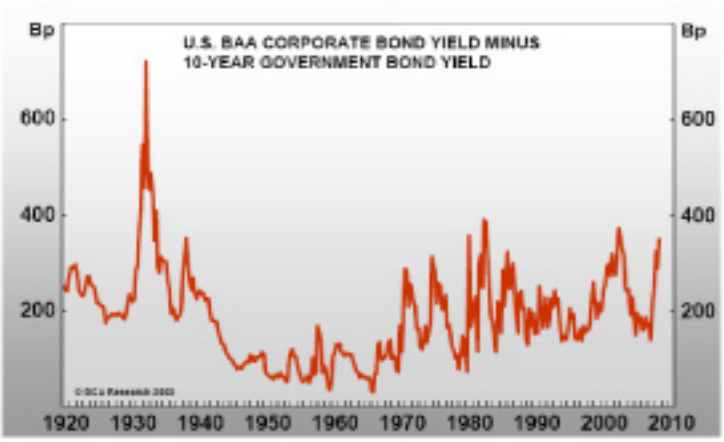
ربما يمكن تحمل نتائج التداعيات التي حصلت في أسعار أسواق الأسهم والأصول، كون معدلات الإنتاجية عالية جداً في الولايات المتحدة، مع انخفاض المخاطر الناجمة عن السياسات الاقتصادية الكلية، حيث أصبحت هذه السياسات أكثر عقلانية في السنوات الأخيرة. أما بخصوص العجز في الميزان التجاري، الذي عندما كان في ذروته وصل إلى 2/3 الفائض العالمي، فيعتقد أغلب الخبراء بأن هذا يمكن تفسيره ضمن موجة العولمة الأخيرة، حيث انفتحت أبواب الاقتصاد الأمريكي لتدفقات رأسمالية هائلة.

الرسم البياني رقم(6) هو مقياس أو مؤشر للمخاطر الكبيرة أو عدم التأكد أو الغموض الذي يصيب قرارات الفرد عند الأزمات، وهذا المقياس هو الفرق بين العائد على سندات (Baa) التي يصدرها القطاع الخاص والعائد على سندات الخزينة الأمريكية (10-year band) وهو مقياس شائع الاستعمال. يلاحظ أن الأزمات المالية تجعل الطلب على سندات القطاع الخاص ينخفض، وبذلك ينخفض السعر ويرتفع العائد، حيث يحاول المستثمر وضع أمواله في سندات الخزينة الأمريكية الأكثر أماناً.

رسم بياني رقم (6): الفرق بين عائد سند Baa وسند الخزينة الأمريكية لمدة 10 سنوات

ربما هناك تشابه نوعي بين ما حصل في عام 1929 واليوم، ولكن لاشيء يضاهي ما حدث في عام 1929 من حيث حجم الكارثة. فالرسم البياني رقم (7) يرسم نفس البيانات من سنة 1920. لاحظ الفارق بين الذروة في عام 1929 واليوم!

رسم بياني رقم (7)



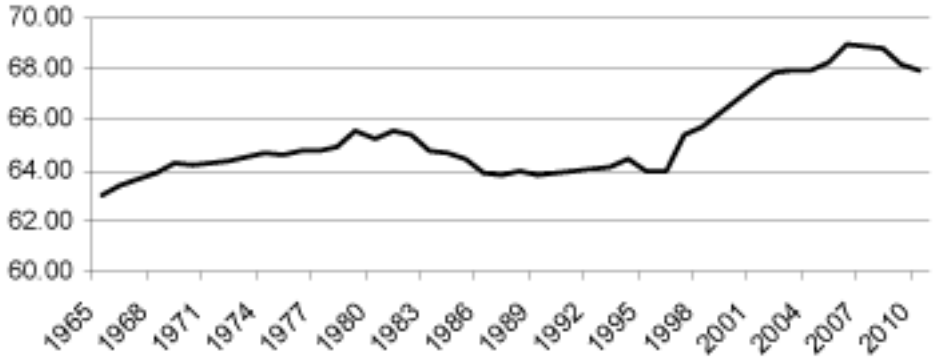
في الفقرة التالية سيتم مناقشة إذا ما كانت السياسات الاقتصادية سببا للازمة كما كان يعتقد كل من فريدمان و شوورتز. ثم يتم استعراض تفاصيل سياسة البنك الاحتياطي الفيدرالي.

2.3 علاقة السياسة الاقتصادية بالأزمة

1.2.3 يتم الحديث عن دراستين Liebowitz (2008) و Taylor (2008). تتكلم الدراسة الأولى عن سياسة الحكومة الأمريكية في سوق العقار بالذات. وتتحدث الثانية عن السياسة النقدية. إن الأزمة كما هو معلوم ويتفق عليه الجميع حدثت في سوق العقار أولاً ثم استشرت لبقية الأسواق. إن انصهار سوق العقار في الولايات المتحدة ليس شيئاً جديداً، فقد حدث وأن انصهرت أسواق العقار سابقاً في أمريكا وفي المملكة المتحدة في سبعينات القرن الماضي وفي اليابان وفي هونج كونج في تسعينات القرن الماضي، ولكن الأسباب قد تكون مختلفة.

لقد كانت نسبة الأفراد المالكين للعقار في الولايات المتحدة في مطلع القرن الماضي 47%. وقد أصبحت هذه النسبة في عام 2009 أي بعد قرن كامل 68% فقط.

رسم بياني رقم (8): مقياس معدل ملكية العقار في أمريكا



لم ترتفع نسبة ملكية العقار في أمريكا إلا بتدخل من الحكومة الأمريكية في سوق العقار. تتم عمليات الإقراض عادة بشكل دقيق للغاية، سواء كان ذلك في سوق العقار أو أي سوق أخرى، حيث يجب تقييم إمكانية المقترض على سداد الدين. وقد أنشأت الحكومة الأمريكية سوق رهن عقاري ثانوي يسمى (Subprime) لغرض زيادة الملكية العقارية لمحدودي الدخل، وذلك عن طريق التدخل الحكومي لتبسيط قواعد الإقراض العقاري (Lower Mortgage Lending Standards). ويقصد بذلك أنه (1) لا يعتبر التاريخ الائتماني السيئ مشكلة أو عائقاً للإقراض، (2) لا ضرورة لتقديم دفعة أولى، (3) الدخل ليس عائق، (4) لا تعتبر نسبة القرض إلى قيمة العقار مؤشراً مهماً. في ما يلي سرد للتسلسل الزمني للتدخل الحكومي في سوق العقار.

في عام 1930 أي خلال فترة الكساد العظيم، تدهور سوق الرهن العقاري كباقي الأسواق. أعطيت قروض ولكن لفترة قصيرة جداً، سنة أو اثنتان، لأن البنوك كانت بحاجة إلى نقد، ولم يكن ممكناً تمديد قيمة القرض، وكان الدفع بالكامل عند الوقت أمراً مهماً.

لهذا تدخلت الحكومة الأمريكية في عام 1934 بإنشاء الإدارة الفيدرالية للإسكان، التي كانت مهمتها ضمان القروض في حالة عدم قدرة المقترض على الدفع، أو عدم الوفاء بالديون.

في عام 1938 أُسست – Fannie Mae – لغرض شراء القروض العقارية من الإدارة الفيدرالية للإسكان. ثم وسع الغرض من إنشائها إلى شراء وإعادة إقراض أموال لأغراض العقار من القطاع الخاص للاقتصاد ككل.

بعد الحرب العالمية الثانية، بدأ السكان البيض مغادرة مراكز المدن والعيش في أحياء سكنية بعيدة (خارج المدينة) أخذت بالاتساع وسميت الضواحي (Suburbs)، في حين بقي الفقراء عموماً وهم من السود والملونين من أمريكا اللاتينية (الأقليات) يعيشون في داخل المدن، فتحولت مراكز المدن إلى مناطق كئيبة ذو مبانٍ قديمة. لهذا أصدرت الحكومة الأمريكية قانون إعادة الاستثمار (Community Reinvestment Act, 1977) الذي يفرض على البنوك القيام بأعمال مصرفية في مناطق جغرافية واسعة تضم مراكز المدن، ومنعها من ممارسة أعمالها في الأحياء السكنية للبيض حصرياً. لذلك أصبح دور الحكومة الأمريكية في سوق العقار كبيراً جداً في سبعينات القرن الماضي.

ثم صدر قانون كشف الرهن العقاري للمساكن (Home Mortgage Disclosure Act, 1975)، الذي يتطلب من البنك المقرض الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالشخص المقترض. أرادت الحكومة من ذلك التعرف على ما إذا كان هناك أي تمييز عنصري من قبل البنوك في منح القروض العقارية.

في عام 1991 تراكمت بيانات إحصائية كثيرة عن عمليات الإقراض. وتعالت أصوات عديدة تطالب بتحليل ودراسة هذه البيانات من منطلق أن هناك تمييزاً عنصرياً في عملية الإقراض.

في عام 1992 قام البنك الاحتياطي الفيدرالي في بوسطن بدراسة وتحليل هذه البيانات، واستنتج أن الأقليات معرضة للتمييز العنصري من قبل البنوك.

استخدمت نتائج هذه الورقة لأغراض سياسية، حيث يقول كل من(1998) Liebowitz و Day أنهما صُعقا من وضاعة نوعية التحليل الاقتصادي. فعندما قاما بإزالة المشكلات المتعلقة بقاعدة البيانات الإحصائية وإعادة التحليل الاقتصادي وجدا بأن تأثير التمييز العنصري قد اختفى تماماً من النتيجة!

طبعاً من الصعب جداً تحديد أسباب الفقاعة في السعر، لأن هناك أسباب عديدة غير اقتصادية. ولكن يبدو أن الإحصائيات تشير إلى ارتفاع هائل في عدد العائلات المؤهلة للاقتراض بشروط مخففة. فكلما أصبح الحصول على قرض عقاري أسهل كلما ازداد الطلب وارتفع السعر، وأن جزءاً كبيراً من هذا الارتفاع في السعر ربما له علاقة بسياسة الإقراض السهلة! كل هذا وقد توسع السوق المبني على شروط مخففة ليشمل أسواقاً ثانوية متعلقة بسوق العقار الثانوي. لقد نتج عن هذه السياسات دمج واتحاد بين أسواق رأس المال والإقراض، الأمر الذي أدى إلى ابتكارات في سوق العقار (Mortgage Innovations) تشمل مشتقات مورقة بمليارات الدولارات فيها مخاطر مالية اتضح أنه من الصعب تسعيرها.

رسم بياني رقم (9): التطورات التقنية وأسعار الأسهم

تبدو في الرسم البياني رقم (9) المأخوذ من البنك الاحتياطي الفيدرالي في سان فرانسيسكو (2008) التغيرات في مقياس وكالة التصنيف الائتماني (S&P 500) ستاندرد أند بور (لوغاريتم) لأسعار الأسهم وتزامنها مع فترات التطور التقني في الولايات المتحدة. حيث ارتفعت أسعار الأسهم بعد كل تطور تقني، فمثلاً في بداية القرن العشرين عندما انبثق القطار والكهرباء، وفي عام 1920 بدأت صناعة السيارات، ثم في خمسينات وستينات القرن الماضي انبثق التلفزيون ورحلات الفضاء..الخ ثم ظهرت الانترنت. كل هذه التطورات التقنية أدت إلى استثمار هائل أدى بدوره إلى ارتفاع في أسعار الأسهم. ويعتبر الاقتصاديون المشتقات المورقة التي تدمج أسعار الرهن العقاري مع أصول أخرى نوعاً من هذه الابتكارات التقنية التي أدت إلى ارتفاع أسعار الأسهم.

وصلت أسعار العقار قمتها في الربع الثاني من عام 2006، فبدأت مشكلة التخلي عن العقارات (أي أن يتركها أصحابها ويتوقفوا عن دفع ديونهم) في الربع الثالث من العام نفسه. فبدأ تخلي الناس عن رهنهم العقاري مباشرة عند توقف أسعار العقارات عن الصعود، حيث انخفضت أسعار العقارات الاسمية بنسبة 1.4% خلال 6 أشهر في سنة 2006. ولكن نسبة التخلي عن الرهن العقاري قد ارتفعت بنسبة 43%. ويعتقد أن هذه النسب العالية ليس لها علاقة مباشرة بالركود الاقتصادي، لأن الاقتصاد لم يكن في وضع مأساوي في تلك الفترة.

رسم بياني رقم (10): معدل التخلي عن العقارات

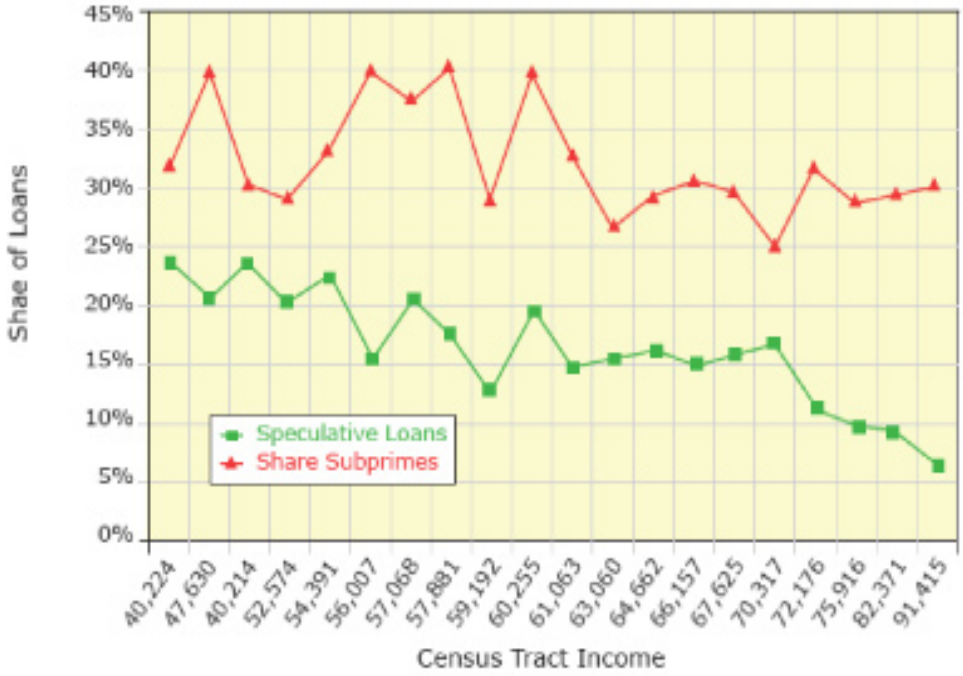
المصدر: Liebowitz, 2008

إن الارتفاع الهائل في عدد من يتخلون عن الرهن العقاري من 170 ألف إلى 248 ألف محصور بالذين اقترضوا قروضاً سهلة بدون مقدمات مالية، وربما أرادوا جني بعض الأرباح، ولكنهم عند توقف ارتفاع أسعار العقار أصبحوا على يقين بأن الأرباح التي حلموا فيها قد تبخرت، فلم يكن لهم من سبيل آخر سوى التخلي عن التزاماتهم. انخفضت أسعار العقار كثيراً خلال عامي 2007 و 2008 وارتفعت نسبة التخلي عن الرهن العقاري، كما هو موضح في الرسم البياني رقم (10).

يزعم الاتحاد العام للباعة في الولايات المتحدة الأمريكية أن نسبة العقارات المشتراة لأغراض المضاربة تمثل 28% من إجمالي المبيعات في عام 2005 و 22% في عام 2006. هذه نسب تبدو هائلة إذا ما علمنا أن إجمالي المبيعات في الولايات المتحدة رقم هائل أيضاً بحدود 5 تريليون دولار أمريكي في السنة.[6] فإذا كان هناك جزء صغير من هؤلاء هم من المضاربين فإن ذلك كافياً لتفسير كل ما جرى في سوق العقار.[7] إن البيانات الإحصائية المتوفرة مثلاً في Mian and Sufi (2008) و Liebowitz (2008) تبين بأن النسبة العظمى من الديون المتعثرة هي للفقراء ولمتوسطي الدخول ويمثلون أكبر نسبة من مالكي العقارات المشتراة لأغراض المضاربة. هذا مع العلم بأن كل الدلائل تشير إلى أن السبب الرئيسي لزيادة نسبة المتخلين عن العقارات هو الشراء أساساً لأغراض المضاربة. أنظر إلى الرسم البياني رقم (11) حيث أن نسبة الديون المستخدمة في المضاربة (Speculative Loans)

الخط المربع الأسفل أكبر عندما يكون الدخل منخفضاً وتقل نسبة هذه الديون بزيادة الدخل (الدخل على المحور الأفقي).

رسم بياني رقم (11): حصة القروض المستخدمة في المضاربة ومستوى الدخول



يستنتج من كل ما جاء في دراسة البيانات أعلاه بأن سياسة الحكومة الأمريكية في سوق العقار كانت سياسة تدخل مباشر في آلية السوق، رغم هدفها النبيل الساعي إلى توفير مساكن للناس. إذاً المسألة ليست مسألة تحرير الأسواق (Deregulation) كما يفهم الكثيرون وإنما العكس تماما. لقد كان من الأفضل للحكومة إتباع سياسات تحفز على زيادة دخول والإنتاجية ورفع مستوى معيشة تلك الفئات لتمكنها من شراء العقارات.

2.2.3. في ما يلي مناقشة لرأي آخر في مسببات الأزمة المالية، مختلف تماماً عن ما أتى به Liebowitz. في دراسة البروفيسور Taylor (2008) يقول أن تفسير تدهور النظام المالي الأمريكي اليوم لا يختلف عنه قبل مئات الأعوام، حيث تبدأ المشكلة بتراكمات نقدية هائلة (زيادة في كمية النقد) تؤدي إلى ازدهار (Boom) ليتبعه بلا شك انهيار (Bust). في الأزمة المالية الحالية بدأت المشكلة في سوق العقار، ثم امتدت إلى بقية أجزاء القطاع التمويلي في الولايات المتحدة ثم إلى بقية أجزاء العالم. ويقول Taylor أن سبب الأزمة في سوق العقار يعود إلى خطأ في السياسة النقدية (سياسة نقدية توسعية).

يكمن الخطأ في السياسة النقدية في تذبذب أو عدم استقرار السياسة وتغيرها بشكل مفاجيء بين فترة وأخرى، خلال مدة طويلة استمرت عدة سنوات، ويقصد هنا رفع وخفض أسعار الفائدة بشكل مفاجيء ومتكرر. إن التغير في سعر الفائدة صعوداً ونزولاً بشكل مفاجيء ليس أمراً سليماً، بالإضافة إلى ذلك، فقد لوحظ أن أسعار الفائدة انخفضت كثيراً بشكل لم يكن متوقعاً أو مفهوماً في الفترة من عام 2000 إلى منتصف عام 2004. إن الانخفاض الشديد في سعر الفائدة يعني طبعاً سياسة نقدية توسعية، وهذا التوسع في النقد يؤدي في نهاية المطاف إلى تضخم نقدي إما بشكل عام وإما في أسواق معينة، وقد نال سوق العقار نصيباً كبيراً منه.[8]

إذاً مشكلة زيادة الطلب على العقار ثم انخفاضه وارتفاع الأسعار ثم هبوطها السريع قد تكون متعلقة بالسياسة النقدية أساساً.

في محاولة للدفاع عن السياسة النقدية الأمريكية قال البعض ومن ضمنهم Bernanke رئيس البنك الاحتياطي الفيدرالي أن هناك الكثير من الادخارات في العالم، وأن هذه الادخارات الناجمة عن الأوضاع الاقتصادية المزدهرة خارجة عن سيطرة السلطات النقدية في الولايات المتحدة، وأنها قد أثرت بالتأكيد على خفض أسعار الفائدة بشكل كبير. يقول (Taylor)، أنه عند النظر إلى البيانات فيلاحظ أن الادخارات العالمية لم تكن في تزايد. لقد كان هناك فجوة بين الادخارات والاستثمارات العالمية، ولكن الاتجاه لم يكن تصاعدياً بل كان تنازلياً. والولايات المتحدة على وجه الخصوص كانت تدخر أقل مما تنفق.

في الحقيقة لقد كانت أسعار الفائدة في أغلب دول العالم متجهة جنوباً، والسؤال المهم هو لماذا؟ يتساءل (Taylor): لماذا تقوم البنوك المركزية في العالم بتخفيض أسعار الفائدة خلال نفس الفترة؟ والجواب على هذا ربما يكمن في زيادة حركة رؤوس الأموال بين الدول بشكل حر تماماً، ولكن هذه مجرد فكرة ناتجة عن أن أسعار الفائدة في دولة وأخرى تتساوى في نموذج (Mundell – Fleming) تحت فرضية: انتقال رؤوس الأموال بين الدول بشكل حر (Free Capital Mobility)، واستقرار الأسعار (Constant Price level) بشكل عام، وعندما تكون أسعار الصرف قائمة بشكل حر وغير مقيدة (Freely Floating Exchange Rates). وعليه فإنه ليس هناك من شك في صحة الفرضية الأولى، أما الفرضية الثانية فقريبة جداً من الحقيقة، ولكن حقيقة الفرضية الثالثة عرضة للجدل.

إذاً يعتقد (Taylor) بأن السياسة النقدية الأمريكية التوسعية هي من الأسباب الأساسية للمشاكل التي حصلت في سوق العقار. قد تكون وجهة النظر هذه صحيحة، ولكنها لا تفسر لماذا السياسة

النقدية التوسعية في نيوزلندا وأستراليا وما صاحبها من تضخم نقدي لم يؤديا إلى أزمة عقار في هاتين الدولتين؟

3.3 البنك الاحتياطي الفيدرالي

لننتقل الآن إلى السياسات التي اتبعتها الحكومة الأمريكية لحل الأزمة المالية. يؤكد (Ben Bernanke) في خطاب له في 13 يناير من عام 2009 ألقاه في مدرسة لندن للاقتصاد (London School of Economics) على أن المشكلة قد بدأت في سوق العقار الثانوي Subprime، أي أنه يتفق مع الآراء السابقة أعلاه، وأن هذه المشكلات سببت خسائر مادية جسيمة. ولكنه يعتقد أن ما حدث في سوق العقار هو جزء من المشكلة وليس المشكلة كلها. فهناك مشاكل تتعلق بتدهور شروط الإقراض كما قال Liebowtiz، وهناك تقصير في المؤسسات الرقابية والشركات الخاصة بتقييم البنوك، وهناك تعقيدات كبيرة في الائتمانات...الخ. إن المشكلة التي يركز عليها Bernanke هي التوقف المفاجيء في الائتمان الذي أدى إلى مشاكل مالية كبيرة.[9] تكلمنا عما حصل خلال عام 1929 عندما عجز الناس عن الحصول على قروض. وعندما يتكبد الناس والشركات خسائر وتبدأ رؤوس الأموال بالزوال بسبب انخفاض قيمتها، فإن الناس والشركات يسعون إلى الاقتراض لمعالجة الموقف، ربما بكلفة كبيرة، ولكن ليس هناك من مخارج أخرى عدا الإفلاس.

يعترف Bernanke بأن السياسة التوسعية النقدية الحالية مقرونة بمخاطر أيضاً أهمها ازدياد التضخم النقدي. هذه طبعاً مسألة معروفة وقديمة في النظرية النقدية، إذ أن هناك مقايضة بين إسعاف الاقتصاد الذي يحتاج إلى كمية هائلة من النقد مثلما تحتاج ماكينة السيارة إلى الزيت وبين التضخم النقدي الذي ينجم عنها.

اتخذت السياسة النقدية التوسعية في الولايات المتحدة الأمريكية شكل انخفاض في معدلات الفائدة للإقراض قصير الأجل، الأمر الذي أدى إلى خفض المخاطر المالية في النظام التمويلي. ولكن ما حصل هو زيادة في حجم الفجوة الائتمانية لأن الإقراض أصبح صعباً ونظام الائتمان غير فعال من جهة، ولكون السياسة النقدية توسعية من جهة أخرى. فالمقرضون يتخوفون من الإقراض رغم السياسة النقدية التوسعية، ورغم توفير البنك الاحتياطي الفيدرالي لمبالغ هائلة لأغراض الإقراض مباشرة إلى البنوك إضافة إلى خفض أسعار الفائدة.

بعد تخفيض سعر الخصم في آب من عام 2007، بدأت سلسلة من السياسات النقدية التوسعية في أيلول من العام نفسه، وبدأت الحكومة استهداف أسعار فائدة منخفضة جداً قياساً بتاريخ

السياسة النقدية الأمريكية. وقد استهدفت هذه السياسات تجنب حصول ركود هائل في الاقتصاد الأمريكي، وتخفيف وطأة الأزمة.

وقد استخدم البنك الاحتياطي الفيدرالي أيضاً طرقاً أخرى كون سعر الفائدة قد وصل الصفر تقريباً. تستطيع السياسة النقدية التأثير على سعر الفائدة في المدى البعيد من خلال تأثيرها على «توقعات الناس» عن السياسة النقدية في المدى البعيد. بعد لقاء لجنة السياسة النقدية (FOMC) الأخير في شهر كانون الأول من عام 2008 حرصت اللجنة على القول بأن أسعار الفائدة ستبقى منخفضة. حيث أن السياسة تؤثر على المدى الزمني الذي يرى فيه الناس أن سعر الفائدة سيبقى منخفضاً، أي هل ستبقى منخفضة على السندات الحكومية طويلة المدى؟ ويؤدي هذا التوقع إلى ضغط على سعر الفائدة في المدى الطويل إلى الانخفاض (The Expectation Theory of the Term Structure).

إضافة إلى ذلك فإن البنك الفيدرالي يتبع سياسات مباشرة لدعم النظام الائتماني. هناك ثلاثة مجاميع تختلف فيها السياسات والأدوات، إلا أنها كلها لديها تأثير متشابه وهو التأثير على جهة الموجودات (وليس جهة المطلوبات) في ميزانية البنك الاحتياطي الفيدرالي.

تلك هي سياسات وأدوات لها علاقة بكون البنك الاحتياطي هو المقرض الأخير (Lender of the Last Resort) وهذا يعني توفير سيولة نقدية في المدى القصير للمؤسسات المصرفية والبنوك ذات السمعة المالية الجيدة. وهذه ليست سياسة ذات مخاطر عالية. وأنها تخفض من ما يسمى بالمخاطر المنهجية (Systemic Risks) عن طريق توفير الدعم والثقة بأن البنك الاحتياطي سوف يوفر دعماً مادياً مباشراً في حالة فقدان ثقة المستثمرين بالقطاع التمويلي، وهو ما سيغني القطاع عن بيع أصوله بأسعار بخسة قد تسبب اضطراباً مالياً. وهناك أيضاً أدوات توفير سيولة نقدية للمقترضين والمستثمرين مباشرة وليس للبنوك. ولكن هل يا ترى يمكن إعادة ثقة الناس بالبنوك عن طريق توفير وتعزيز رؤوس أموالها؟ ربما هناك أزمة ثقة في إدارة البنوك وإدارة السوق النقدي ككل.

يقوم البنك الاحتياطي الفيدرالي أيضاً بشراء أوراق مالية تجارية ذات نوعية عالية، وبذلك يوفر سيولة نقدية لتلك الشركات والبنوك..الخ. وهناك الكثير من المخاطر التي يمكن الحد منها من خلال هذه العمليات. واحد من هذه المخاطر هو عدم قدرة المقترض على الحصول على الأموال اللازمة لدفع قيمة الأوراق المالية المترتبة بذمته (Rollover Risk). يشجع شراء البنك الاحتياطي الفيدرالي لتلك الأوراق المقرضين على الإقراض للمستثمرين في القطاع الخاص بدون خوف.

هناك أيضاً مشروع مشترك بين البنك الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة الأمريكية يقوم من خلاله بتقديم قروض لمدة ثلاث سنوات للمستثمرين الصغار مقابل أصول من صنف AAA. الهدف هنا هو دعم كشوف حسابات المستثمرين بمال عام لتقليل المخاطر وزيادة الثقة، وبالتالي تشجيع زيادة الإقراض الخاص. وإذا ما نجحت هذه الأداة فإن إطارها سوف يوسع لأصول من أصناف أقل من AAA. أما المجموعة الأخيرة من هذه «الأدوات الأخرى» التي تسعى إلى دعم النظام الائتماني فهي تلك المتعلقة بشراء أصول طويلة الأمد لغرض البنك الاحتياطي الفيدرالي نفسه. حيث سيتم شراء ديون ترعاها الحكومة بحوالي 100 مليار دولار وديون الرهن العقارية المورقة بحوالي 500 مليار. ولقد لوحظ أن سعر فوائد الرهن العقاري قد انخفضت مباشرة فور إعلان هذه الخطة، وهو ما من شأنه تشجيع سوق العقار المريض على التعافي.

إذاً هناك أدوات سياسات نقدية غير سعر الفائدة. فالسياسة ليست كمية كما استخدم في اليابان في الفترة 2001-2006. يصف Bernanke سياسته «تسهيل الائتمان» بأنها تسعى إلى توسيع ميزانية البنك الاحتياطي الفيدرالي. ليس فيها تركيز على كمية الاحتياطي التي تقع عادة في جانب المطلوبات من الميزانية، بل تركز على جانب الأصول الذي يقع على جهة الموجودات في ميزانية البنك. إن سبب الاختلاف في الاتجاه بين هذه السياسة وسياسة بنك اليابان في نهاية القرن الماضي هو أن المشكلة مختلفة. فاليوم هناك عطل كبير في سوق الائتمان يراد تنشيطه، ولغرض تنشيط الطلب العام في الوقت الحاضر فإن البنك الاحتياطي الفيدرالي يقوم بالتركيز على سياسات تقليص «فجوة الائتمان» التي تكلمنا عنها سابقاً، فالسياسات تختلف بسبب اختلاف التأثير، ولكل سياسة تأثير مختلف. إن صرف دولار واحد لشراء ورقة مالية طويلة الأمد ليس لها نفس الأثر على القطاع التمويلي والاقتصاد ككل مقارنة بمنح قرض بقيمة دولار واحد إلى تلك البنوك.

يشكك كثير من الاقتصاديين، كالعادة، بهذا النوع من السياسات النقدية، التي تسعى إلى تكبير أو توسيع حجم ميزانية البنك الاحتياطي الفيدرالي لأنها في الواقع مماثلة لطبع النقود، وهي في النهاية تضخمية. هناك فعلاً زيادة كبيرة في الاحتياطيات الفائضة في البنوك، ويعتقد Bernanke أن هذه الاحتياطيات من أضيق أنواع النقد! إن أغلب الاحتياطيات التي تملكها البنوك، هي إيداعات لدى البنك الاحتياطي الفيدرالي وليست في التداول. إذاً فإن معدل نمو M_1 و M_2 (مقاييس أوسع من النقود) أقل من نمو القاعدة النقدية (Money Base). ويعتقد Bernanke أن أسعار النفط وأسعار المنتجات الأخرى متجهة جنوباً، وهو ما لا يشير إلى وجود تضخم نقدي!

ويقول Bernanke بأن البنك الاحتياطي الفيدرالي سيغير سياسته التوسعية بسرعة عند تحسن الوضع الاقتصادي وعودة نشاط قطاع الائتمان. فكلما تحسن سوق الائتمان كلما قل الاعتماد على البنك الاحتياطي الفيدرالي وكذلك حجم ميزانية البنك.

إن البنك الاحتياطي الفيدرالي قد بدأ حديثاً بتطبيق نظام مشابه للبنك الاحتياطي النيوزلندي، حيث أن سعر الفائدة الذي يدفعه البنك الاحتياطي الفيدرالي لودائع البنوك لديه يجب أن يكون كأرضية لسعر الفائدة، لأن البنوك لا تقبل إقراض بعضها البعض بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة الذي تتقاضاه من البنك الاحتياطي الفيدرالي. إن سعر الفائدة Federal Fund Rate بدأ بالانخفاض دون سعر الفائدة الذي يدفعه البنك الاحتياطي للودائع، وهو ما يدل على وجود كمية كبيرة جداً من الاحتياطيات الفائضة وعدم دراية البنوك بالتعامل مع هذا النظام الجديد. في نهاية الأمر، فإنه يُعتقد أن هذا النظام سيؤدي إلى جعل سعر الفائدة الذي يدفعه البنك الاحتياطي على الودائع أداة سياسة نقدية فعالة من حيث تأثيرها على سعر الفائدة Federal Fund Rate. وهناك طرق أخرى لتغيير السياسة التوسعية، حيث تستطيع وزارة الخزانة إصدار سندات جديدة يمكن بيعها عند تحسن الوضع الاقتصادي لامتصاص السيولة الزائدة.

يعتقد Bernanke أن السياسة المالية للحكومة الجديدة لن تكون فعالة في تنشيط الاقتصاد بشكل دائم إلا إذا كانت مصحوبة بسياسات لتأمين استقرار السوق المالية ونظام التمويل. إذاً يرى Bernanke بأن النمو الاقتصادي مرهون بوجود قطاع تمويلي فعال! (أنظر إلى هامش رقم 1).

هناك إصلاح مؤسسي جار للقطاع التمويلي في الولايات المتحدة الأمريكية. هذا أمر مفروغ منه ولا بد أن تراجع الدول فعالية مؤسساتها بين فترة وأخرى، والآن هي الفترة المناسبة لذلك. والأزمة الحالية فترة مناسبة لخلق سياسات بديلة وللتفكير بحلول جديدة لإعادة الثقة بين المقرض والمقترض، حيث يبدو أن العالم يعاني من أزمة ثقة وأزمات أخلاقية يصعب على الاقتصاديين فهمها من خلال نماذجهم الاقتصادية الرياضية.

ويضيف Bernanke أن هناك كميات هائلة من الأصول الجديدة المعقدة التركيب، ذات قيمة يصعب معرفتها بدقة موجودة في ميزانيات كثير من المؤسسات. يؤدي وجود هذه الأصول إلى عدم استقرار وغموض وعدم تأكد من الأمر الواقع، مما يربك كثير من المستثمرين وبالتالي يعطل الاستثمار. قد يمكن إزالة هذه الأصول، ولكن ذلك يحتاج إلى تدفق رؤوس أموال حكومية لشرائها. كما يمكن أيضاً إنشاء مؤسسة غرضها العناية بهذه البنوك السيئة حيث تقوم مؤسسات مالية بشراء مقابل حصص في هذه البنوك مقابل أوراق مالية. كذلك فإنه يمكن شراء الأصول السيئة بأسعار مخفضة. وهناك بعض الحالات التي يتخلى فيها الناس عن عقاراتهم أو شركاتهم التي يمكن إسعافها.

وأخيراً يؤكد Bernanke على الحاجة إلى إصلاح مؤسسي وإقامة بعض الضوابط (تدخل حكومي). ويتطلب الأمر تنسيقاً عالمياً كون الأنظمة الائتمانية مرتبطة بقنوات عالمية قد تكون معقدة.

رابعاً: خلاصة

يمكن تلخيص أهم ما جاء في هذه الورقة في ما يلي:

- كما أوضحنا، فإن هناك قناعة كافية بأن الأزمة المالية قد تفجرت في سوق الرهن العقاري بسبب تدخل الحكومة الأمريكية المباشر ولسنوات طويلة في شؤون البنوك الخاصة لتسهيل عملية الإقراض للمقترضين ذوي الدخول القليلة بمبالغ كبيرة تفوق قدرتهم على التسديد، وليس كما يعتقد البعض بان عدم التدخل بشكل عام (Deregulations) كان السبب في تسيب القطاع الخاص. وقد ساعدت السياسة النقدية التوسعية في السنوات السابقة في توجيه كثير من الأموال إلى سوق العقار مما ولد فقاعة كبيرة.
- وقد تطور سوق الرهن العقاري إلى درجة كبيرة، حيث ارتبط بأسواق لمشتقات مالية (Derivatives) مورقة (Securitized). وقد أدى انخفاض الأسعار إلى انفجار الفقاعة مما أدى إلى انهيار أسعار العقار وانهارت معه قدرة المقترضين من الأفراد والشركات على سداد ديونهم. بالإضافة إلى كل ذلك فإنه لا بد وإن كانت هناك تطاولات على القانون، غش، عدم مواءمة حوافز كثير من اللاعبين، فساد شركات التقييم، وحتى ربما عدم استيعاب كثير من اللاعبين لما يجري في السوق..الخ.
- ليس هناك أي خطأ من الناحية النظرية في عملية التوريق، لأننا نعلم من أساسيات المالية العامة أن «التنوع» (Diversification) يقلل المخاطر والتوريق ما هي إلا عملية تجميع وإعادة تسعير عدد من الأصول المختلفة ماذا جري؟ يبدو أن زيادة عدد الأصول وتعقد ارتباطها بهذه المشتقات أدى إلى استحالة تسعيرها.
- يبدو واضحا الآن أن تجميع أصول عديدة في مشتقة واحدة يعقد عملية فهم ما يجري في كل سوق من أسواق الأصول المكونة للمشتقة على حدة. ويبدو أن مبدأ «التنوع» انقلب علينا انقلاباً مروعاً.
- إن التوقف عن سداد الديون وانخفاض الإيداع أدى إلى التوقف عن الإقراض وهذا كله ببساطة يعني شحّة في كمية النقد المتداول وهذه هي الأزمة الأساسية.

• ترتبط كمية النقد إيجابياً بالناتج القومي الإجمالي والاستهلاك والاستثمار وكل الجانب الحقيقي من الاقتصاد في المدى القصير وبالأسعار والتضخم النقدي أو الانكماش النقدي في المدى الطويل.

• انتقلت الأزمة إلى تعطل في نظام الائتمان الأمريكي ثم إلى سائر قطاعات الاقتصاد كونها جميعا مرتبطة عن طريق القطاع التمويلي.ثم امتدت إلى بقية اقتصاديات العالم المرتبطة مباشرة بهذه الأسواق والمنتجات الائتمانية الأمريكية، خذ على سبيل المثال، استثمارات نرويجية لتقاعد العمال النرويجيين مستثمرة في أوراق وأسواق مالية أمريكية.

• لم تبق المشكلة المالية محصورة بالنظام التمويلي، وإنما تطورت إلى مشكلة ركود اقتصادي واسع انهارت معه بعض الشركات الكبيرة، مثل شركات السيارات، بسبب مصاعب مالية تفاقمت مع عدم قدرة الناس على الشراء فانتشرت البطالة.

• قامت الحكومتان الأمريكية والبريطانية وحكومات دول أخرى حال إدراكها طبيعة الأزمة بإجراءات سريعة لضخ كميات كبيرة من النقد، ولكن الطرق اختلفت من دولة إلى أخرى. إن نجاح حل الأزمة يتعلق مباشرة بالسياسات الاقتصادية، فمثلا، في عام 1929 كانت السياسة النقدية الانكماشية بعد حدوث الأزمة سبباً للركود الكبير.

• إن أنظمة الائتمان مبنية على مجموعة من الفرضيات المهمة أهمها الثقة بين المقرض والمقترض، وعندما يفقد المقرض ثقته بإمكانية المقترض على سداد ديونه يتوقف الإقراض، وكذلك عندما يشعر المقترض أن المقرض غير موثوق فيه، فإنه يمتنع عن التعامل معه. إن نضوب النقد ناجم ربما عن انعدام ثقة الناس بالنظام.

• ويبدو أن الناس تحتاج إلى توعية مالية بالإضافة إلى السياسات الاقتصادية. وإلا كيف يمكن لشخص أن يعيش على الدين في نظام رأسمالي معرض لهزات تسبب ركوداً اقتصادياً وبطالة...الخ؟

• أن التدخل الحكومي في شأن البنوك الخاصة في مسائل الإقراض سياسة غير صحيحة.

• بما أن الأزمة المالية الحالية هي شحة نقدية وائتمانية، فإن دور الحكومة هو توفير النقد أو السيولة الكافية بأي طريقة ممكنة عن طريق السياسة النقدية. في حالة أنظمة سعر الصرف الثابت كما في المنطقة العربية، يقوم البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة، ولكن لا بأس من شراء العملة الصعبة أي امتصاصها من السوق المحلية بالإضافة إلى تخفيض سعر الفائدة. وإن وجدت أوراق مالية وسندات حكومية في التداول فيجب شراؤها أيضا. وإذا لم يكن ذلك كافياً، فإنه يمكن للحكومة إيداع رؤوس أموال كبيرة مباشرة في البنوك أو منح البنوك قروض كبيرة.

• أصبح واضحا الآن أن الولايات المتحدة استخدمت سياسة مالية أيضا. يؤيد بعض الاقتصاديين ذلك، على سبيل المثال (Martin Feldstein) والفريق الاقتصادي لرئيس الولايات المتحدة، ولكنني أرى مشكلة كبيرة في ذلك، لأن السياسة المالية سوف تخلق مشاكل كثيرة، أهمها أننا لا يمكن أن نعلم إذا ما كانت توسعية أم لا، للأسباب التالية (1) ستؤدي إلى رفع سعر الفائدة في وقت لا يفترض أن يحدث فيه تأثير سلبي على الاستثمارات الخاصة، (2) ستزداد الضرائب المتوقعة في المستقبل في الدول التي فيها نظام ضريبي، مما يسبب انخفاضاً في عدد ساعات العمل والإنتاجية. (3) لا يمكن ضمان التوقيت المناسب الذي ستؤثر فيه السياسة المالية. (4) أنها تعني زيادة المديونية على الأجيال القادمة وتحميلها مسؤولية حل مشكلة يعتبر الجيل الحالي مسئولا عنها. وأخيرا (5) فإن السياسة المالية ستزيد من مستوى الأسعار إضافة إلى تأثير السياسة النقدية.

• في الواقع يصعب على الحكومة اتخاذ سياسة مالية توسعية وسياسة نقدية توسعية في نفس الوقت من دون تغيير سعر الفائدة! فالمطلوب في الحقيقة هو خفض سعر الفائدة، وهذا غير ممكن مع زيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب. ولكن السؤال الحرج هو: ماذا يحدث عندما يصل سعر الفائدة صفراً والاقتصاد لا يزال متعثراً؟

• هناك عدد كبير جداً من سياسات نقدية ومالية وأخرى تتعلق بسوق الرهن العقاري وضوابط وأطر قانونية يمكن اللجوء إليها لضمان فعالية سوق الائتمان. هذا هو الوقت المناسب لاتخاذ سياسات جديدة وتغيير نمط التفكير. ربما تحتاج المشكلة إلى حلول أبعد من السياسات النقدية والمالية. هناك سؤال آخر: ماذا لو تم ضخ كل النقد الممكن ولكن المدراء غير قادرين على إدارة النظام التمويلي؟ هل المشكلة إدارية؟ إذا كانت إدارية فلا أدري كيف يمكن حلها بإتباع سياسيات نقدية ومالية!

• أن من الخطأ السعي لإنقاذ المؤسسات المريضة سواء كانت بنوكاً أم مؤسسات أخرى، والأفضل تركها لتخرج من السوق كونها ذات كفاءة متدنية. عندما تتيقن الشركات والبنوك أن الحكومة ستسعفها وتعوض خسائرها فإنها ستأخذ كثيراً من المخاطر لكي تحقق أرباحاً أكبر، وبذلك فإن سياسات الإنقاذ ستزيد من الأزمات في المستقبل وليس العكس. وعليه فإنه يفضل تعويض المودعين وليس المضاربين.

• نفس الشيء بالنسبة للشركات المريضة، فإنه يجب تركها تخرج من السوق. ويمكن تعويض العمال العاطلين عن العمل بسبب إفلاس شركاتهم عن طريق فوائد تدفع للعاطلين عن العمل ولفترة طويلة(Unemployment Benefits) لمدة سنة مثلاً بدلاً من ستة أسابيع!، ويجري

خلالها إعادة تأهيلهم ومساعدتهم على إيجاد وظائف في قطاعات أخرى بالرغم من أنه ليس هناك من دليل قاطع على أن برامج إعادة التأهيل ناجحة.

• لتمويل حملات الإنقاذ، فإنه لا مفر للحكومة الأمريكية والحكومات الأخرى في الدول المتأثرة بالأزمة المالية من الاقتراض من الخارج عن طريق بيع سندات حكومية إلى الدول التي لديها فوائض في الميزانيات الجارية. وهذه الدول هي الصين التي لديها بحدود 2 تريليون دولار أمريكي وكذلك دول الخليج العربية واليابان.

• يحبذ قيام المستثمرين في الولايات المتحدة بإعادة النظر - إن أمكن - في استثماراتهم.

• ضرورة الأخذ في الحسبان أن النمو الاقتصادي العالمي وربما الأمريكي بالذات سيحتاج إلى ما لا يقل عن سنتين أو ثلاث سنوات للعودة لخط الاتجاه العام، لذا فان تأثير هذه الأزمة سوف يبقى معنا لفترة من الزمن. وعلينا أن نتذكر إن أزمة اليابان في التسعينات دامت عشر سنوات على الأقل.

• يجب على الناس أن تفهم أن الأزمات والانكماش والازدهار كلها من طبيعة الاقتصاد الرأسمالي، كانت ولا زالت وستبقى. كل ما يمكن فعله هو تفهم كيفية معالجتها، ويبدو أننا لم نوفق حتى الآن. لماذا؟ هذا سؤال صعب. ولكنني أعتقد أن النظرية الاقتصادية لوحدها غير كافية لفهمها. ربما نحتاج إلى نظرية أوسع، ربما نظرية اجتماعية عامة بدلاً من نظرية اقتصادية عامةGeneral Social Theory Rather than General Economic Theory يشارك في صياغتها علماء النفس والاجتماع والسياسة والإدارة إضافة للاقتصاديين. يبدو أن هناك بوادر لبحوث مشتركة بين علماء النفس والاقتصاديين، وربما سيكون ذلك ممكناً في المستقبل.

هوامش

(1) يختلف الاقتصاديون بخصوص أهمية دور القطاع التمويلي (البنوك وأسواق التأمين والبنوك الاستثمارية ..الخ) وعلاقته بالنمو الاقتصادي، فالاقتصاديون McKinnon (1973، 1988، 1993 و Walter Bagehot (1873 و John Hicks (1969) يعتقدون بأن القطاع التمويلي قد لعب دوراً هاماً في إشعال فتيل الثورة الصناعية في بريطانيا وذلك عن طريق توفير رؤوس الأموال. في حين يعتقد Schumpeter 1934 صاحب المدرسة الاقتصادية النمساوية وهي مدرسة كلاسيكية بأن أي نظام مصرفي فعال يستطيع خلق التطور التقني من خلال تشخيص المستثمرين وتمويلهم، وأن التطور التقني هو مفتاح النمو الاقتصادي في كل النماذج الاقتصادية. وهناك بعض الأدلة حول تأثير نظام الائتمان على النمو الاقتصادي، حيث أن بعض الدول التي كان لديها قطاع تمويلي كبير في عام 1960 نمت اقتصادياتها خلال الثلاثة عقود اللاحقة بأسرع من الدول التي لم يكن لديها قطاعات تمويلية كبيرة. وهناك أيضاً

دلائل على أن مضاعفة حجم قطاع الائتمان الخاص يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي في المعدل بحدود 2% في السنة. كذلك فإن الدول النامية التي فتحت أسواقها للاستثمار الأجنبي ارتفع فيها الناتج القومي الإجمالي للفرد بمقدار 2.3%، أسرع من مثيلاتها التي أغلقت أسواقها. ولكن السببية غير واضحة ويصعب التأكد منها بطرق الإحصاء المتوفرة لدينا. من جهة أخرى، يرى Joan Robinson (1952) أن النمو الاقتصادي تسبب في نشوء القطاع التمويلي وليس العكس، أما Robert Lucas (1988) فإنه يعتقد بأن الاقتصاديين يبالغون بأهمية دور القطاع التمويلي في التنمية الاقتصادية.

(2) Taylor (2008), Bernake (2009), Liebowtiz (2008), Reinhart and Rogoff (2008) and Bordo (2008).

(3) The General Theory of Employment Interest and Money, 1936.

(4) لم يكن هذا النظام حراً من حيث تحويل كمية الذهب إلى نقد، أو من حيث حرية الناس بالاحتفاظ بالذهب ولكن كانت الحكومة تتدخل بشكل كبير.

(5) Adjusted for dividends and splits.

(6) من أجل فهم أهمية هذه الأرقام، يلاحظ أن الناتج القومي الإجمالي لثاني أكبر اقتصاد في العالم- اليابان- هو بحدود 4 ترليون دولار أمريكي، وأن اقتصاديات بريطانيا وألمانيا وفرنسا معاً ربما تصل إلى 5 ترليون دولار.

(7) هذا المقياس منحرف قليلاً لأنه يتضمن عقارات وبيوت لأغراض الأجازات والمصايف..الخ. إن العلاقة بين المضاربة والدخل عكسية في إحصاءات السكان وليس حسابات سوق العقار. ما يفيد به الشكل هو أن المضاربة أكثر ارتباطاً بدخول مناطق سكنية معينة وليس بسوق العقار الثانوي. ربما أن الدليل على ارتباط المضاربة بما جرى في سوق العقار يكمن في بيانات عن العقارات التي تخلى عنها أصحابها، والتي كانت أساساً قد اشتريت لأغراض غير السكن من قبل المشتري، ولكن ليس هناك بيانات عن ذلك.

(8) ألم يعلمنا توبن (James Tobin) بأن زيادة كمية النقد التي تؤدي إلى توقع ازدياد التضخم النقدي تجعل الناس تسرع إلى شراء الأصول الثابتة كالعقارات؟

(9) كان السماح لشركة Lehman Brothers الاستثمارية العملاقة بالإفلاس قد ابتدأ الكارثة الائتمانية لأنها كانت تصدر أوراقاً مالية، وكذلك كانت شركة AIG للتامين قد استثمرت في هذه الأوراق وعندما فقدت قيمتها أصبح الأمر حرجا لهم وللحكومة الأمريكية. أما المودعون فقد أصيبوا بذعر انتشر إلى سوق الأسهم. أصبح سوق الأوراق المالية عاطلا وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة أصبح الحصول على قرض صعب المنال.

المراجـــع

Bagehot, W., 1873 (1962 Edition), Lombard Street, Homewood, IL. Richard D. Irwin.

Bernanke, B., 2009, The Stamp Lecture, Speech at the London School of Economics.

Bordo, M., 2008, An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008, NBER Working Paper No. 14569.

Collins, S., F. N. De Simone, and D. Hargreaves, 1996, The Current Account Balance: An Analysis of Issues, Reserve Bank of New Zealand Bulletin Paper, Vol 61, No.1, 15-34.

Day, T. and S. Liebowitz, 1998, Mortgae Lending to Minorities: Where's the Bias? Economic Inquiry, 1-27.

Feldstein, M., 2009, The Case for Fiscal Stimulus, Project Syndicate.

Friedman, M. and Ann Schwartze, "A Monetary History of the United States: 1867-1966, Princeton University Press.

Hicks, J., 1969, A Theory of Economic History, Oxford: Claredon Press.

Liebowitz, S., 2008, Anatomy of Train Wreck, Causes of the Mortgage Meltdown, The Independent Institute Policy Report.

Lucas, R. Jr., July 1988, On the Mechanics of Economic Development, Journal of Monetary Economics, 22 (1), 3-42.

McKinnon, R., 1973, Money and Capital in Economic Development. Washington, DC: Brooking Institute.

McKinnon, R., 1988, Financial Liberalization and Economic Development: A Reassessment of Interest-Rate Policies in Asia and Latin America. Occasional Papers No. 6, International Centre for Economic Growth.

McKinnon, R., 1993, The Order of Economic Liberalization: Financial Control in

the Transition to a Market Economy, Second Edition. Baltimore: John Hopkins University Press.

Mian, A. and A. Sufi, (2008), The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis, WP, University of Chicago.

Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff, 2008, Is the 2007 U.S. Sub Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison, Working Paper School of Public Policy at the University of Maryland.

Robinson, J., 1952, The Generalization of the General Theory, in The Rate Of Interest and Other Essays. London: Macmillan, 67-142.

Schumpeter, J. A.,1934, The Theory of Economic Development (translated by Redvers Opie, Cambridge, MA, Harvard University Press.

Taylor, J. B., 2008, The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis of What Went Wrong, Hoover Institute and Stanford University.

Vives, X., Fads, 2009, Frenzies, and Finance, Project Syndicate.

تفاعل سوق الأسهم الكويتي مع الأزمة المالية العالمية وتحليل إستراتيجيات المتاجرة في البورصة

د. إبراهيم أونور

تفاعل سوق الأسهم الكويتي مع الأزمة المالية العالمية وتحليل إستراتيجيات المتاجرة في البورصة

ملخص

تهتم الورقة بتحليل تفاعل سوق المال الكويتي مع الأزمة المالية العالمية في عام 2008 من خلال تتبع تأثير العوامل المحلية والإقليمية والعالمية على سوق الأسهم الكويتي. توضح نتائج الورقة أن أثر العوامل الإقليمية الناتج من تكامل سوق الأسهم الكويتي مع الأسواق الخليجية لا سيما سوق الأسهم السعودي وسوق دبي المالي كان ضمن المؤثرات في تفاعل السوق مع الأزمة، هذا بجانب التأثير السلبي للمضاربات المحلية الناتج من استحواذ بعض المتعاملين في سوق الكويت على معلومات تمكنهم من تحديد مسار مؤشرات هامة للسوق.

تتضمن الورقة بعض المقترحات لرفع كفاءة السوق من خلال تطوير متطلبات الشفافية وتوسيع قاعدة الأوراق المالية المتداولة في السوق، بجانب ضرورة إنشاء هيئة إقليمية للرقابة على أسواق دول مجلس التعاون وذلك للتخفيف من الانعكاسات السلبية للتكامل المشترك لأسواق دول مجلس التعاون.

أولاً: مقدمة

يتطلب تحليل انعكاسات الأزمة المالية العالمية على سوق المال الكويتي تناول متغيرات الاقتصاد الكلي لدولة الكويت وربط التطورات في سوق المال الكويتي بتطورات الاقتصاد العالمي ودورة الأعمال في الدول الصناعية الكبرى.

بداية تجدر الإشارة إلى أن حركة الاستثمار بأنواعه المختلفة التي تشمل الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمار المحافظ الاستثمارية في الأوراق المالية تعتمد على التوقعات المستقبلية لأداء الاستثمار واستراتيجية رأس المال. في الأعوام السابقة، تركز الاستثمار الأجنبي في دول الخليج على مشروعات الكمياويات البترولية المشتركة، وذلك للاستفادة من الميزة النسبية لوفرة المشتقات النفطية والغاز الطبيعي في هذه الدول، بالإضافة إلى وجود الإمكانيات للمشاركة الرأسمالية من قبل المستثمر المحلي. أما الاستثمارات الأخرى كالاستثمار في الأوراق المالية، فلم تحظَ باهتمام كبير من قبل مراكز المال العالمية الكبيرة، حيث ما زال حجم الاستثمار الأجنبي في هذا المجال محدوداً نسبياً في أسواق المال الخليجية، وذلك لندرة البيانات المتاحة وعدم مواكبة أسواق المال الخليجية للتطورات الرقابية والإشرافية مقارنة بالأسواق الناشئة في شرق آسيا وأمريكا اللاتينية، مع الأخذ في الحسبان تفاوت درجة التنظيم بين أسواق دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

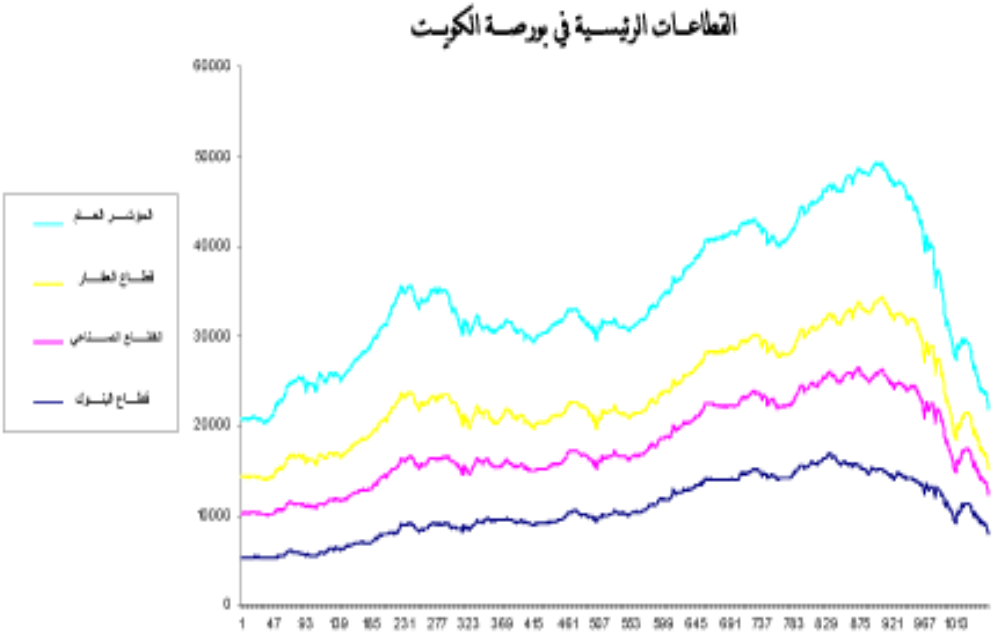
بالرغم من التطورات التنظيمية والرقابية الهامة التي انتظمت بعض دول الخليج في الآونة الأخيرة، خصوصاً سوق المال السعودي الذي يعتبر الأكبر حجماً في المنطقة العربية، وأسواق دولة الإمارات العربية المتحدة (سوقي أبوظبي و دبي الماليين)، إلا أن حجم الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال الخليجية ما زال ضئيلاً وبالتالي فإنه تمثل مصدر عدم استقرار لهذه الأسواق، ولذلك فإنه ينبغي النظر لانعكاسات الأزمة المالية الراهنة لأسواق المال الخليجية من خلال تأثيرها على رؤوس الأموال الخليجية المستثمرة في أسواق المال الغربية، وتأثيرها على عامل التوقعات المرتبط بالتداعيات النفسية للمستثمر الخليجي في الأسواق المحلية.

رغم عدم وجود إحصاءات رسمية متاحة بخصوص حجم الاستثمارات الخليجية في المؤسسات الأمريكية التي تعرضت للانهيار المالي، إلا أن هناك إشارات في الإعلام المحلي الخليجي إلى وجود مؤسسات خليجية مصرفية تمتلك حصصاً في صناديق استثمارية لمؤسسات مالية بارزة مثل "سيتي قروب" و "ميريلينش" بعد تعرض الأخيرة لخسائر فادحة أثر أزمة الرهن العقاري الأمريكية. عموماً ليس من المتوقع أن تكون الخسائر الخليجية، المباشرة من جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية

ذات حجم يؤثر على أسواق المال الخليجية خاصة في ظل وجود سيولة كافية لمعظم دول الخليج العربية نتيجة لارتفاع أسعار النفط في السنوات الماضية.

إذاً يصبح السبب الوحيد الذي يمكن أن يفسر ردود أفعال أسواق الخليج العربية، خاصة سوق الكويت للأزمة المالية الراهنة هو العامل النفسي وتوقعات حدوث انكماش للاقتصادات العالمية الكبرى خاصة الاقتصاد الأمريكي. للتأكيد على أهمية العامل النفسي في التأثير على حركة أسعار الأسهم في أسواق الخليج، فإنه ينبغي ملاحظة أنه في نفس اليوم الذي أعلن فيه بنك ليمان براذر الأمريكي إفلاسه وشراء بنك أوف أمريكا لمريلنش شهدت أسواق الخليج انخفاضاً حاداً في أسعار الأسهم، حيث تراجع مؤشر السوق السعودي بنسبة 6.6%، وتراجع سوق الكويت بنسبة 4.4% (أنظر الشكل (1)) وسوق أبوظبي 4.7% وسوق الدوحة بنسبة 7% وسوق دبي بنسبة 5% .

شكل رقم (1) القطاعات الرئيسية في بورصة الكويت (يناير 2005 – فبراير 2009)



ثانياً: تفاعل بورصة الكويت مع الأزمة

هناك عدة عوامل تتحكم في حركة سير أسعار الأسهم في بورصات الخليج، وعلى وجه الخصوص بورصة الكويت التي تعتبر ثاني أكبر بورصة في دول مجلس التعاون، حيث تؤكد نتائج الأبحاث المنشورة في هذا المجال وجود تكامل مشترك (Co integration) بين أسعار بورصات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية ، الأمر الذي يؤكد أهمية تأثير المستجدات الإقليمية في دول المجلس على أداء بورصة الكويت، هذا بجانب ارتباط أداء بورصات دول مجلس التعاون بحركة أسعار النفط العالمية في المدى المتوسط، لكن في المدى القصير (أي الأداء اليومي والأسبوعي) يتأثر سير الأسعار بدرجة كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبطة بأساسيات (Fundamerdals) اقتصاديات المنطقة. على ضوء هذا، فإنه يمكن حصر أهم الأسباب التي ساهمت في انخفاض أسعار الأسهم في بورصة الكويت في الفترة السابقة إلى ثلاث مجموعات:

1. أسباب ذات صلة بالبورصة

1.1 توقعات المستثمرين: خلق الركود الاقتصادي العالمي الذي صاحب الأزمة المالية الراهنة لدى الكثير من المستثمرين المحليين توقعات انخفاض أرباح المصارف في عام 2009 نتيجة لتقلص السيولة لديها، وذلك بسبب توقف العديد من هذه المؤسسات إصدار سندات أو صكوك إسلامية جديدة تفادياً لتبعات الأزمة المالية الراهنة. تزامن ذلك أيضاً مع تشدد البنوك المركزية في منطقة دول مجلس التعاون لعمليات الإقراض تحسباً لأي عواقب مستقبلية مماثلة لما حدث في أمريكا. كل ذلك ولّد لدى المستثمرين توقعات لانخفاض أداء المؤسسات، خصوصاً المصرفية منها في العام القادم.

2.1 هناك وجه شبه بين المؤسسات الأمريكية التي دخلت على خط أزمة الرهن العقاري وبين أوضاع بعض المؤسسات المالية الخليجية، من حيث التركيز على قطاع العقار، حيث تقدر استثمارات المؤسسات الخليجية في العقار حوالي 80% من أصولها. ولذلك تعتبر أزمة الرهن العقاري الأمريكية بمثابة إنذار مبكر للمؤسسات الخليجية التي تركز استثماراتها في قطاع العقار، مما ينذر بوجود خطر حقيقي لأوضاع هذه المؤسسات في حال حدوث انتكاسة عقارية في منطقة دول مجلس التعاون. ومن المتوقع أن تكون المشكلة أكبر للبنوك الإسلامية إذا ما حدثت أزمة عقارية في الخليج وذلك نسبة لصغر حجم أصولها نسبياً، ولتمركز استثماراتها في مجال العقار تحديداً، ولصعوبة تعامل البنوك المركزية معها من خلال استصدار أدوات نقدية ملائمة لامتصاص الصدمة العقارية في حال حدوثها.

3.1 ضعف الإطار الرقابي للبورصة الناتج من عدم وجود هيئة مستقلة معنية بالتجاوزات والمخالفات التي تقوم بها كثير من الجهات المستثمرة في البورصة. حيث أنه عند غياب إطار رقابي مستقل ومنفصل عن إدارة البورصة يمكن أن تكون مصلحة خاصة للمستثمرين في البيع على المكشوف (Short Selling) للقيام بأنشطة استثمارية تهدف إلى استدراج أسعار الأسهم نحو مزيد من الانخفاض لتحقيق أرباح من جراء ذلك.

4.1 ومن الأسباب التي ساهمت في انخفاض مؤشر بورصة الكويت في الفترة الماضية السحوبات الكبيرة في السيولة نتيجة لرفع رساميل بعض الشركات الوطنية، الأمر الذي حال دون تدخل صناع السوق، مما فتح المجال للمضاربين والمستثمرين في العقود العاجلة.

2. أسباب إقليمية

من أهم تداعيات ازدياد التكامل المشترك بين أسواق رأس المال الخليجية ازدياد فرص انتقال العدوى بين أسواق المال أو ما يعرف بـ (Contagion)، ولذلك فإنه ليس من الغرابة في أن يتأثر سوق الكويت سلباً بالهبوط المفاجيء الذي لازم سوق دبي المالي عقب إعلان ممارسات فساد في بعض مؤسسات القطاع الخاص العاملة في مجال العقار في دبي في يونيو من عام 2008.

3. أسباب عالمية ناتجة من

1.3 أزمة الرهن العقاري وما تبعها من أزمات مالية كبيرة لأكبر المؤسسات المالية في أمريكا وأوربا، وانعكاس ذلك على صناديق سيادية خليجية، وتوقعات المستثمرين الكويتيين بحدوث ركود اقتصادي في الاقتصاد الأمريكي وانعكاس ذلك على الشركاء التجاريين مع دولة الكويت.

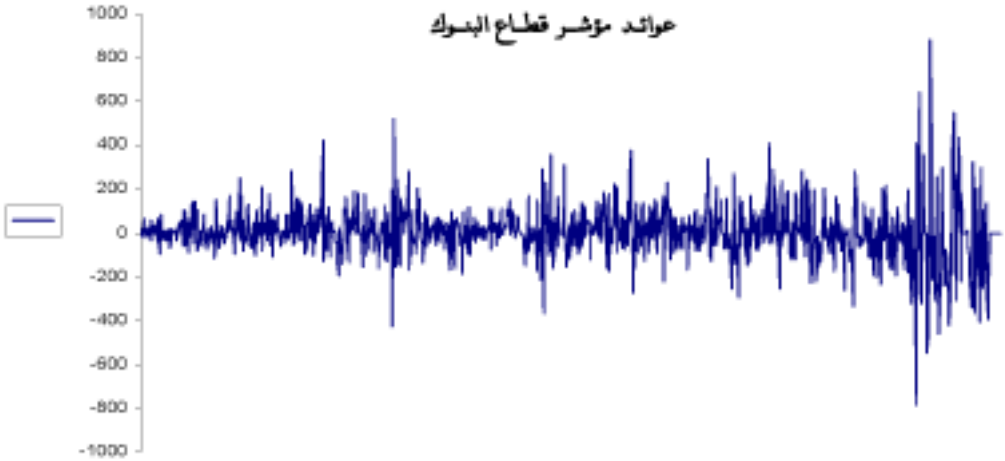
2.3 انخفاض أسعار النفط وما ينجم عن ذلك من توقعات المستثمرين لانخفاض السيولة المتاحة للأنشطة الاستثمارية في دول مجلس التعاون، وبالتالي التأثير السلبي لأداء الشركات المدرجة في سوق الكويت وبقية أسواق دول مجلس التعاون.

رغم أن كل الأسباب المذكورة أعلاه تمثل عوامل مؤثرة في حد ذاتها على أسعار البورصة، إلا أن تأثير المضاربات في سوق الأسهم الكويتي كان له دور في زعزعة استقرار الأسعار، كما هو موضح في الشكلين (1) و(2)، التي تعكس تغيرات حادة في مؤشر السوق في منتصف عام 2008 وفي عام 2006، والتي تزامنت مع إعلان إفلاس كبرى شركات العقار ومؤسسات التمويل الأمريكية في منتصف

عام 2008. لكن تغيرات عام 2006 كانت نتيجة لتداعيات الهبوط المفاجئ لسوق الأسهم السعودي والإصلاحات التنظيمية التي انتظمت السوق في ما بعد. الجدير بالملاحظة أن قطاع البنوك كان نسبياً أقل تأثراً من انعكاسات أزمة سوق الأسهم السعودي مقارنة بالمؤشر العام للسوق.

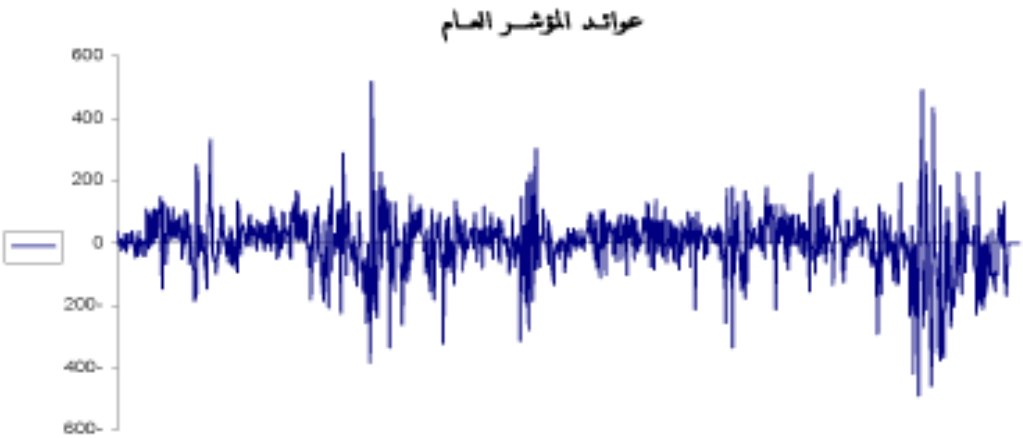
شكل رقم (2) عوائد مؤشر قطاع البنوك

(يناير 2005 – فبراير 2009)



شكل رقم (3) عوائد المؤشر العام

(يناير 2005 – فبراير 2009)



ثالثاً: تحليل إستراتيجيات المتاجرة في البورصة

يعتبر التحليل الفني من أكثر الطرق استخداماً في تحليل إستراتيجيات المتاجرة في أسواق الأسهم والعملات، حيث يفترض أن عوائد الأسهم تتبع مساراً قابلاً للتنبؤ، الأمر الذي يتيح فرصة للمستثمر لتبنى إستراتيجية بيع أو شراء بغية تحقيق عوائد استثمارية. رغم أن هناك عدة قوانين للتنبؤ باتجاه حركة أسعار الأسهم، إلا أن أكثرها شيوعاً واستخداماً في أدبيات هذا المجال هي منهجية المتوسطات المتحركة، التي تتنبأ باتجاه صعود السوق عندما يتجاوز سعر المؤشر المتوسط المتحرك وباتجاه هبوطه عندما ينخفض دون المتوسط المتحرك.

عندما يكون السهم في اتجاه صاعد يرغب العديد من المتعاملين في الأجل القصير شراء الأسهم التي يكون اتجاهها صاعداً (بدلاً عن الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع، قد يقوم المتعاملون بالشراء بسعر مرتفع والبيع بسعر أعلى من سعر الشراء). لكن في حال شراء السهم الصاعد يصبح التحدي هو بتحديد الفترة التي يستمر فيها الاتجاه العام في الصعود. حيث أن الاتجاه العام هو الطريق الذي يتحرك فيه السهم على مدار فترة محددة. يتحرك سعر السهم الذي يكون اتجاهه هابطاً إلى أسفل، فإذا كان أحد الأسهم في اتجاه هابط مع وجود حجم تعاملات كبير (يعني ذلك قيام الكثير من الناس بالبيع) فقد يكون السهم معرضاً للمشاكل. لكن عندما يكون اتجاه السهم متأرجحاً (صعوداً وهبوطاً بصورة غير منظمة) ينبغي تجنب الدخول في تعاملات هذا النوع من الأسهم.

لتوضيح كيفية تنفيذ استراتيجيات البيع والشراء بناءً على منهجية المتوسطات المتحركة، فإننا نفترض أن (S_{it}) ترمز لسعر السهم في الفترة الزمنية t ، حيث يتم:

(1) تنفيذ استراتيجية الشراء في حال:

$$S_t \geq \frac{1}{n}\sum_{i=0}^{n-1} S_{t-i}$$

(2) و تنفيذ استراتيجية البيع :

$$S_t < \frac{1}{n}\sum_{i=0}^{n-1} S_{t-i}$$

ولاختبار مستوى المعنوية الإحصائية لاستراتيجيات البيع والشراء يستخدم اختبار t على النحو الآتي:

$$t = \frac{\mu_r - \mu}{\left[\frac{\sigma_r^{\ 2}}{N_r} + \frac{\sigma^2}{N}\right]^{0.5}}$$

حيث $\mu_r, \sigma_r^{\ 2}, N_r$ ترمز على التوالي على عدد المعاملات والتباين والمتوسط الحسابي لاستراتيجيات البيع أو الشراء.

بجانب منهجية المتوسط المتحرك، فإنه يمكن تحديد استراتيجيات البيع أو الشراء استناداً على مفهوم المساندة والمقاومة وقانون نطاق المتاجرة (Trading-range break) كما موضح في ما يلي.

(أ) المساندة والمقاومة

1. المساندة أو الدعم:

عندما ينخفض سعر أحد الأسهم تكون هناك نقاط معينة في الطريق الهبوطي للسهم، يتدخل عندها المشترون ويمنعوا السهم من مواصلة الهبوط لأبعد من هذا، والمساندة هي السعر الذي توقف عنده سعر السهم عن الهبوط، سواء كان اتجاهه متأرجحاً أم عكسياً، حيث يسود اعتقاد بأن الطلب على السهم كان قوياً بدرجة كافية لمنع السعر من الهبوط لأقل من هذا السعر، وعندها يسيطر المشترون على السوق.

لكن عندما يتجاوز انخفاض سعر السهم مستوى الدعم يقول الفنيون: أن السهم تجاوز مستوى الدعم، وعندما يحدث ذلك، فإنه يكون دليلاً سيئاً للشركة، حيث لا يوجد من المشترين ما يكفي لدعم السهم عند هذا المستوى من الأسعار.

2. المقاومة

عندما يكون سعر السهم في حالة ارتفاع، تكون هناك نقاط معينة في طريق الارتفاع يتدخل فيها البائعون ويمنعون السهم من الارتفاع أكثر من ذلك. والمقاومة هي مستوى السعر الذي توقف عنده سعر السهم عن الارتفاع، حيث يأخذ بعد ذلك الاتجاه المتأرجح أو الاتجاه المعاكس ولا يستطيع الارتفاع أكثر من ذلك. وهذه هي النقطة التي يقوم عندها المتعاملون ببيع أسهمهم. وبذلك يتحكم البائعون في السوق.

وفقاً للمساندة والمقاومة، تنفذ استراتيجية الشراء عندما يتخطى سعر السهم مستوى المقاومة بهامش معين، واستراتيجية البيع عندما ينخفض سعر السهم بنفس الهامش دون مستوى المساندة أو الدعم. وعندما تتحرك الأسعار داخل نطاق المساندة والمقاومة تتوقف عمليات المتاجرة في السهم.

3. قانون نطاق المتاجرة : وفقاً لهذا القانون، تنفذ استراتيجية الشراء عندما يتخطى سعر السهم أعلى قيمة له خلال أقرب فترة زمنية سابقة، واستراتيجية البيع عند هبوط السهم دون أقل قيمة له خلال أقرب فترة سابقة. عموماً، إن قانون نطاق المتاجرة مشابه لمنهجية المساندة والمقاومة، غير أنه يتنبأ بصعود السوق (أو هبوطه) عند تجاوز سعر السهم أعلى (أقل) قيمة له خلال أقرب فترة سابقة، ليتم تحديد استراتيجيات الشراء أو البيع استناداً على ذلك.

بالنظر إلى الجدولين (1) - (3) يمكن استنتاج أن البيانات الفعلية للسوق هي بالفعل متوافقة مع تنبؤات التحليل الفني في حال تجاوز سعر السهم المتوسط المتحرك أو مستوى المقاومة، لأن استراتيجيات الشراء القائمة على مؤشرات التحليل الفني تعود بعوائد موجبة وذات معنوية إحصائية بمستوى 5 في المائة، بينما لا تدعم النتائج توقعات التحليل الفني في حال هبوط سعر السهم دون مستوى المتوسط المتحرك أو مستوى المساندة، الأمر الذي يبين عدم توافق مؤشرات التحليل الفني مع القراءة المستقبلية لمسار السوق في حال هبوطه. هذه تؤيد النتيجة عدم اتساق الفهم السائد في كثير من الأسواق المالية مع سوق الأسهم الكويتي بأن أفضل أوقات البيع هي عند هبوط مؤشر السوق أو أي من قطاعاته دون مستوى المتوسط المتحرك. إن عدم فعالية أو جدوى مضاربات البيع عند هبوط السوق ناتج من عدم وجود مشتقات البيع على المكشوف (Margin trading) في السوق الكويتي. توضح نتائج الجدول رقم (2) عدم جدوى تنفيذ استراتيجيات مضاربة (بيعاً أو شراءً) استناداً على تنبؤات مفهوم المساندة والمقاومة. أما نتائج قانون نطاق المتاجرة (جدول 3) فإنها تدعم جدوى مضاربات الشراء في حال صعود مؤشر السوق ومؤشر قطاع البنوك.

يتضح مما سبق، أن أفضل الأوقات لتحقيق عوائد موجبة في سوق الأسهم الكويتي من خلال أدوات التحليل الفني هي فقط في حال انتعاش السوق (Bull market). علماً بأن تحقيق عوائد موجبة ذات معنوية إحصائية من خلال تنفيذ استراتيجيات شراء في سوق الأسهم الكويتي دلالة على عدم توفر الشفافية لكل المتعاملين في السوق، واستحواذ البعض على معلومات ذات أهمية في أنشطة المتاجرة في السوق، وهذا بدوره دلالة على عدم توفر متطلبات الشفافية التي تضمن أداء السوق بصور أكثر كفاءة.

لبحث موضوع كفاءة السوق بصورة أكثر دقة، يتم في الجزء التالي من البحث تناول أداء السوق من حيث الكفاءة باستخدام اختبار ديكي- فوللر (Dicky-Fuller, 1979) واختبار كوياتوسكي وآخرون (Kwiatkowski et al, 1992).

جدول (1): المتوسط المتحرك ذو الطول المتغير

	قطاع الصناعة	قطاع العقار	قطاع البنوك	المؤشر العام
[0.01 ;15 ،1]				
شراء قيمة ت الإحصائية	0.003 (0.39)	-0.0002 (-0.004)	0.0005 (0.84)	0.0012 ×(1.86)
بيع قيمة ت الإحصائية	-0.008 (-0.21)	0.001 (0.087)	0.001 (0.92)	0.002 ×(2.30)
شراء- بيع قيمة ت الإحصائية	0.01 (0.15)	-0.001 (-0.003)	-0.001 (-0.05)	-0.001 (-0.34)
[0.01 ;15 ،5]				
شراء قيمة ت الإحصائية	0.001 (1.19)	0.0001 (0.009)	0.001 (1.25)	0.0015 ×(2.00)
بيع قيمة ت الإحصائية	-0.001 (-0.52)	0.001 (0.19)	0.0003 (0.39)	0.002 ×(2.35)
شراء- بيع قيمة ت الإحصائية	0.002 (0.03)	-0.001 (-0.002)	0.001 (0.87)	-0.001 (-0.32)
(0.01 ;30 ،5)				
شراء قيمة ت الإحصائية	-0.0003 (-0.034)	-0.0005 (-0.0004)	0.0006 (0.95)	0.0014 ×(2.08)
بيع قيمة ت الإحصائية	-0.0005 (-0.50)	0.0002 (0.042)	0.0002 (0.25)	0.0013 ×(1.80)
شراء- بيع قيمة ت الإحصائية	0.0002 (0.002)	-0.0007 (-0.004)	0.0004 (0.007)	0.0001 (0.65)

* ذات معنوية إحصائية بمستوى 5%.

جدول (2): المساندة والمقاومة

	قطاع الصناعة	قطاع العقار	قطاع البنوك	المؤشر العام
شراء قيمة ت الإحصائية	0.001 (1.26)	-0.002 (-0.43)	0.001 (1.48)	0.0001 (0.097)
بيع قيمة ت الإحصائية	-0.002 ×(-1.87)	-0.0003 (-0.015)	0.0003 (0.20)	0.001 (1.47)
شراء- بيع قيمة ت الإحصائية	0.003 (0.54)	-0.002 (-0.21)	0.001 (0.06)	-0.001 (-0.005)

*ذات معنوية إحصائية بمستوى 5%.

جدول (3): قانون نطاق المتاجرة (القيم الأعلى والأقل)

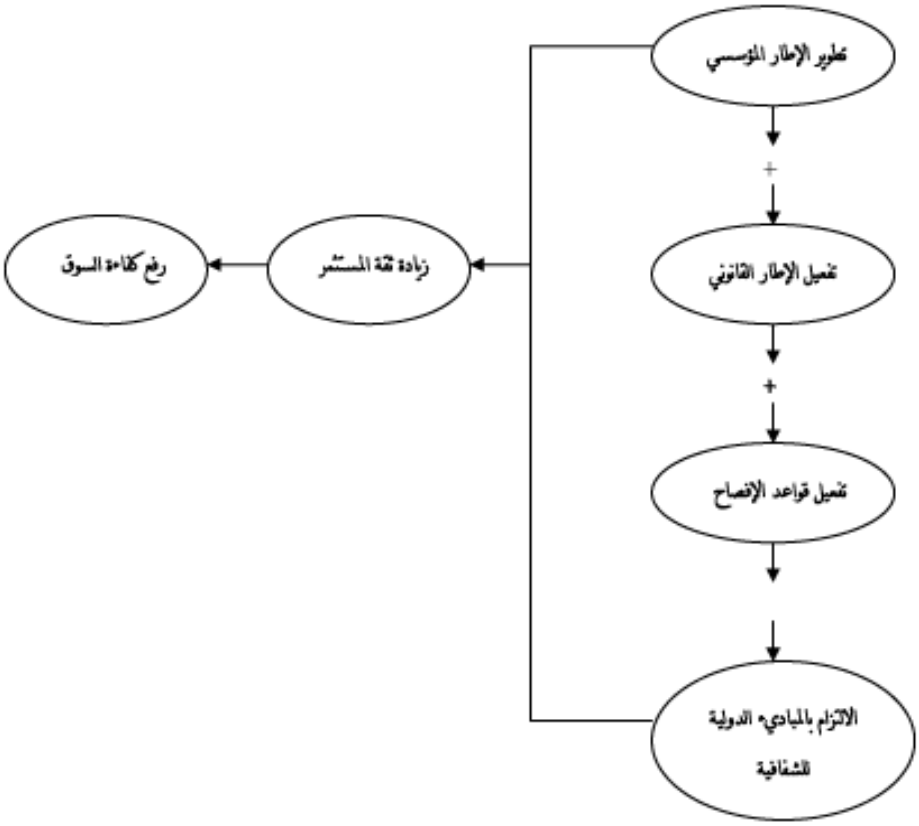
	قطاع الصناعة	قطاع العقار	قطاع البنوك	المؤشر العام
شراء قيمة ت الإحصائية	0.0001 (0.61)	0.0009 (0.042)	0.002 ×(2.74)	0.0023 ×(2.63)
بيع قيمة ت الإحصائية	-0.001 (-0.2)	-0.0003 (-0.015)	0.0014 (0.84)	0.0013 (0.83)
شراء- بيع قيمة ت الإحصائية	0.001 (0.18)	0.0012 (0.04)	0.001 (0.07)	0.001 (0.73)

*ذات معنوية إحصائية بمستوى 5%.

رابعاً: كفاءة سوق الأسهم الكويتي

لا تمثل معايير الشفافية غاية في حد ذاتها وإنما هي وسيلة لزيادة ثقة المستثمرين بأسواق المال، الأمر الذي يسهم بدوره في كفاءة هذه الأسواق. لماذا الاهتمام بكفاءة أسواق المال عموماً ؟ لأن كفاءة أسواق المال تضمن تحريك المدخرات الخاصة وفقاً لمتطلبات تضمن كفاءة توزيعها بين القطاعات الاقتصادية المختلفة في الاقتصاد القومي، وذلك لقلة تأثير المضاربات في توجه الاستثمارات. يلخص الشكل التالي أهمية توفير متطلبات الشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأسهم (أنظر الملحق للتفاصيل).

الإطار المتكامل لرفع كفاءة السوق



هناك ثلاث مستويات لمفهوم كفاءة أسواق المال:

(أ) مستوى الكفاءة الضعيفة: يعنى عدم إمكانية التنبؤ بعوائد الاستثمار في السوق من خلال استخدام معلومات تاريخية عن اتجاهات أسعار الأسهم. يقلل هذا الفهم من الكفاءة فرص حيازة البعض لمعلومات غير متوفرة للآخرين واستخدامها للتنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم.

(ب) مستوى الكفاءة المتوسطة: هو عدم إمكانية التنبؤ بعوائد الأسهم باستخدام بيانات أسعار الأسهم في الماضي والمعلومات الأخرى المنشورة عن أداء الأسهم والاقتصاد ككل (بحكم توفر نفس المعلومة للجميع).

(ج) مستوى الكفاءة القوية: هو عدم قدرة أحد على التنبؤ بعائد السهم باستخدام كل البيانات المتاحة، بما فيها البيانات الخاصة التي قد لا تتوفر لكل المتعاملين في السوق. يعتبر هذا المستوى من الكفاءة

صورة مثالية لا تتوفر حتى في الأسواق المتطورة، لأن حدوث التقلبات المفاجئة لا يتسق مع مفهوم هذا النوع من الكفاءة.

لقياس مستوى الكفاءة لسوق الأسهم الكويتي تم تطبيق اختبارين هما ديكي- فوللر واختبار كوياتوسكي وآخرون حيث صمم الأخير خصيصاً لمعالجة بعض أوجه القصور في اختبار ديكي- فوللر. ولذلك الغرض من استخدام الاختبارين هو الوصول إلى نتيجة أكثر مصداقية بخصوص كفاءة السوق وذلك في حال اتفاق الاختبارين على نتيجة واحدة.

نتائج قياس الكفاءة في الجدول (3) تؤكد عدم استقلالية عوائد الأسهم في السوق الكويتي، حيث تدعم فرضية وجود علاقة ترابط بين العوائد الأمر الذي يرفض فرضية الكفاءة من المستوى الضعيف.هذه النتيجة متسقة مع نتائج التحليل الفني. يتطلب رفع كفاءة السوق تطوير الإطار المؤسسي وتفعيل الإطار القانوني وتفعيل قواعد الإفصاح والالتزام بمبادئ الشفافية الدولية كما موضح ذلك بتفاصيل أكثر ضمن الملاحق المضمنة في هذا البحث.

جدول (4) : اختبار جذر الوحدة

	إحصائية كوياتوسكي وآخرون	إحصائية ديكي وفوللر
المؤشر العام	0.011	13.14×
قطاع البنوك	0.017	10.18×
قطاع العقار	0.0013	23.32×
قطاع الصناعة	0.015	11.07×

* ذات معنوية إحصائية بمستوى 5%.

خامساً: خلاصة وتوصيات

توضح نتائج الدراسة أن هناك مجموعة عوامل مؤثرة على حركة أسعار الأسهم في السوق الكويتي، منها عوامل داخلية ذات صلة بالمضاربات المحلية الناتجة من استحواذ بعض المتعاملين في الأسهم على معلومات تمكنهم من التنبؤ لمسار حركة أسعار الأسهم، بجانب عوامل إقليمية ناتجة عن التكامل المشترك بين أسواق دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، بالإضافة للعوامل النفسية نتيجة للمستجدات العالمية واتجاه أسعار النفط. وفي ما يتعلق بتأثير المضاربات في سوق الأسهم الكويتي، توضح نتائج التحليل الفني أن استخدام منهجية المتوسطات المتحركة متنبئ جيد لمسار اتجاه الأسهم

في حال صعود مؤشر السوق، الأمر الذي يرجح ارتفاع حدة المضاربات وتأثيرها على اتجاه أسعار السوق باستدراجها نحو الصعود من فترة إلى أخرى.

بناءً على نتائج التحليل الفني واختبارين آخرين لقياس كفاءة سوق الأسهم الكويتي وجد أن حركة أسعار الأسهم تتعارض مع مفهوم كفاءة المستوى الضعيف، مما يتطلب بذل مزيد من الجهد لتطوير السوق من حيث متطلبات الشفافية وتطوير الأطر التنظيمية والرقابية للسوق. وفى سبيل تحقيق ذلك يمكن التركيز على الآتي :

1. فصل الدور الرقابي والتنظيمي للبورصة عن الدور الإشرافي بتكوين هيئة مستقلة للبورصة. بموجب بعض الأنظمة في أسواق المال العربية، تتولى هيئة سوق المال مهام الإشراف على تنظيم وتطوير السوق، إصدار القواعد واللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية (انظر الإطار).

إن تكوين هيئة مستقلة لبورصة الكويت سوف يسهم في تطوير الإطار المؤسسي للبورصة، الذي يسهم بدوره في تفعيل الإطار القانوني وتحسين قواعد الإفصاح بهدف حماية المستثمر وتطبيق المباديء الدولية، التي تسهم بدورها في زيادة ثقة المستثمر ورفع كفاءة السوق.

2. تكوين هيئة إقليمية لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي للرقابة والتنسيق بين هذه الأسواق. إن ازدياد التكامل المشترك بين بورصات دول مجلس التعاون وتأثر البورصات المحلية بالمستجدات الإقليمية في دول المجلس يستدعي وجود جهة رقابية موحدة لهذه الأسواق معنية بالإطار الرقابي والتنظيمي لبورصات دول مجلس التعاون.

3. تعميق السوق باستحداث أوراق مالية جديدة بجانب الأسهم العادية، وذلك لاستخدامها لإدارة المخاطر. ويمكن في هذا الصدد الاهتمام بإيجاد آليات لتداول الصكوك الإسلامية في البورصة. ويمكن الاستفادة من تجارب ماليزيا والمملكة العربية السعودية في إطار سعي الأخيرة لإطلاق سوق لتداول الصكوك والسندات خلال الأشهر القادمة.

4. تطوير أدوات السياسة النقدية: إن تطوير هذه الأدوات وفهم قنوات تأثيرها هي في غاية الأهمية للتعامل مع المستجدات الاقتصادية. بالرغم من الاتفاق على أهمية السياسة النقدية في التأثير على النشاط الاقتصادي، إلا أن هناك خلاف حول تفاصيل عملها وحجم وأمد تأثيرها على المتغيرات المستهدفة، وذلك بسبب السمات الهيكلية للاقتصاد المعني. من أهم الأدوات النقدية التي يمكن من

خلالها التحكم والتأثير على الأنشطة الاقتصادية هي سعر الفائدة، سعر الصرف، وسياسة الائتمان، وأسعار الأصول المرتبطة بمعدل الخصم. فكلما كانت هناك فرصة لاستخدام أكبر مجموعة من هذه الآليات في إدارة السياسة النقدية كلما كانت هناك فرصة أفضل لإدارة الأزمات المالية التي يواجهها الاقتصاد. تشير نتائج الأبحاث التطبيقية أن قنوات تأثير السياسة النقدية في الكويت ضعيفة، وبالتالي فإن خيارات التعامل مع هذه السياسة محدودة، الأمر الذي يصعب معه إدارة أي أزمة مالية طارئة عبر هذه الآليات.

الملاحق

معايير الشفافية

على الرغم من اعتماد معايير الشفافية في أسواق المال على وجود إطار تنظيمي ورقابي فاعل، إلا أن كفاءة أسواق المال تعتبر المحصلة النهائية للإطار التطبيقي للقوانين واللوائح الخاصة بالأسواق المالية. تتمثل متطلبات توفير الشفافية في أسواق المال العربي بآليات توفيرها:

1. التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وقواعد التداول ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق.
2. توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة للتسوية والمقاصة، وذلك من خلال مركز لإيداع الأوراق المالية ((عادة ما يتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء كل لصالح عميله، وتثبت بموجب قيود تدون في سجلات مركز لإيداع الأوراق المالية وفقاً لأحكام قانون السوق)).
3. وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم، وتطبيقها، بما يتفق مع توفير الشفافية والكفاءة للسوق.
4. التأكد من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء.
5. وضع معايير تتناسب مع متطلبات الشفافية بخصوص حوكمة الشركات المدرجة في أسواق المال.
6. توفير سبل التداول الإلكتروني الذي يستوعب أكبر قدر من معلومات وإتاحتها للمتعاملين في السوق.

الإطار التنظيمي

تتضمن الأطر التنظيمية لأسواق المال العربية قانون الشركات وقانون الأوراق المالية. يتناول قانون الشركات الأشكال القانونية للشركات ومتطلبات تسجيلها والإجراءات القانونية المتعلقة أثناء ممارسة أنشطتها وحتى خروجها عن العمل وتصفيتها[1].

من أهم شروط إدراج الشركات في أسواق الأسهم العربية أن تكون شركات مساهمة عامة لأن أهم ما يميز الوضع القانوني لهذا النوع من الشركات استيفائها لحد أدنى محدد لعدد المساهمين في تأسيس الشركة. الهدف من ذلك هو ضمان توسيع قاعدة المساهمين في ملكية الشركة، وذلك لضمان المتاجرة والتداول في سهم الشركة بين أكبر عدد من المستثمرين في السوق، الأمر الذي يعزز من تطور السوق ونشاطه. لذلك فإن العديد من الدول العربية يخصص حوافز ضريبية أو حوافز أخرى لتشجيع الشركات الفردية وشركات المساهمة المحدودة للتحول إلى شركات مساهمة عامة.

أما في ما يتعلق بقوانين الأوراق المالية في الأسواق العربية، فإنها تتضمن: أحكام وشروط متطلبات العضوية في البورصة، أحكام عن إدراج وإلغاء الإدراج للأوراق المالية في البورصة، متطلبات الإفصاح والشفافية، أحكام تنظيم أنشطة الوسطاء، أحكام تداول الأوراق المالية، تعليمات عن نقل الملكية وتسجيل الأوراق المالية، متطلبات السلوك المهني للمتعاملين في السوق، متطلبات الإفصاح والشفافية، أحكام المخالفات والعقوبات، وفي الأسواق التي تنفصل فيها مهام هيئة سوق المال عن إدارة الرقابة للبورصة يتضمن القانون أيضاً بنوداً عن صلاحيات ومهام هيئة سوق المال وإدارة البورصة بحكم أن الهيئة معنية بتنفيذ الإطار التنظيمي والرقابي للبورصة وإدارتها والإطار الإشرافي والتنفيذي لأحكام نظام السوق ولوائحه .

الإطار المؤسسي

يدار سوق المال في معظم الدول العربية من مجلس إدارة يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق، ومن أهم مهام هذا المجلس رفع التوصيات والمقترحات بشأن اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق، ويشمل ذلك:

- شرط إدراج وتداول الأوراق المالية.
- الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة المالية، والضمانات المالية المطلوبة، معايير السلوك المهني التي تطبق لأعضاء السوق وموظفيهم وأعضاء مجلس الإدارة، والمدير التنفيذي للسوق، الإجراءات والعقوبات التأديبية بحق كل من يخالف هذه المعايير .
- تسوية المنازعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعملائهم.
- شروط ومتطلبات عضوية السوق.

وفي سبيل تحقيق الأهداف الموضحة أعلاه هناك خمس إدارات أساسية تكون الإطار المؤسسي للسوق، وهي إدارة إيداع الأوراق المالية، إدارة التراخيص والتفتيش، إدارة إجراءات الشركات، إدارة المتابعة والتنفيذ وإدارة الإشراف والرقابة. في ما يلي توضيح لمهام كل من هذه الإدارات :

(أ)إدارة إيداع الأوراق المالية: تهتم هذه الإدارة بمتابعة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها. في بعض الأسواق العربية تقوم شركة بهذه المهام.

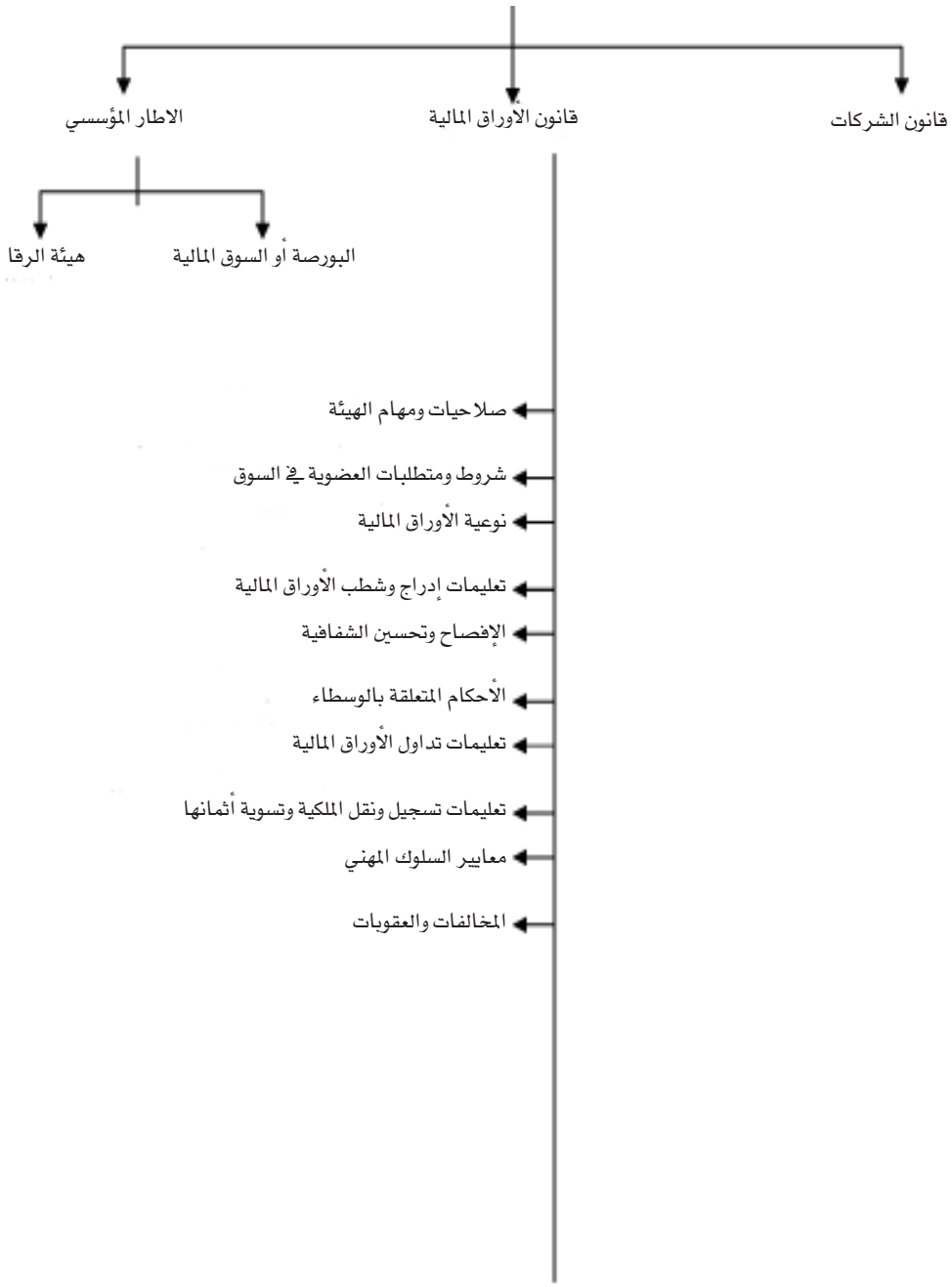
(ب) إدارة التراخيص والتفتيش: تتولى هذه الإدارة مهام التراخيص والتفتيش ودراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية التي تمارس عملها في السوق وشركات إدارة المحافظ الاستثمارية، إضافة إلى أنشطة أخرى تصنفها هيئة السوق بأنها من الأنشطة الواجب الترخيص لها قبل مزاولتها، كما تتولى الإدارة التأكد من التزام الجهات المرخص لها بنظام السوق المالية ولوائح الهيئة وقواعدها.

(ج)متابعة إجراءات الشركات: تهتم هذه الإدارة بمتابعة إجراءات الشركات في ما يخص طلبات طرح وإدراج أوراق مالية بالبورصة، وتعمل مع مصدري الأوراق المالية ومستشاريهم الماليين لاستكمال المستندات اللازمة للطرح والإدراج والاندماج.

(د) إدارة المتابعة والتنفيذ: من أهم مهام هذه الإدارة تلقي الشكاوى من المتعاملين والمستثمرين في السوق والنظر فيها ودراستها وإجراء التحقيقات اللازمة التي تنشأ بين الأطراف المشاركة في تداول الأوراق المالية، كما تهتم هذه الإدارة بمتابعة تنفيذ نظام السوق المالي واللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بموجبه، والنظر في أي مخالفة أو انتهاك لهذه الأحكام والتعليمات واللوائح واقتراح الغرامات والعقوبات المناسبة على المخالفين في السوق للنظر في تطبيقها من مجلس هيئة السوق ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

(هـ) إدارة الإشراف والرقابة معنية بمتابعة عمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق، وتتولى كذلك التأكد من إيفاء الشركات المدرجة شروط وضوابط الإفصاح المستمر ومراقبة شركات الوساطة المالية للتأكد من قدرتها المالية على الوفاء بالتزاماتها المالية للمستثمرين.

الإطار التنظيمي والمؤسسي لأسواق المال



معايير الشفافية الدولية لهيئات أسواق المال

المنظمة الدولية لهيئات سوق المال أيسكو (IOSCO) هي منظمة دولية تنتمي لعضويتها هيئات أسواق المال الدولية، بهدف العمل معاً من أجل تحقيق مبادىء أساسية تهدف إلى توفير شفافية التعامل في أسواق المال، ومن أهم أهدافها:

- التنسيق والتعاون المشترك بين الأعضاء، لتحقيق أعلى المستويات التنظيمية، من أجل لتحقيق كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية.
- توحيد الجهود لضمان مستويات الشفافية المطلوبة على معاملات الأوراق المالية للأعضاء.
- تبادل المعلومات والخبرات من أجل دعم وتطوير الأسواق المحلية.
- توفير المساعدات الفنية لتحقيق استقرار الأسواق بالتطبيق الصارم للقواعد التنظيمية والرقابية الكفيلة بمنع حدوث مخالفات في معاملات الأسواق المالية.
- أقرت المنظمة مجموعة من المبادىء التي تهدف إلى تنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، وذلك من أجل تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية وهى: ضمان تحقق العدالة، ضمان تحقق الكفاءة والشفافية وتقليل المخاطر الناشئة عن الأنشطة الاستثمارية في الأوراق المالية.

وتضم المبادىء الأساسية التي أقرتها أيسكو (IOSCO) لتنظيم أسواق المال ما يلي:

1. مبادىء خاصة بالجهات المسؤولة عن وضع القواعد التنظيمية والرقابية لسوق الأوراق المالية.
2. مبادئ خاصة بصلاحيات الجهات المنظمة للسوق وتعزيز المشاركة بالمعلومات والمشورة مع الأسواق الأعضاء في المنظمة، وذلك بهدف توفير التعاون المشترك، مع إجراء تحقيقات متعلقة بأدائها لوظائفها وممارسة سلطاتها.
3. مبادئ تخص الشركات المصدرة للأوراق المالية ومرتبطة بسبل توفير إفصاح كامل وفي توقيت مناسب عن المؤشرات المالية، بما يساعد المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار فيها، وضمان توفر المعايير العالمية في نظم المحاسبة والمراجعة للشركات المدرجة في الأسواق المالية.
4. مبادئ تخص قواعد تنظيم وترخيص إدراج الشركات واللوائح المنظمة للاستثمار الجماعي، ومتطلبات الإفصاح وتوفير قاعدة المعلومات المناسبة.
5. مبادئ تخص الشركات العاملة في الأوراق المالية وتتعلق بتوفر الحد الأدنى من شروط الإفصاح والشفافية الواجب توفرها وفقاً لما هو محدد في اللوائح التنظيمية لسوق المال.

6. مباديء خاصة بالبورصة أو السوق الثانوي من حيث خضوعه للجهة المنظمة للسوق، وتوفر الرقابة المستمرة عليها، ومدى فعالية القواعد والأحكام التي تنظم معاملات البورصة في توفير الشفافية والانضباط في المعاملات.

وصل عدد الهيئات العربية الأعضاء في منظمة أيسكو حتى فبراير 9-2009 ثمان دول هي: مصر، الإمارات العربية المتحدة، سلطنة عمان، الأردن، البحرين، المغرب، تونس والجزائر.

هوامش

(1) هناك عدة أشكال قانونية للشركات، منها الشركات العائلية التي تدار بشكل شخصي وهي الأبسط بين أشكال الشركات، إذ تتحمل الجهة المالكة مسئولية الديون والضرائب وكذلك تنظيم الحسابات. ومن الأشكال الأخرى للشركات شركات المساهمة المحدودة التي يتحمل فيها شخص أو أشخاص معروفون مسئولية إدارة شئون الشركة، ويتحمل بقية الأعضاء فقط بالمساهمة في رأسمال الشركة دون تحمل أي مسئولية عن إدارة الشركة. أما في شركات المساهمة العامة، فتحدد الأموال الموظفة في رأسمال الشركة، بحيث لا تقل عن حد أدنى معين، ويتم توزيع هذه الأموال بين الأعضاء في شكل أسهم، ولا يتحمل مالكوا الأسهم أي مسئولية سوى المخاطرة بأموالهم المتمثلة في فقدان قيمة الأسهم في حال إفلاس الشركة.

المراجع

Dicky, D.A; and Fuller W.A; (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root. Journal of American Statistical Association, 74, 427 -431.

Kwiatkowski, D.; Phillips. P.; Schmidt, P.; and Shin, Y.; (1992). Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternatives of a Unit Root: How Sure Are We That Economic Time Series Have a Unit Root?. Journal of Econometrics, 54, 159- 178.

البنية الجزئية لأسواق الأسهم الخليجية والأزمات المالية

د. وليد عبد مولاه

البنية الجزئية لأسواق الأسهم الخليجية والأزمات المالية

ملخص

تلقي هذه الورقة الضوء على بعض النقاط المرتبطة بالبنية الجزئية لأسواق الأسهم الخليجية، في محاولة لاستجلاء دور تراتيب التداول وطبيعة المتداولين في تفسير تقلبات الأسعار الحادة. تعتمد هذه الأسواق على أسواق مستمرة تحركها الأوامر وتطرح إمكانية إيجاد نظم مرافقة تدعم السيولة نظراً لحجمها. كذلك فإن النسبة المرتفعة للأفراد المتداولين تؤدي إلى الابتعاد عن القيمة العادلة للأسهم، خاصة إذا ما أخذت بعين الاعتبار حداثة هؤلاء المتداولين وفقرهم إلى ثقافة استثمارية عالية نظراً إلى قصر عمر الأسواق الخليجية. هذه العوامل من شأنها أن تؤثر سلباً على كفاءة الأسواق الخليجية وبشكل أكبر في أوقات الأزمات.

أولاً: مقدمة

في ظل الانخفاض الحالي الذي شهدته معظم أسواق الأسهم العالمية، يزداد قلق المستثمرين بشأن تنامي الكساد الاقتصادي. يتناقض هذا التشاؤم مع النشوة التي سبقته. وأنه لمن المعقول الاعتقاد بأن الظواهر التي تحكم أسواق الأسهم تتفاقم في أوقات الأزمات، ولكن الآراء تختلف حول طبيعة هذه الظواهر. فأولئك الذين يؤكدون على دور علم النفس الجماعي والعدوى يتعارضون مع فرضية كفاءة الأسواق المهيمنة منذ (Fama (1965,1970 والتي أعيد تسميتها بعقلانية أسواق الأسهم (Merton, 1987).

تؤدي التقلبات الحادة في أسعار الأسهم المسجلة إلى طرح مسألة عقلانية هذه الحركات والعلاقة بين أسعار الأصول في أسواق الأسهم والقيمة العادلة لهذه الأصول. فهل يُمكننا القول أن للتغيرات في القيم الأساسية (Fundamentals) إضفاء للشرعية الكاملة على تقلبات الأسعار كما تؤكده فكرة كفاءة أسواق الأسهم، أو ينبغي لنا الاعتراف بتأثير عوامل أخرى مختلفة؟

هذه التساؤلات طُرحت في أعقاب نكسة أسواق الأسهم لسنة 1987 وأفرزت كما هائلاً من المقالات النظرية والتطبيقية، دون البت نهائياً في المسببات الحقيقية للأزمة و كيفية تفاعلها. وذهبت معظم التفسيرات إلى اعتبار ندرة السيولة كمسبب رئيسي للازمة. أما إذا ما نظرنا إلى تداعيات الأزمة المالية الحالية، حيث خسرت على سبيل المثال مؤشرات داوجونز Dow Jones و ناسداكComposit 32% Nasdaq و 34% من قيمتها على الترتيب منذ بداية السنة، فإن ارتباطها بأزمة الرهن العقاري التي ما فتأت أن انتقلت منذ صيف 2007 من مؤسسة مالية إلى أخرى، حتى أدت إلى إفلاس العديد منها في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وهو ما أدى إلى أزمة سيولة (مشابهة لسنة 1987) ازدادت عمقا عقب عمليات تحويل رؤوس أموال كبرى في اتجاه العملات القوية (الدولار والفرنك السويسري) مما وسع في نطاق الأزمة، بالإضافة إلى تقلص تأثير أسعار المواد الأولية وخصوصاً النفط. وقد جاءت محاولات الإنقاذ من طرف الحكومات مماثلة لما تم الذهاب إليه Greenspan إثر أزمة 1987 من ضخ للسيولة بلغ آنذاك 11 مليار دولار وزاد عن ترليون دولار في الأزمة الراهنة.

لم تبقى الدول الخليجية بمنأى عن تداعيات هذه الأزمة، حيث خسرت مؤشرات الكويت والسعودية على غرار الأسواق الأخرى 23% و 44% على التوالي منذ بداية السنة. يربط البعض ذلك بتراجع أسعار النفط بنسبة 39% منذ بداية عام 2009 و بنسبة 52% منذ شهر اغسطس.

أظهرت العديد من الدراسات في هذا الصدد ارتباط أسواق الأسهم في الخليج بأسعار النفط كمتغير أساسي على المدى البعيد (Onour 2008)، في حين أظهرت دراسات أخرى عدم ارتباطها بأسعار النفط باستثناء السوق السعودية (Hammoudeh and Aleisa 2004). وفي كلتا الحالتين تبقى التقلبات الحادة المسجلة على المدى القصير وعلى وجه الخصوص للأشهر القليلة الماضية، نقطة استفهام بالنسبة للمستثمر، وللسلطات الإدارية وبالنسبة للباحثين في هذا المجال.

تبدو ردة فعل الأسواق الخليجية مبالغاً فيها، حيث أن تذبذب العائدات[1] (returns volatility) لشهري أكتوبر وسبتمبر من عام 2008 يعادل 20 و10 إضعاف أرقام عام 2007 لنفس الأشهر على التوالي في كل من السعودية والكويت. في حين لم تتعدى هذه الأرقام 20 ضعفاً بالنسبة لمؤشرات داو جونز و ناسداك . إضافة إلى ذلك فإن مستوى تفاعل سوقي السعودية والكويت مقارنة بالتذبذب القائم في أسعار النفط قد وصلا إلى 4 و3 أضعاف ما كان عليه الحال في سنة 2007.

تشير هذه المعطيات إلى تذبذب مرتفع في أسواق الأسهم المذكورة، مما يبرر بدرجة معقولة تأثير عوامل غير مرتبطة بمعلومات أساسية (Fundamentals) في تضخيم العوامل أو الشوائب الكامنة في أسواق الأسهم الخليجية.

لا يمكن البت بهذه القضايا والمناقشات المتكررة المتصلة بها دون الإشارة إلى كيفية عمل السوق[2]. فالأدبيات المختصة بتحليل أداء الأسواق مع اعتبار بنيتها الجزئية ظهرت خلال الثلاثين سنة الماضية بفضل إدراج طبيعة المشتركين في التداول، أنظمة التداول الحقيقي، تكاليف الوساطة وعدم اتساق المعلومات المتاحة. و تعرف هذه البحوث بنظرية البنية الجزئية لأسواق الأسهم.

تحاول هذه الورقة إلقاء الضوء على بعض النقاط المرتبطة بالبنية الجزئية لهذه الأسواق، في محاولة لاستجلاء طبيعة دور المشتركين و أنظمة التداول إلى جانب شفافية التداول في تحليل حالة الأسواق الخليجية.

ثانياً: طبيعة وتأثير المشتركين في التداول

أعيد النظر في فكرة كفاءة أسواق الأسهم حين تم الأخذ بعين الاعتبار بمفهوم التوقعات العقلانية عندما وضع في إطار نموذج اقتصادي جزئي وفي ظل توزيع غير متكافئ للمعلومات. يتمكن كل مشارك في ظل ظروف معينة أن يستنتج من أسعار التوازن المعلومات التي بحوزة غيره من المشاركين، ومن ثم أمكن إثبات وجود توازن رشيد معادل لفرضية كفاءة الأسواق .(Radner 1979 , 1982, Grossman 1976) .

لقد أثبت تطبيق هذه الفكرة على سوق الأسهم استحالة وجود مثل هذا التوازن إذا ما أخذت بعين الاعتبار تكلفة اقتناء هذه المعلومات (إذا عزف كل المتداولين عن اقتناء المعلومات فرغ محتوى الأسعار من المعلومات)، ومن ثم وجدت الحاجة لتنقيح أو إعادة صياغة افتراض كفاءة أسواق الأسهم وإضعاف مفهوم التوازن إلى توازن صاخب (noisy equilibrium) (Grossman and Stiglitz 1980).

ولكن هذه النتائج ذات صلة بخصائص عملية والراس لتعديل الأسعار(Walrasian tâtonnement (or groping: انعدام التداول خلال التخمين يسمح للمتداولين الجاهلين بالمعلومات إعادة النظر في خططهم على أساس المعلومات التي أدرجت في الأسعار، في حين أن أولئك الذين يملكون المعلومات - متجاهلين تأثير قراراتهم على الأسعار على النحو المطلوب في فرضية المنافسة - يهدرون ميزتهم بدون مقابل.

لذا فقد كان ضرورياً نمذجة عملية تكون الأسعار بصورة أكثر واقعية والنظر في ترتيبات عملية التبادل وإمكانية اعتبار السلوك الاستراتيجي للعملاء.

مكن (1985) Kyle من أخذ هاتين النقطتين بعين الاعتبار ، حيث اعتبر تطور التبادل في نقاط مختلفة من الوقت على غرار اعتباره لثلاثة أنواع متميزة من العملاء وهم المطلعين علي المعلومات (insiders)، صانعي السوق (market makers) وغير المطلعين وأسماهم بمتداولي الفوضى (noise traders). كما مكن المطلعين من سلوك استراتيجي للاستفادة من معلوماتهم قبل كشفها في الأسعار. كما تمكن (1988) Admati and Pfleiderer في ما بعد من إعطاء غير المطلعين سلوكاً استراتيجيا على غرار المطلعين وأسماهم بمتداولي السيولة (liquidity traders) ومكنهم من اختيار وقت وحجم التداول وذلك للحد من خسارتهم تجاه المطلعين.

من جهة أخرى، سعى التيار الكينزي إلى ربط تحركات أسواق الأسهم بالتغيرات في العوامل الأساسية للاقتصاد، ولكن أيضاً بالتغيرات في الرأي ونفسية المشاركين (Delong et al 1990, Black 1986, Shleifer and Summers 1990, Shleifer and Vishny 1997) . فضلاً عن أن العديد من الدراسات أثبتت أن التوقعات الرشيدة غير متنافية مع إمكانية تشكل فقاعات مضاربية. فإن هذه التوقعات التي تبتعد عن العوامل الأساسية، تتشكل بشكل عقلاني مشترك بين كل المتداولين ومن ثم تتحقق ذاتياً. وتتسبب في اتساع الفجوة بين الأسعار والقيم الأساسية العادلة. لهذه الأسباب ينبغي لنا الاعتراف بأن المتداولين يختلفون في معتقداتهم وفي درجة العقلانية لديهم دون أن يؤدي بالضرورة ، كما تذهب إليه النظرية التقليدية، إلى خروجهم من السوق.

أظهرت مساهمات Kyle (1985) و Admati and Pfleiderer (1988) الحاجة إلى إدخال عملاء يتداولون بدافع سيولة (liquidity) أو ضوضاء (noise) ليشكلوا نظيراً للعملاء المطلعين. اعتبر سلوك هؤلاء في ما بعد بالأقل تقيداً في إشارة إلى إمكانية تبادلهم على أساس معلومات، غير ذات صلة بالقيمة العادلة، ولكن اعتقادهم فيها يدفعهم إلى اتخاذ موقف في السوق شراء أو بيعاً .

مع مراعاة البنية الجزئية ونفسية الأسواق، فقد أمكن إعادة اعتبار العديد من الفرضيات النظرية والتطبيقية لنظريات فعالية الأسواق ورشادة المتعاملين من جديد. والرشادة لا تعني المساواة في الحصول على المعلومات ولا الامتثال لنفس تحليل المعلومات. وبالإضافة إلى المتعاملين الراشدين فإنه يمكن إضافة عملاء شبه راشدين نظراً لارتكابهم أخطاء في تفسير أو الحكم على المعلومات المتاحة (Thaler 1991 ، Shiller 2001).

وهو ما أظهرته دراسة French and Roll (1986)[3] لأسواق NYSE وAMEX بين عامي 1963 و1982، حيث أكدت هذه الدراسة أن تباين العوائد خلال ساعات العمل يتعدى 20 ضعفاً تباين العوائد عند ساعات إقفال السوق. وقد أثبت تجزئة التباين أن أكثر من 12% من تقلب الأسعار يعود إلى عملية التداول نفسها، بالإضافة إلى تأثير المعلومات العامة والخاصة التي تصل إلى السوق. ويرجع French and Roll (1986) دور عملية التداول في تذبذب الأسعار إلى سوء تقييم الأسهم (misspricing).

يرجع Black (1986) سوء تقييم أسعار الأسهم إلى وجود متداولين صاخبين، مما يضعف كفاءة الأسواق ويعطي الفرصة للمتداولين الراشدين للتحكيم على أساس تقييمهم الصحيح للأسعار ومن ثم تصحيحها. لذلك، ، فإن الأسعار تكون أكثر أو أقل ابتعاداً على القيمة العادلة للأسهم حسب نسبة المتداولين الصاخبين في السوق.

يرى Black (1986) وآخرون Shleifer and Summers (1990) إن عملية التحكيم محدودة نظراً لتزايد المخاطرة وقلة الموارد المتاحة، مما يسمح للمتداولين الصاخبين البقاء في السوق. تتعارض هذه الفكرة مع الرأي السائد منذ Friedman (1953) وFama (1965) والذي يقدم تفوق المتداولين الراشدين الذين يلحقون خسائر دائمة بمن هم دونهم تؤدي إلى إخراجهم من السوق.

تظهر دراسة Delong et al (1990) أن بقاء المتداولين الصاخبين أو شبه الراشدين المتفائلين ليست مستحيلة، لأن وجودهم يخلق مخاطر إضافية (noise traders risk) حتى في حالة انعدام خطر أساسي، مما يخلق مجالاً خاصاً بهم.

كذلك يرى(1997) Kyle and Wang أن وجود وبقاء مثل هؤلاء المتداولين يعتمد على مدى ثقتهم وعدوانية مداولاتهم. وهو ما ذهب إليه (1995) DeBondtandThaler عندما أكدا أن الإحساس بالثقة عادة ما يفوق القدرات أو المعارف الحقيقية للناس، وهو ما أكدته العديد من الدراسات التطبيقية منذ (1959) Alpert and Raiffa، التي أدت إلى ظهور المالية السلوكية[4] (Behavioral finance).

يؤكد (2000) Fuller على قيام جزء من المتداولين، عوضاً عن الاعتماد على النظرية الإحصائية للتنبؤ في حالات اللايقين ، بالاستدلال مما يؤدي في بعض الأحيان إلى أحكام معقولة، وأحياناً أخرى إلى أخطاء خطيرة ومنهجية، تتفاقم نتيجة تخصيص مفرط للجدارة الشخصية من النتائج (biased self-attribution) في حالة ارتفاع أسعار السوق.

وبإلقاء نظرة على طبيعة المتداولين في الأسواق الخليجية، فإننا نجد، كما يظهره الجدول رقم (1)، أن نسبة المتداولين الأفراد تفوق بكثير ما هو عليه الحال في الأسواق الغربية، حيث لا تتعدى هذه النسبة 35% في سوق NYSE و30% في سوق Tokyo على سبيل المثال.

جدول (1): طبيعة المتداولين في الأسواق الخليجية

	أفراد		مؤسسات استثمارية	
	شراء	بيع	شراء	بيع
الكويت	55.64	64.7	44.35	35.3
السعودية	88	88.9	12	11.01
دبي	72.4	63.84	27.6	36.16
قطر	78.87	62.37	21.13	37.63

المصدر: تقارير أسواق المال الشهرية (لشهري أكتوبر و سبتمبر).

يذهب الكثيرون إلى الاعتقاد أن المتداولين الأفراد هم المتداولين الصاخبين غير المطلعين. وتجدر الإشارة إلى أن المعلومات الخاصة تتأتى من قدرة البنوك والمؤسسات الاستثمارية على الحصول على تحليل المعلومات المتعلقة بالشركات أو بالاقتصاد الكلي، في حين يعتمد المتداولون الأفراد على الشائعات أو أنواع أخرى من المعلومات غير الدقيقة إضافة إلى الأخطاء الكثيرة التي سبق ذكرها والتي من شأنها تضخيم الفجوة بين القيمة العادلة للأسهم وقيمتها السوقية (Barder, odean and Zhu 2005, Barber and Odean 2006, Evans 2007)

هذا يفيد بوجود علاقة موجبة بين نسبة المتداولين الأفراد والابتعاد عن القيمة العادلة للأسهم، خاصة إذا ما أخذت بعين الاعتبار حداثة هؤلاء المتداولين وافتقارهم إلى ثقافة استثمارية عالية، نظراً لقصر عمر أسواق الأسهم الخليجية. كل هذه العوامل من شأنها أن تؤثر سلباً على كفاءة الأسواق وبشكل أكبر في أوقات الأزمات. ليس بوسع المرء سوى التكهن بهذه النتيجة، نظراً لغياب الدليل البحثي الذي يعتمد قواعد بيانات الأسواق الخليجية.

وعلى ضوء ما تقدم، فإن تغير الأسعار لا يمكن إرجاعه كلياً إلى وصول أخبار عن القيمة الأساسية، حيث أنها تعكس جزئياً سلوك شبه الراشدين وغير المطلعين من المتعاملين، بالإضافة إلى أهمية أنظمة التداول الحقيقية ووقعها على تحقيق السيولة والكفاءة.

ثالثاً: أنظمة التداول وتأثيرها

ترتبط وظيفة التداول ارتباطاً وثيقاً بعملية قبلية وهي عملية توجيه الأوامر (Order routing) وعملية بعدية وهي التسوية (Clearing-settlement) . وقد أسفرت موجة من حوسبة وظيفة توجيه الأوامر إلى أسواق الأسهم، التي بدأت سنة 1976 مع افتتاح النظام الأمريكي (DOT Designated Order Turnaround) الذي عوض في ما بعد بنظام Super Dot، إلى اعتماد جل البورصات في العالم أنظمة توجيه الكترونية مع الاستعانة بمصادر خارجية كالإنترنت. فاعتمدت بورصة تورونتو Toronto في سنة (1977) نظاماً الكترونيا للتداول ثم تلتها بورصة طوكيو في عام (1982) وباريس عام (1986) و استراليا عام (1990)، إلى أن تحولت اليوم غالبية الأسواق إلى أنظمة الكترونية.

يتعارض التطور السريع في أنظمة توجيه الأوامر إلى الأسواق وأنظمة التسوية مع بطء التطور في وظيفة التداول، التي تخضع لحذر أكبر من جانب الهيئات الإشرافية. إن تسهيل وصول الأوامر إلى السوق يمكن من الحد من تأثير الأوامر على الأسعار من خلال زيادة تدفق الأوامر. ويكسب ذلك أهمية قصوى بالنسبة للأسواق الصغيرة، فضعف تدفق الأوامر قد يولد، في حال استمرار التداول، إلى تذبذب حاد في الأسعار. وعليه فإن وظيفة التداول هي التي تستحوذ على اهتمام الباحثين في مجال البنية الجزئية لأسواق الأسهم، والتي تعنى بدراسة تأثير آليات محددة على عملية تشكيل الأسعار[5].

فالمواجهة بين نموذج السوق التي تحركها الأسعار (Quote driven market) و السوق التي تحركها أوامر البيع والشراء (Order driven market) يؤدي إلى البحث عن التنظيم المثالي للأسواق، الذي يمكن بدوره من تحقيق السيولة والكفاءة والشفافية إلى جانب تقليل تكاليف المعاملات.

فغالبية أسواق الأسهم تعمل حسب واحد من هذين النموذجين مع إدخال أشكال وسيطة. أما بالنسبة للمعايير التي تبين الفرق، فتتلخص في ثلاثة عناصر، هي: التوقيت والمناظر ومكان التبادل. وتؤدي هذه المعايير إلى التمييز بين سوق مستمرة (continuous market) و غير مستمرة وهى سوق التثبيت (call (market، بين سوق تحركها الأسعار أو الأوامر وبين سوق مركزية وغير مركزية.

1.3 معيار الزمن

يميز هذا المعيار بين ما إذا كان التبادل مستمراً خلال كامل الفترة أو يقع في وقت محدد من اليوم. في الحالة الأولى يعرف السوق بالسوق المستمرة، أما الحالة الثانية فيعرف السوق بسوق التثبيت.

- سوق التثبيت

تتزامن عمليات التبادل في هذه السوق وتتم في أوقات محددة سلفاً. يتم تجميع أوامر المستثمرين في سجل الأوامر (Order (Book: أوامر الشراء من جهة، وأوامر البيع من جهة حسب أولوية السعر، و وقت إدخالها في النظام. ويتم في ما بعد مطابقة أوامر البيع والشراء، وفقاً للأولويات، بتحديد سعر نظري يهدف إلى تعظيم حجم التداول.

يمكن هذا السعر النظري المستثمرين من تنقيح أوامرهم أو إدخال أوامر جديدة. ويتم في ما بعد تحديد سعر فعلي، من شأنه أن يؤدي إلى تطابق أكبر حجم ممكن من الأوامر. أما الأوامر التي لم تلبى نظراً لعدم تتطابق السعر، فإنها تبقى في سجل الأوامر لجولة أخري أو المداولة في السوق المستمرة.

يمكن لهذا النظام اعتماد طريقة المزايدة المكتوبة، حيث يتوجب على الوسطاء التواجد في قاعة التداول. يتم اكتشاف سعر التوازن عن طريق التخمين التدريجي. وقد أهملت هذه الطريقة في التداول لصالح التداول المستمر، ولكنها اعتمدت كنظام تداول في فترات تمهيدية قبل بدء نظام التداول المستمر، أو في فترات تداول ختامية قبل إقفال الأسواق.

وتعتمد جل بورصات العالم هذا التدرج في التداول، وذلك لما لنظام التثبيت من مزايا تتعلق بتحديد أفضل سعر يمثل أفضل تقدير للقيمة السوقية من آخر إغلاق، نظراً لزخامة تدفق المعلومات في الليل أو في العطل بشكل عام. وقد اعتمدت كل البورصات الخليجية هذه النظام من فترات وجيزة كفترات تمهيدية قبيل انطلاق السوق المستمرة.

• السوق المستمرة

يجري التداول في هذه السوق بصفة مستمرة، ويتسم بطابع غير متزامن مع وصول وتنفيذ الأوامر. يمكن هذا النظام المستثمر من مراقبة السوق وحرية التدخل عن طريق إصدار أمر بيع أو شراء حسب ما تمليه استراتيجياته، مما يضفى على السوق أكبر قدر من المرونة والشفافية. ويمكن تحقيق ذلك عن طريق أنواع مختلفة من الأوامر (أمر البيع أو الشراء الفوري، أمر المطابقة، أمر السوق، الأمر المحدد السعر...) التي سوف يتم مناقشتها لاحقاً. تعتمد سرعة تنفيذ هذه الأوامر بدورها على سيولة السوق وكفاءتها. تعتمد الغالبية العظمى من الأسواق اليوم على هذا النظام على غرار Euronext و NYSE وNASDAQ، كما هو الحال في البورصات الخليجية.

2.3 النظراء

في السوق التي تحركها الأوامر، يتكفل بذلك أصحاب المصلحة بالمواجهة بمعنى الجهات ذات الأوامر العكسية. أما في السوق التي تحركها الأسعار فالنظير هو صانع السوق.

• السوق التي تحركها الأوامر

تسمى هذه السوق بسوق المزاد المزدوج. تتم مواجهة أوامر البيع والشراء وتنفيذها كلما أمكن ذلك. حيث يختار المستثمرون نوعية الأوامر وفقاً لمتطلباتهم من حيث السعر والوقت[6].

تتراكم الأوامر المحددة السعر حسب أفضلية السعر والتوقيت في ما يسمى بسجل الأوامر. يطرح هذا الأخير أوامر الشراء من جهة وأوامر البيع من جهة أخرى ابتداءً من الأوامر الأكثر ملاءمة إلى الأقل ملاءمة. فسعر المشتري (البائع) الذي يترأس القائمة هو الأعلى (الأضعف).

حسب المثال أدناه (لأحد الأسهم المتداولة في سوق البحرين يوم 28 أكتوبر من عام 2008)، فإن أفضل (أعلى) سعر شراء هو 0.635 لـ 2000 سهم. بالمقابل، فإن أفضل (أضعف) سعر بيع هو 0.675 لـ 10000 سهم. وجدير بالذكر أن سوق البحرين، كمعظم البورصات العربية ومن فترة قصيرة، تفصح بدون مقابل عن أفضل خمس أوامر بيع و أفضل خمس أوامر شراء بحثا عن تقليص عدم تناظر المعلومات (asymmetric information).

وتجدر الإشارة إلى أن الفرق بين أفضل سعر بيع و أفضل سعر شراء (0.675-0.635=0.04) يمثل النطاق السّعري (bid-ask spread). أما الكميات المرافقة لتلك الأسعار فتمثل عمق السوق، بمعنى قدرة السوق على استيعاب صفقات دون تغير الأسعار. يحدد هذان العاملان سيولة السوق.

جدول رقم (2): سجل الأوامر (حالة1)

الشراء	الكمية	الأوامر	البيع	الكمية	الأوامر
0.635	2000	1	0.675	10000	1
0.632	10000	1	0.680	30000	1
0.630	3000	1	0.700	20000	1
0.620	5000	1	0.710	16000	1
0.610	5000	1	0.715	20000	1
المجموع	25000	5		96000	5

المصدر: سوق البحرين ، أكتوبر 2008.

يتم عقد صفقة عندما يدخل السوق أمر غير محدد للسعر أو أمر محدد للسعر على أن يكون السعر المحدد يعادل (أو أكثر ملاءمة) من أفضل سعر بسجل الأوامر. فإذا ما أدخل أحد المستثمرين أمراً غير محدد السعر لبيع 3000 سهم فإن تنفيذه يتم فوراً وتلقائياً باستخدام أفضل سعر شراء في السوق وهو 0.635 لـ 2000 سهم و 0.632 لـ 1000 سهم. عندها تتغير حالة سجل السوق، ليصبح أفضل سعر شراء هو 0.632 لـ 9000 سهم، كما يفصح عن أمر شراء وهو 0.600 لـ 1000 سهم . ويتغير سجل السوق ليصبح كما يلي:

جدول (3): سجل الأوامر (حالة2)

الشراء	الكمية	الأوامر	البيع	الكمية	الأوامر
0.632	9000	1	0.675	10000	1
0.630	3000	1	0.680	30000	1
0.620	5000	1	0.700	20000	1
0.610	5000	1	0.710	16000	1
0.600	1000	1	0.715	20000	1
المجموع	23000	5		96000	5

المصدر: سوق البحرين ، أكتوبر 2008.

إذا ما أصدر أحدهم أمراً محدداً سعره عند 0.675 لشراء 15000 سهم، فإن تنفيذ هذا الأمر يقع جزئياً باستعمال أفضل أمر بيع عن سعر 0.675 لـ 10000 سهم ويبقى الأمر جارياً جزئياً على لـ 5000 سهم الباقية، إلى أن يتم مطابقتها وتنفيذها حسب تطور سجل الأوامر. ويتغير هذا الأخير ليصبح كما يلي:

جدول رقم (4): سجل الأوامر (حالة3)

الشراء	الكمية	الأوامر	البيع	الكمية	الأوامر
0.675	5000	1	0.680	30000	1
0.632	9000	1	0.700	20000	1
0.63	3000	1	0.710	16000	1
0.62	5000	1	0.715	20000	1
0.61	5000	1	0.720	10000	1
المجموع	27000	5		96000	5

المصدر: سوق البحرين ، أكتوبر 2008.

يتجه المستثمر المتعجل إلى الأوامر غير محددة السعر، على عكس المستثمر الصبور الذي يبحث عن سعر أفضل مما هو عليه حال السوق. فاختياره للسعر يعكس تصوره للسعر الافتراضي للسهم، اعتماداً على مراقبته لتطور سجل الأوامر. مما يعني أن المستثمر مطلع على معلومات ذات صلة بالسهم المزمع بيعه أو شراؤه. ينجر عن اللجوء إلى الأمر المحدد السعر فترة انتظار وتنفيذ غير مؤكد في حالة تطور السوق بصفة عكسية تبتعد عن السعر المحدد من طرفه.

على العكس، فإن المستثمر المتعجل يلجأ إلى إصدار أمر غير محدد السعر لضمان تنفيذ الصفقة بكل سرعة، قابلاً شروط الجهة المقابلة من حيث السعر. إن اندفاع المستثمر المتعجل لا يعني إهماله لناحية السعر، بل على العكس، فإن تعجله يعكس خوفه من تغيير السعر إلى الأسوأ، وهو الدافع الرئيسي وراء عجلته.

ويجدر التمييز بين نموذجين من الأسواق التي تحركها الأوامر، يعتمد الأول على نظام المعالجة الآلية ويعتمد الثاني على وسيط مركزي يقوم بكتابة أوامر البيع والشراء على لوحات التداول، حيث تتم عملية إتمام الصفقات عند تماثل أسعار العرض والطلب.

- السوق التي تحركها الأسعار

في هذه الحالة، تكون السوق منظمة حول صناع السوق، الذين يعرضون بصورة دائمة أسعار الشراء وأسعار البيع، التي تمكن بدورها المستثمرين من التداول بسرعة، ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، الربح الذي يتقاضاه صانع السوق من جراء عملية الشراء والبيع (bid-ask spread).

لا يمكن للمستثمرين استعمال أوامر محددة السعر لأنها تنافس أسعار صانعي السوق. فالتبادل ثنائي على عكس السوق التي تحركها الأوامر، حيث يكون التبادل متعدد الأطرف. هذا النموذج يعتمده ناسداك وسوق الصرف.

يحدد المستثمر نظيراً على استعداد للتبادل في أي وقت، وبما أن التبادل يتم على مستوى أفضل سعر فإن المنافسة بين صانعي السوق تحثهم على اقتراح أفضل سعر للمحافظة على حصصهم في السوق.

3.2 مكان التداول

إن مركزية التداول أو تجزئته تعد من أهم التدابير من أجل تعزيز تدفق الأوامر إلى السوق.

- سوق مركزية:

تكون فيه كل أوامر البيع والشراء مركزة في نفس المكان، بمعنى حاسوب مركزي أو على لوحات التداول كما في السابق. في لحظة معينة يقع تطبيق سعر واحد، دون اعتبار للمعاملات خارج النظام المركزي على غرار سوق القطع.

- السوق المجزأة:

ينطبق هذا النوع على جميع الأسواق التي يقودها صانعوا السوق. تعدد النظراء من شأنه أن يمكن المتعاملين من إبرام صفقات على أسعار مختلفة في نفس الوقت.

أثار الجدل حول مزايا ومساوئ كل نظام تداول اهتماماً كبيراً للهيئات المنظمة والمستثمرين والباحثين، دون التوصل إلى البت في تفوق نظام على الآخر. لذا فقد اقترح تحقيق مزيد من الكفاءة لأسواق الأسهم عن طريق وجود قائمة من البدائل المتاحة للعملاء عن طريق مزج النظامين.

تعتمد كل الأسواق الخليجية على نظام السوق المستمرة التي تحركها الأوامر. كما تعتمد هذه الأسواق على فترات تمهيدية يطبق فيها سعر التثبيت لمدة تتراوح بين 15 دقيقة و 30 دقيقة. يبقى سجل الأوامر غير مرئي لكل المتداولين باستثناء أفضل أمر بيع وأفضل أمر شراء. بينما قامت أسواق البحرين و الكويت و دبي وأبو ظبي بكشف أفضل خمس أوامر بيع وأفضل خمس أوامر شراء (السعر والكمية)، في محاولة لتحسين شفافية السوق وتمكين المتداول من استجلاء أكبر جزء من سجل الأوامر ومن ثم اتجاه السوق (جدول رقم 5).

جدول رقم (5): بعض خاصيات الأسواق الخليجية

	سوق التثبيت	سوق مستمرة	أفضل خمس أوامر أو أكثر	أفضل أمر بيع وأفضل أمر شراء
السعودية	√	√		√
الكويت	√	√	√	
البحرين	√	√	√	
دبي	√	√	√	
أبو ظبي	√	√	√	
عمان	√	√		√
قطر	√	√		√

انطلق الاتجاه نحو زيادة شفافية سجل الأوامر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1996، حيث اعتمدت لجنة الأسواق المالية قوانين مصممة للحد من عدم تناظر المعلومات خاصة لصغار المساهمين، عن طريق كشف سجل الأوامر في ما يخص الأسعار والكميات. وقد مكنت هذه القواعد من تقليص الفارق بين أسعار البيع وأسعار الشراء بما يعادل 20% إلى 40%. أدت هذه النتيجة إلى إتباع معظم أسواق الأسهم خطوات مماثلة بحثاً عن تحسين شفافيتها ومن ثم سيولتها.

كما أظهرت العديد من المقالات العلاقة العكسية بين وحدات التزايد، وسيولة الأسواق، ومن ثم حجم التداول. وفي هذا الصدد، عملت السوق السعودية على تقليص وحدات المزايدة من 25 حالة لكل الأسهم إلى 5 حالات للأسهم التي لا يتعدى سعرها 25 ريال و10 حالات للأسهم التي يتراوح سعرها بين 25 و50 ريال، مع المحافظة على وحدة مزايدة بـ 25 حالة للأسهم التي يتعدى سعرها 50.25 ريالاً. جاءت هذه الخطوة بعيد أزمة الأسواق المحلية لسنة 2006، في محاولة لدعم السيولة وحجم التداول. كما عمدت سلطة الإشراف السعودية SAMA إلى فتح باب التداول للأجانب كردة فعل لأزمة 2006 من أجل تعزيز سيولة السوق.

ركزت العديد من الدراسات على السيولة النسبية لأسواق مختلفة.يرجع Hasbrouck and Schwartz (1988) و Pagano and Roell (1992) كبر النطاق السعري في سوق ناسداك إلى كبر تباين المعلومات التي يعاني منها صناع السوق.

يؤكد Huang and Stoll (1996) هذه النتيجة معللين بأن صغر النطاق السعري في الأسواق التي تحركها الأوامر يتماشى أكثر مع الأوامر الصغيرة أو المتوسطة الحجم، في حين يعتمد أصحاب الأوامر الكبيرة على خدمات صناع السوق. ويرجع ذلك إلى أن عمق سجل الأوامر لا يكفي لتنفيذ أوامر كبيرة دون إحداث فجوة كبيرة في الأسعار. وقد أدت دراسات Seppi (1997) و Handa and Schwartz (1996a) و Demarchi and Foucault (1998) و Revest (1999) إلى الاستنتاج التالي: (1) تتماشى الأسواق التي تحكمها الأوامر مع الأسهم ذات الرسملة الكبيرة وذات السيولة العالية، (2) لصناع السوق أن يوفروا السيولة الكافية للأسهم ذات السيولة المنخفضة وللأوامر الكبيرة.

إن هذا ما يفسر اعتماد سوق NYSE صناع سوق (حوالي 500 تحت اسم specialist يناط بكل واحد منهم بين 5 إلى 50 سهماً) منذ 1871، من مهامهم العمل على تحسين تطابق العرض والطلب والحد من تذبذب الأسعار، وذلك باستعمال رأس مالهم الخاص لدعم السيولة في الأوقات التي يفتقر فيها سجل السوق إلى السيولة الذاتية.

أظهرت دراسات Bessembinder, Hao, and Lemmon (2007)، و Anand, Tanggaard and Weaver (2006) و Venkataraman and Weisbard (2006) أن توفر صناع سوق حديثاً في أسواق Stockholm وEuronext Paris أدت إلى انخفاض في قيمة النطاق السعري إلى جانب تحسن ملحوظ في عمق وحجم المداولات.

في حين ظلت بعض البورصات (في المكسيك مثلا) تعتمد جولات متعددة من أسواق التثبيت لكل الأسهم أو لبعض الأسهم الصغيرة، تفادياً لقلة السيولة وتأثيرها على الأسعار .

تقودنا هذه النتائج إلى التساؤل: ما إذا كان خيار الأسواق الخليجية في الاعتماد كلياً على سوق مستمرة تحركها الأوامر هو الأفضل خصوصاً إذا أخذ بعين الاعتبار حجم هذه الأسواق، وهل ينبغي النظر في إمكانية إيجاد نظم مرافقة لدعم السيولة ومن ثم الحد من التقلبات الحادة؟

رابعاً: الخاتمـــة

سمح استعراض بعض المساهمات النظرية للبنية الجزئية لأسواق الأسهم بإلقاء ضوء مختلف علىأسباب الأزمة الحالية لأسواق الأسهم الخليجية، والقضايا الواردة في المقدمة دون البت فيها. إن التقلبات المبالغ فيها في أسعار الأسهم المسجلة أخيرا لا يمكن أن تعزى كلياً لوصول أخبار عن القيمة الأساسية، ولكنها تعكس جزئياً سلوك شبه راشدين وغير المطلعين من المتعاملين، بالإضافة إلى خاصيات أنظمة التداول المستمرة التي تحركها الأوامر و وقعها على تحقيق السيولة والكفاءة. للتوصل لاستنتاجات أدق، فإنه ينبغي القيام بالعديد من الدراسات التطبيقية لاستجلاء القضايا التي طرحت في هذه الورقة، والتي من شأنها استكشاف آفاق التطور الأمثل لهذه البورصات في ظل المتطلبات الحديثة والحد من التقلبات المبالغ فيها صعوداً أو نزولاً.

من الناحية النظرية، لا يزال منهج البنية الجزئية لأسواق الأسهم بعزلة عن النظرية التقليدية، ويجدر الاتجاه إلى النمذجة على مستوى الاقتصاد الكلي مع الأخذ بعين الاعتبار طبيعة المشتركين في التداول، أنظمة التداول الحقيقي، وعدم اتساق المعلومات المتاحة من أجل إثرائها وبناء جسور بينها. وهذا ما اتجه إليه Evans and Lyons (2004,a,b)، Bacchetta and Van Wincoop (2003) و Osler (2005)، في مجال أسواق الصرف. إن نجاح هذه البحوث والنهج الجديد يقتضى قبول افتراضات كانت تعتبر مرفوضة سابقاً.

هوامش

(1) $\sigma(\mathrm{h}\ p_t - \mathrm{h}\ p_{t-1})$.

(2) "A thorough analysis of this [equilibrium] situation probably requires a more detailed specification of the trading mechanism than is usual in general equilibrium analysis.", Radner, 1979, page 655.

(3) أدى تطوير وتوفر قواعد بيانات أكمل إلى دراسات عديدة مماثلة مثل

Harris [1986], Jain and Joh [1988], Wood et al [1985], Foster and Vishwanathan [1990], McInish and Wood [1992].

(4)تعتمد إلى حد كبير على أعمال Daniel Kahneman الحائز على جائزة نوبل لسنة 2002

(5) O'Hara. 1995.

(6) ومن أهمها:

أمر البيع أو الشراء الفوري: أمر لبيع أو لشراء كامل الكمية المتوفرة بسعر السوق الأفضل.

أمر المطابقة : يستخدم لإنشاء أمر مقابل (مطابق) لأمر حالي موجود.

- أمر السوق: هو أمر بدون سعر لتداول السهم فورا بالسعر الحالي الأفضل المتوفر في السوق. ويصبح أمر السوق أمرا محدد السعر حالما يتم حساب السعر. ويقوم النظام تلقائيا بإصدار سعر محدد لأوامر السوق على أساس المعادلة الموضوعة لحماية الأسعار المحددة.
- الأمر المحدد السعر: هو أمر لبيع أو شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد أو أفضل منه.

- الأمر غير المسعر: هو أمر مشابه لأمر السوق من حيث أنه يتم إدخاله بدون سعـر محدد، ويصبـح أمـراً محدداً للسعـر حالما يتم حسابه. والفرق بينهما هو أنه لا يتم استخدام حماية أسعار للأمر غير المسعر.

- الأمـر ذو الكمية غير المعلنة : وهـو الجزء من الكميـة الإجمالية للأمـر التي لا تظهر في شاشات الوسطاء. وقد يكون هذا ضروريا عند وجود أمر يتضمن بيع أو شراء كميات كبيرة من الأسهم، حيث أن إخفاء الكمية الفعلية للأسهم في الأوامر الكبيرة يسمح بتنفيذ الكميات المعلنة من الأمر بالأسعار السائدة في السوق. أما إن تم عرض كامل الكمية في السوق، فقد تؤثر الكمية الكبيرة من الأسهم سلبا على اتجاه السوق.

- أمر التنفيذ الكامل فقط: وهنا يجب تداول جميع كمية الأمر، وإلا فيتم إلغاء الأمر.

المراجع

Admati A, Pfleiderer P., 1988, A theory of intraday patterns, Review of Financial Studies, 1, pp 3-40.

Alpert Marc, and Howard Raiffa., 1959, A progress report on the training of probability assessors, judgment under uncertainty: heuristics and biases. Daniel Kahneman, Paul Slovic, and Amos Tversky (eds). Cambridge University Press.

Anand, A., C. Tanggaard, and D. G. Weaver, 2006, "Paying for Market Quality", working paper, Rutgers University.

Anand, Amber, and Daniel G. Weaver, "The Value of the specialist: Empirical evidence from the CBOE", Journal of Financial Markets, forthcoming.

Bacchetta P, E. van Wincoop., 2003, Can information heterogeneity explain the exchange rate determination puzzle?, Typescript, University of Virginia.

Barber, Brad M., and Terrance Odean. 2006. "All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors." Review of Financial Studies (forthcoming).

Barber, Brad M., Terrance Odean, and Ning Zhu. 2005. "Do Noise Traders move Markets?http://www.haas.berkeley.edu/finance/Noise.pdf.

Bessembinder, Hendrik (Hank), Hao, Jia and Lemmon, Michael L.,2007, Why Designate Market Makers? Affirmative Obligations and Market Quality . http://ssrn.com/abstract=989061

Black F, 1986, Noise, Journal of Finance, 43, pp 540-555.

DeBondt, Werner FM, and Thaler R., 1995, Financial dicision-making in markets and firms : a behavioral perspective, published in R.Jarrow et al . (eds), Handbook of Finance, Elsevier.

DeLong J B, Schleifer A, Summers LH et Waldman RJ, 1990, Noise trader risk in financial markets, Journal of Political Economy, 98, 4, pp 703-738.

Demarchi M et Foucault T., 1998, Equity trading systems in Europe, SBF-NYSE conference on global equity markets.

Evans Alicia Davis., 2007. Do individual investors affect share price accuracy? Some preliminary evidence, John M. Olin Center for low and economics, wp n 07-018.

Evans M, Lyons R., 2002a, Order flow and exchange rate dynamics, Journal of Political Economy, 110, vol 1, p 170-180.

----., 2004a, A new micro model of exchange rate dynamics, NBER working paper 10379.

----., 2004b, Exchange Rate Fundamentals and Order Flow, polycopié, Georgetown University.

Fama, Eugene F., 1965, The behavior of stock market prices, Journal of Business 38, 34-105.

----., 1970, Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, Journal of Finance, may, pp 383-417.

Foster FD, Viswanathan S., 1990, A theory of the intraday variations in volume, variance and trading costs in securities markets, Review of Financial Studies, 3, pp 593-624.

French KR and Roll, R., 1986, Stock return variances: the arrival of information and the reaction of traders, Journal of Financial Economics, 17, pp 5-26.

Friedman Milton., 1953, The case for flexible exchanges rates, in Essays in Positive Economics, (Chicago: University of Chicago Press).

Fuller, Russell J., 2000, Behavioral finance and the sources of alpha, Forthcoming Journal of Pension Plan Investing, winter 1998, vol 2, 3.

Grossman S, Stiglitz J., 1980, On the impossibility of information ally efficient markets, American Economic Review, 70, pp 393-408.

Grossman, S., 1976, On the efficiency of competitive stock markets where traders have diverse information, Journal of Finance, 31, pp 573-585.

Hammoudeh, S. and Aleisa, E., 2004, Dynamic Relationships among GCC stock markets, and NYMEX Oil Futures, Contemporary Economic Policy, Apr.01.

Handa P, Schwartz R., 1996a, How best to supply liquidity to a securities market, The Journal of Portfolio Management, winter, pp 44-51.

Harris, L., 1986, Cross-security tests of the mixture of distributions hypothesis, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21, pp 39-46.

Hasbrouck J, Schwartz R., 1988, Liquidity and execution costs in equity markets, The Journal of Portfolio Management, spring, pp 10-16.

Huang RD, Stoll HR., 1996, Dealer versus auction markets : a paired comparisons of execution costs on NASDAQ and the NYSE, Journal of Financial Economics, 41, pp 313-357.

Jain PC, Joh, Gun-ho., 1988, The dependence between prices and trading volume, Journal of Financial and Quantitative analysis, 23, n° 3, pp 269-283.

Kyle A, Wang F., 1997, Speculation duopoly with agreement to disagree: can overconfidence survive the market test?, Journal of Finance, 52, pp 2073-2090.

Kyle A, 1985, Continuous auctions and insider trading, Econometrica, 53, pp 1315-1335.

McInish T, Wood, R., 1992, An analysis of intraday patterns in bid/ask spreads for NYSE stocks, Journal of Finance, 47, pp 753-764.

Merton, Robert C., 1987, A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, Journal of Finance 42, 483-510.

O'Hara M.,1995, The market microstructure theory, Blackwell.

Onour, I., 2008, What drives short-team GCC stock market returns? Empirical evidence from far-tailed distribution, Afro-Asian Journal of Finance and Accanting, Vol.1, n1,pp17-25.

Osler Carol L., 2006, Macro lessons from microstructure, Brandeis University, This paper will be included in a special issue on currency microstructure of the International Journal of Finance and Economics, January 2006.

Pagano M, Roëll A., 1992, Auction and dealership markets : what is the difference ?, European Economic Review, 36, pp 613-23.

Radner, R., 1979, Rational expectations equilibrium : generic existence and the information revealed by price, Econometrica, 47, pp 655-678.

Revest, V., 1999, Structures de marché et évolutions des bourses de valeurs, CREI, document de travail.

Seppi, D., 1997, Liquidity provision with limit order and a strategic specialist, Review of Financial Studies, vol 10, 1, pp 103-150.

Shiller, Robert J., 1981, Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?, American Economic Review 71, 421–436.

----., 2001, Irrational exuberance, Broadway Books, New York.

Shleifer A, Summers L., 1990, The noise trader approach to finance, Journal of Economic Perspectives, 4, pp 19-33.

Thaler, R.H., 1991, Quasirational Economics, Russell sage Foundation.

Venkataraman, Kumar, and Andrew C. Waisburd., 2006, The value of the designated market maker, Journal of Financial and Quantitative Analysis, forthcoming.

Wood RA, McInish, TH, Ord JK., 1985. An investigation of transaction data for NYSE stocks, Journal of Finance, XL (3), pp 723-739.

ملخص المناقشات

اشتمل النقاش الذي دار على أسئلة واستفسارات وملاحظات حول أسباب ونتائج وأبعاد الأزمة المالية العالمية وتأثيراتها على الاقتصادات الخليجية عموماً والاقتصاد الكويتي على وجه الخصوص. وقد استفسر حول ما إذا كانت للأزمة المالية العالمية التي هي بالأساس أزمة مصرفية أو بنكية تداعيات على صعيد سعر الصرف عموماً وقيمة الدينار الكويتي بشكل خاص. كما تطرق الحضور إلى قضية جدوى ربط قيمة الدينار الكويتي بسلة من العملات أو بالدولار الأمريكي والسياسات التي يتوجب اعتمادها للحفاظ على الاستقرار النقدي داخل دولة الكويت. وقد تضمنت الإجابة التذكير بأن السياسات النقدية المعتمدة مرتبطة بالأساس بدرجة النمو الاقتصادي للدولة، وحجم مواردها المالية، وخصائص نظامها المصرفي، وطبيعة علاقاتها التجارية والمالية الدولية. كل هذه الاعتبارات تساهم في تقدير جدوى ربط عملة وطنية بعملة أو سلة من العملات الأجنبية، كما تساهم هذه الاعتبارات في تحديد الفعالية الممكنة للسياسات النقدية المعتمدة ضمن الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، والتي يذكر من بينها المحافظة على الاستقرار النسبي في سعر صرف الدينار الكويتي وعلى قدرته الشرائية.

وفي هذا السياق جرى التذكير بأهم تطورات سعر صرف الدينار الكويتي: ارتباط سعر صرف الدينار منذ مارس 1975 بسلة من العملات المفروض أن تعكس أهم العلاقات التجارية والمالية للكويت مع الدول الأخرى، ثم ارتباطه بالدولار الأمريكي منذ يناير 2003، ثم إعادة ربط سعر صرف الدينار بسلة من العملات العالمية الرئيسية منذ مايو 2007. في الواقع لم يكن لهذه التطورات تأثيراً كبيراً على الاستقرار المالي في دولة الكويت، كما لم يكن للأزمة المالية الحالية تداعيات على قيمة الدولار الأمريكي خلافاً لما كان متوقع.

وأثار النقاش تأثير تقلبات أسعار النفط على أداء الأسواق المالية في دول المنطقة ودور العامل النفسي في ردود أفعال أسواق المال الخليجية، آخذاً بعين الاعتبار التباين والترابط القائم بين الأسواق المعنية. فقد تمت الإشارة إلى أن الزيادة في أسعار النفط لها حتماً أثر غالباً ما يكون إيجابياً على أسواق الأسهم الخليجية، إلا أن مستوى هذا الأثر في تراجع بالمقارنة مع ما شهدته أسواق الأسهم السعودية والكويتية والإماراتية في نهاية 2004 وبداية 2005 عند وصول سعر النفط إلى 40 دولاراً. وقد يعزى ذلك للنضج النسبي لأسواق الأسهم الخليجية.

وتطرق النقاش إلى ضعف الإطار الرقابي لأسواق الأسهم، الناتج عن عدم وجود هيئة مستقلة معنية بالتجاوزات والمخالفات التي تقوم بها عدد من الجهات المستثمرة في السوق الكويتية. وقد أشار الحضور إلى مشروع قانون إنشاء هيئة سوق المال في الكويت كهيئة رقابة وإشراف على السوق المالي بمجمله، تضمن وتكرس فصل الجانب التداولي عن الجانب الرقابي. فمن شأن إقرار هذه الهيئة دعم معايير الشفافية في سوق المال الكويتي ورفع مستوى كفاءة السوق.

صدر عن هذه السلسلة :

1 - مواءمة السياسات المالية والنقدية بدولة الكويت لظروف ما بعد التحرير
د. يوسف الابراهيم ، د. أحمد الكواز

2 - الأوضاع والسياسات السكانية في الكويت بعد تحريرها
د. ابراهيم العيسوي (محرر)

3 - إعادة التعمير والتنمية في الكويت
د. عمرو محي الدين

4 - بعض قضايا الإصلاح الاقتصادي في الأقطار العربية
د. جميل طاهر ، د. رياض دهال ، د. عمادالامام

5 - إدارة الموارد البشرية وتخطيط التعليم والعمالة في الوطن العربي
د. محمد عدنان وديع

6 - حول مستقبل التخطيط في الأقطار العربية
د. ابراهيم العيسوي

7 - مشاكل التعليم وأثرها على سوق العمل
د. محمد عدنان وديع

8 - أهداف التنمية الدولية وصياغة السياسات الإقتصادية في الدول العربية
د. علي عبد القادر علي

9 - تحديات النمو في الاقتصاد العربي الحديث
د. عماد الإمام

10 - هل تؤثر السياسات الاقتصادية الكلية على معدلات نمو الدول العربية؟
د. علي عبد القادر علي

11 - الصيرفة الإسلامية : الفرص والتحديات
د. محمد أنس الزرقا

12 - دور التجارة العربية البينية في تخفيف وطأة النظام الجديد للتجارة
اعداد : د. محمد عدنان وديع ، تحرير : أ. حسان خضر

13 - العولمة وقضايا المساواة في توزيع الدخل في الدول العربية
اعداد : د. علي عبد القادر علي

14 - السياسات الكلية وإشكالات النمو في الدول العربية
اعداد : أ. عامر التميمي ، تحرير : د. مصطفى بابكر

15 - الجودة الشاملة وتنافسية المشروعات
اعداد : أ.د. ماجد خشبة ، تحرير : د. عدنان وديع

16 - تقييم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الدول العربية
إعداد: د. عماد موسى، تحرير : د. أحمد طلفاح

17 - الأضرار البيئية والمحاسبة القومية المعدلة بيئيا : إشارة لحالة العراق
إعداد: د . أحمد الكواز

18 - نظم الإنتاج والإنتاجية في الصناعة
إعداد: م . جاسم عبد العزيز العمّار، تحرير: د. مصطفى بابكر

19 - اتجاهات توزيع الإنفاق في الدول العربية
إعداد: د . علي عبدالقادر علي ، تحرير: د. رياض بن جليلي

20 - هل أضاعت البلدان العربية فرص التنمية؟
إعداد: د . أحمد الكواز

21 - مأزق التنمية بين السياسات الاقتصادية والعوامل الخارجية
إعداد: د . أحمد الكواز

22 - التنمية وتمكين المرأة في الدول العربية
إعداد: د .علي عبد القادر

23 - العولمة والبطالة: تحديات التنمية البشرية
إعداد: د .محمد عدنان وديع

24 - اقتصاديات التغير المناخي: الآثار والسياسات
إعداد: د .محمد نعمان نوفل

25 - المرأة والتنمية في الدول العربية: حالة المرأة الكويتية
إعداد: د .رياض بن جليلي

26 - البطالة ومستقبل أسواق العمل في الكويت
إعداد: د .بلقاسم العباس

27 - الديموقراطية والتنمية في الدول العربية
إعداد: د .علي عبدالقادر علي

28 - بيئة ممارسة أنشطة الأعمال ودور القطاع الخاص
إعداد: د .أحمد الكواز

29 - تأثير سياسات الترويج للاستثمار الأجنبي المباشر على قدرة الدول العربية في جذب هذه الاستثمارات لتحقيق أهدافها التنموية
إعداد: أ .منى بسيسو

30 - الاصلاح الضريبي في دولة الكويت
إعداد: د .عباس المجرن

31 - استهداف التضخم النقدي: ماذا يعني لدول مجلس التعاون؟
إعداد: د .وشاح رزاق

Arab Planning Institute - Kuwait

P.O.Box: 5834 **Safat** 13059 - **State of Kuwait**
Tel: (965) 24843130 - 24844061 - 24848754
Fax: 24842935

المعهد العربي للتخطيط بالكويت

ص.ب: 5834 الصفاة 13059 دولة الكويت
هاتف: 24848754 - 24844061 - 24843130 (965)
فاكس: 24842935

E-mail: api@api.org.kw
web site: http// www.arab-api.org

ISBN: 99906 - 80 - 29 - 4
Depository Number: 2009/178