

## أثر الأزمة المالية العالمية في سوق الأوراق المالية ، دراسة ميدانية

م. عبد الحسين جاسم الأسدي م.م. محمود نهد الدليسي م.م. احمد محمد شهيد

قسم ادارة الاعمال	قسم ادارة الاعمال	قسم ادارة الاعمال
كلية الادارة والاقتصاد	كلية الادارة والاقتصاد	كلية الادارة والاقتصاد
جامعة كربلاء	جامعة كربلاء	جامعة كربلاء

### المستخلص

مر الاقتصاد العالمي بازمات مالية متعددة على مر العقود في القرنين الماضيين .وقد اثقلت تلك الازمات كاهل الاقتصاد العالمي الذي ينوء اصلا باعباء ثقيلة نتيجة المشاكل المختلفة التي يعاني منها بشكل مستمر او متقطع .

وجاءت الازمة المالية الاخيرة كحلقة في سلسلة الازمات التي مرت , ونتيجة للتطور الهائل الذي حصل في العالم في كل المجالات , والذي ادى الى ان يصبح العالم قرية صغيرة تتأثر بشكل سريع ومباشر بكل ما يحدث في أي جزء من اجزاءها . وقد انتشرت اثار هذه الازمة بسرعة كبيرة في اغلب دول العالم .

يهدف هذا البحث الى الوقوف على اثار تلك الازمة وانعكاساتها في الاقتصاد العراقي متمثلا في سوق العراق للاوراق المالية وفقا الى فرضية مفادها :

" ليس هناك تأثير للازمة في سوق العراق للاوراق المالية "وقد اعطى البحث جملة من التوصيات في ضوء الاستنتاجات التي توصل اليها

### Abstract

The world economy underwent various financial crises in the last two centuries .These crises burdened the world economy which already suffered lots of continuous or temporary trouble.

The last financial crises which completes the series of crises is due to the immerse development in the world and in all fields , which made the world to be a small village being rapidly and directly effected by what is brought about in every part of it .

The effects of this crises is spread vastly in most of the countries round the world .

The study aims at standing at the effects of this crises and its reflection in the Iraqi economy represented by Iraqi stock market , based on the hypothesis that

“there is no effect of the crises on the Iraqi stock market “ The study presents a number of recommendation in the light of the conclusions reached at .

## المقدمة

تعد الأزمة المالية و الاقتصادية العالمية الحالية من أكثر الأزمات حده وسعة من بقية الأزمات التي واجهت النظام الرأسمالي منذ أزمة الكساد العظيم ما بين عامي 1929-1932 تلك الأزمة التي كادت أن تعصف بكامل ذلك النظام لولا تدخل الدولة الذي أنفذه من الانهيار .

وقد انفجرت الأزمة المالية الحالية في الولايات المتحدة الأمريكية التي سميت عالمية ظلماً لأنها انبثقت اساساً من مشكلات مؤسسات مالية ومصرفية أمريكية، وهي تعبير عن اطمية النظام الرأسمالي الذي يتسم بالمشكلات والأزمات التي مر ويمر بها، ولن تكون هذه هي الأزمة الأخيرة ، ما لم يتم اعتماد أسس ومبادئ مخالفة تماماً لبنوية النظام القائم أساساً على الاستغلال وحرية النشاط الاقتصادي وغياب الأشراف والرقابة مما أدى إلى تمادي المؤسسات المالية والمصرفية في الإقراض وبأسعار فائدة مرتفعة، مما أدى ذلك إلى زيادة الإفلاس والعوز الاجتماعي، بحيث أصبح المقترض الأمريكي لا يستطيع تسديد الدين حتى لو باع ما يملكه من عقار، وذلك لعدم مكافئة الأسعار لمستوى الدين . وتشير التقارير المحايدة إلى أن النظام الرأسمالي مرشح لانتكاسة عالمية نتيجة ترزوع ثقة الاقتصاد العالمي بقوته واستقراره المؤسسي ، وعدم الاعتماد عليه في قيادة الاقتصاد العالمي ، ويوماً بعد يوم تصل آثار وانعكاسات هذه الأزمة إلى العديد من دول العالم بشكل يتناسب مع درجة ارتباط أو تبعية اقتصاديات تلك الدول للاقتصاد الرأسمالي .

أن الأزمة المالية الحالية لم تكن وليدة وقت انفجارها أو بروزها الذي عد مفاجئاً ، بل يرجع إلى الزمن الذي سبق انفجارها، ويمكن إرجاع الضعف في النظام المالي الدولي إلى سنة 1971 على اثر إلغاء اتفاقية (بريتون و ودرز) التي ألزمت الدول بتوفير غطاء لعملاتها ، المتمثلة بالذهب ، وكان ذلك بضغط أمريكي والبدليل هو قوة الاقتصاد الوطني والثقة في هذا الاقتصاد وحجم الإنتاج والتشغيل الكامل للموارد الاقتصادية ، ولذلك فإن أساليب وأدوات الرقابة لم تكن فعالة رغم ما تم اتخاذه من قرارات من قبل بعض اللجان الدولية، إذ أن عدم الالتزام بألية الحوكمة التي تمت صياغتها ودعي للالتزام بها، كان السبب المباشر في الوصول إلى هذه النتائج في ظل غياب إشراف ورقابة الدولة .

## منهجية البحث

أ - أهمية البحث : تكمن أهمية البحث في الآتي:

1- يركز البحث على أحد الموضوعات المهمة في اقتصاديات الدول ، وهو موضوع الأزمة المالية التي ما دامت شغلت بال المهتمين بهذا الشأن في جميع أنحاء العالم .

2- أن لموضوع الأزمة المالية علاقات مترابطة محليا ودوليا , و من ثم هناك اهتمام بالغ بالأزمة المالية التي حصلت عام 2008 و ما زالت تداعياتها وتأثيراتها متواترة لحد الآن .

ب- مشكلة البحث : تكمن مشكلة البحث في تعرض الاقتصاد الأمريكي إلى أزمة مالية امتدت آثارها إلى الاقتصاديات الأخرى , وقد توقفت هذه الآثار على مدى ارتباط اقتصاديات الدول التي تأثرت بأزمة الاقتصاد الأمريكي, ولم تكن هذه الأزمة ناتجة عن الرهن العقاري فحسب , بل أصبحت أزمة عامه هزت أركان الاقتصاد الأمريكي وانتقلت إلى الاقتصاد العالمي ككل, ومن أبرز معالم هذه الأزمة هي الانهيارات المالية لأبرز المصارف الأمريكية , والتأثير الكبير بسعر الدولار في الأسواق المالية , وانخفاض أسعار النفط نتيجة لانخفاض الطلب العالمي عليه بسبب تباطؤ عجلة النمو الاقتصادي الناتج عن هذه الأزمة .

ج- فرضية البحث : يستند البحث إلى فرضية اساسية مفادها " ليس هناك تأثير للأزمة المالية العالمية في سوق العراق للأوراق المالية " .

د- أهداف البحث : يهدف البحث إلى تحقيق ما يأتي :-

- 1- عرض التسلسل التاريخي لحدوث الأزمة المالية العالمية وبيان أسباب نشوؤها وتداعياتها .
- 2- التعرف على حقيقة الأزمة المالية ومظاهرها الرئيسية , والكشف عن مسبباتها والتوصل إلى مجموعة من الدروس التي يمكن الاستفادة منها .
- 3- التعرف على مدى تأثير الأزمة المالية العالمية في سوق العراق للأوراق المالية .

## المبحث الاول

### الإطار النظري

#### أ- مفهوم الأزمة المالية :

لقد تطرق العديد من الكتاب والباحثين إلى مفهوم الأزمة المالية من وجهات نظر مختلفة , فقد عرفت الأزمة المالية بأنها الاختلال الأساسي في الأسواق المالية التي تتميز بالانخفاض الحاد في أسعار الموجودات وفشل العديد من المؤسسات المالية وغير المالية ( Mishkin&Eakins,2000, 409 ) .

كما تعرف بأنها حدث كبير لا يمكن التنبؤ به ويؤدي إلى نتائج سلبية من خلال تهديد المصالح المختلفة , وتتطلب الأزمة اتخاذ قرارات سريعة في وقت ضيق ومحدودية المعلومات والإمكانيات المتاحة من أجل السيطرة على انتشارها والحد من آثارها المستقبلية (المنجد , 2008 , 82) .

وتحصل الأزمة المالية عندما يكون هناك اختلال في النظام المالي ومشاكل في الأسواق المالية والتي أصبحت معها الأسواق المالية غير قادرة على تحقيق تدفق الأموال بكفاءة من المدخرين إلى الأطراف الأخرى التي تحتاج تلك الأموال لاستثمار الفرص الاستثمارية المتاحة لهم , ونتيجة لعدم كفاية الأسواق المالية فأن النشاطات الاستثمارية سوف تنكمش بحدّة . وتشير الأدبيات المالية إلى وجود قناتين لانتقال الأزمات المالية وهما: (-Mishkin&Eakins,2000, 410): (411):

1- قناة التبادل التجاري بين الاقتصاديات الدولية. فالاقتصاد الذي يمر بمرحلة كساد يؤثر في باقي الاقتصاديات من خلال تجميد عقود الاستيراد والتصدير وهذا ما يؤثر في عوائد الشركات العاملة في ذلك الاقتصاد, و من ثم على أسعار أسهمها, وإذا كانت الشركات حكومية فسوف يؤثر في ميزان مدفوعاتها .

2- قناة أسواق المال خاصة عندما تكون أسواق المال مرتبطة ببعضها ارتباطا قويا وذلك من خلال الأدرج المزدوج أو المتعدد لأسهم الشركات في بورصات مختلفة, فضلا عن فتح الأسواق المالية أمام المتداولين الأجانب وما له من تأثير كبير في انتشار الخوف والفرع بين الأسواق المالية المختلفة.

#### ب- الأزمات المالية المتعاقبة :

أن التأريخ الاقتصادي زاخر بعدد من الأزمات المصرفية وأزمات أسعار الصرف, فقد شهدت المدد الزمنية التي سبقت القرن الماضي احتدام الأزمات المالية و لاسيما الأزمات المصرفية, وهناك مثالين بارزين في تلك المدة هما:

- أزمة بنك (بيرينجز ) عام 1890 والتي تضمنت أوجه شبه واضحة بأزمة المكسيك التي وقعت في المدة ما بين 1994 - 1995.

- أزمة أسعار الصرف في الولايات المتحدة الأمريكية في المدة ما بين 1894-1896.

كما وقعت في القرن السابق أزمات مالية عدة في المدة ما بين الحربين العالميتين, فضلا عن أزمات الجنيه الإسترليني والفرنك الفرنسي في الستينات , وانهايار نظام ( بریتون وودز) في أوائل سبعينات القرن الماضي , وأزمة الديون الخارجية في الثمانينات , وفي التسعينات من القرن الماضي , وقعت أزمات العملة ( \* ) في أوروبا وهي أزمات خاصة بألية سعر الصرف في النظام النقدي الأوروبي في المدة من 1992 - 1995 كما وقعت الأزمة المالية في دول شرق آسيا , وهي الأزمة التي مرت بها اندونيسيا وكوريا وماليزيا والفلبين وتايلاند في المدة من 1997 - 1998

وكان لهذه الأزمات تكاليف متباينة من حيث الناتج والنفقات المالية العامة وشبه العامة الموجه لدعم القطاعات المالية الضعيفة. كما كان لهذه الأزمات آثار انتشرت بشكل ملموس على نطاق دولي, واقتضت في العديد من الحالات الى تقديم مساعدات مالية دولية لتخفيف حدتها وخفض تكاليفها, والحد من انتشار عدواها واحتواء آثارها السلبية على البلدان الأخرى (الشرح , 2009, 36) .

(\*) هي الحالة التي يؤدي فيها الهجوم على العملة إلى خسائر كبيرة في الاحتياطي, أو إلى الهبوط الحاد في قيمة العملة , أو كليهما. farina & (portoso , 2009)

## ج- مراحل تطور الأزمة المالية العالمية :

يرى (Koch, 2009, 5-6) ان الازمة المالية العالمية مرت بعدة مراحل تطورت من خلالها بحيث انها لا تقتصر على الولايات المتحدة الامريكية فحسب بل بدأت تظال اوربا وكما هو موضح في الجدول (1) المراحل للأزمة المالية العالمية التي بدأت بوادها الاولى في بداية عام 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية , وبدأت تظال أوربا :

جدول (1)

### مراحل تطور الأزمة المالية العالمية

التاريخ	الحدث
شباط - 2007	عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري ( الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد ) فأصبح يتكثف في الولايات المتحدة الأمريكية ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
آب - 2007	البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة والمصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.
تشرين الأول - كانون الأول 2007	عدة مصارف كبرى تعلن انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
كانون الثاني - 2008	الاحتياطي الاتحادي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، ثم جرى التخفيض تدريجياً إلى 2% بين شهري كانون الثاني ونهاية نيسان.
17 شباط - 2008	الحكومة البريطانية تؤمّم بنك (نور ذرن روك )
آذار - 2008	تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق التسليفات .
آذار - 2008	مصرف (جي بي مورغان تشيز ) يعلن شراء مصرف (بيير ستيرنز ) بسعر متدن ومع المساعدة المالية للأحتياطي الاتحادي.
7 أيلول - 2008	وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري ( فريدي ماك ) و (فاني مات ) تحت الوصاية طوال المدة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما , مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
15 أيلول - 2008	إشهار بنك الأعمال ( ليمان براذرز ) افلاسة , بينما يعلن أحد المصارف الأمريكية وهو بنك ( أوف أمريكا ) شراء بنك آخر للأعمال في بورصة وول ستريت وهو بنك ( ميريل لنش )
16 أيلول - 2008	الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤممان أكبر مجموعة تأمين في العالم ( اي آي جي ) المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79 % من رأسمالها.
17 أيلول - 2008	البورصات العالمية تواصل تدهورها والتسليف يضعف النظام المالي, وتكثف المصارف المركزية العمليات الرامية الى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
18 أيلول - 2008	البنك البريطاني ( لويد تي أس بي ) يشتري منافسه ( أتش بي أو أس ) المهتد بالإفلاس.
18 أيلول - 2008	السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
19 أيلول - 2008	الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداءاً للتحرك فوراً بشأن خطة انقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
23 أيلول - 2008	الأزمة المالية تطغي على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.

انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية- الهولندية(فورتيس) في البورصة بسبب الشكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي الولايات المتحدة يشتري بنك (جي بي مورغان ) منافسه ( واشنطن ميو تشوال ) بمساعدة السلطات الفدرالية.	26 أيلول - 2008
خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، وفي أوروبا يجري تعويم ( فورتيس ) من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ . وفي بريطانيا جرى تأميم بنك (براد فورد وبينغلي )	28 أيلول-2008
مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وبورصة وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة. في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.	29 أيلول - 2008
أعلن بنك ( سيتي غروب ) الأمريكي أنه يشتري منافسه بنك ( واكوفيا ) بمساعدة السلطات الفدرالية.	29 أيلول - 2008
مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.	تشرين الثاني-2008

Source : Koch , 2009 , 5-6

وكما مبين في أعلاه فقد ظهرت الاعراض الأولى للأزمة المالية العالمية في بداية آب 2007 مع اضطرابات قوية في القطاع العقاري للولايات المتحدة الأمريكية وتأثر القطاع المالي والصناعي والتجاري و الاقتصادي الأمريكي بشكل عام , ثم انتقلت الأزمة بشكل سريع إلى بقية البلدان المتطورة وإلى الأسواق الناشئة , وقد اعتقد البعض أن البلدان العربية بمنأى عن هذه الأزمة حتى أتى صيف 2008 ليثبت لنا العكس , والجدول (2) يبين تراجع مؤشرات \*Morgan Stanley خلال سنوات الأزمة .

## جدول (2)

### نتائج تطبيق مؤشرات Morgan Stanley خلال سنوات الازمة

النسبة**	التاريخ	أدنى مستوى	التاريخ	أعلى مستوى	Morgan Stanley
58.65 %	9-3-2009	172.704	31-10-2007	417.634	مجممل أسواق العالم
66.06 %	27-10-2008	454.340	29-10-2007	1.338.487	الأسواق الناشئة
64.76 %	4-3-2009	324.810	15-1-2008	921.702	الأسواق العربية

Source : Koch , 2009 , 211

\* مؤشر يضم 21 سوق متطور في العالم، بما فيها الولايات المتحدة وكندا، والقيمة السوقية لأكثر 1600 شركة في العالم (Kreitter, 2000)

\*\* تم استخراج النسبة وفق الصيغة التالية: [(أعلى مستوى - أدنى مستوى) / أدنى مستوى] × 100.

#### د- أسباب الأزمة المالية الحالية :

تفجر الأزمات المالية نتيجة للعديد من الأسباب , إلا أن أهم سببين لانفجار الأزمة الحالية يمكن إجمالها بالآتي:-

1- أن المواطن الأمريكي كان يفترض من البنك حتى يشتري من الشركات العقارية مسكنا له عن طريق البطاقات الائتمانية , وكان سداد القروض العقارية يتم عن طريق البنوك التي تعتمد أسعار الفائدة في تعاملاتها المالية , وكان سعر الفائدة يزيد بزيادة سعر العقار لكل سنة, أدى ذلك في النهاية إلى عدم قدرة المواطن الأمريكي من سداد الرهن العقاري وعدم القدرة على الالتزام بالدفعات التي ألزم بها , وقد أدى ذلك إلى انعدام السيولة في البنوك, وعدم القدرة على تمويل المشاريع الجديدة وانخفاض الطلب مع زيادة العرض ومن ثم إعلان إفلاسها بشكل تدريجي الأمر الذي أدى الى كساد اقتصادي عالمي جديد. وظهرت هذه الأزمة على السطح سنة 2007 واستمرت تداعياتها حتى عام 2008 . وقد أثرت أزمة الرهن العقاري على قطاع البنوك والأسواق المالية الأمريكية مهددة بانهيار الاقتصاد الأمريكي وتداعي الاقتصاد العالمي.

2- لقد نصت بعض بنود خطة الإنقاذ المالي الأمريكية على ما يأتي :

أ- استعادة جميع العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد .

ب- تحديد التعويضات لرؤساء الشركات في حالة الاستغناء عن خدماتهم .

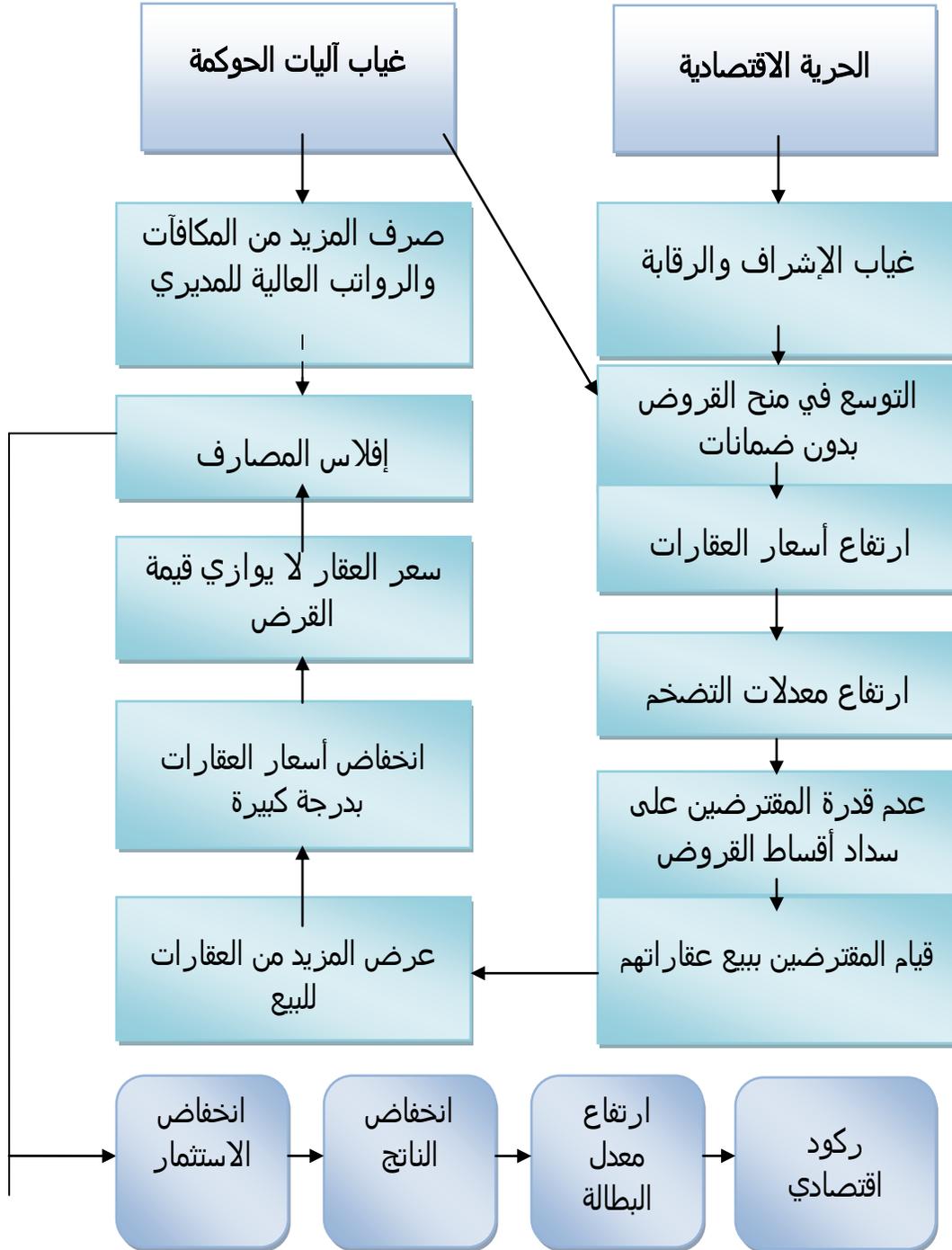
ج- منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها , وتحديد المكافآت المالية للمديرين التنفيذيين في الشركات .

وهذا يشير إلى أن من أسباب الأزمة هي الرواتب والمكافآت العالية لمديري الشركات , فضلا عن الأجور الباهظة التي كانت تدفع للأيدي العاملة في الشركات.

(مخطط يوضح

والشكل (1) يوضح مخططاً لأسباب الأزمة المالية العالمية .

الأسباب المؤدية إلى حدوث الأزمة المالية العالمية )



المصدر : من إعداد الباحثين .

ويرى توها مي و حواس أن انفجار الأزمة المالية العالمية يعود إلى مجموعة من الأسباب وهي كالآتي:

- 1- عوامل اقتصادية تخص الاقتصاد الأمريكي متمثلة بعجز كبير للغاية في الميزانيات لا يمكن تحمله وسياسة مالية منفلتة سمحت بالحصول على قروض رخيصة لا تخضع للمحاذير اللازمة .
- 2- أن خلفية هذه الأزمة ترجع بالدرجة الأساس إلى سوء إدارة المؤسسات المالية و لا سيما في الولايات المتحدة, وذلك على المستوى الكلي .
- 3- ابتكار أدوات وآليات مالية ذكية تفتقد إلى أجهزة لضبطها مما أدى إلى إساءة تقدير المخاطر وفي نهاية المطاف إلى انهيار النظام من جراء الارتفاع الشديد لأسعار العقارات .
- 4- بلغت نسبة التضخم في أمريكا خلال المدة التي سبقت الانهيار ما يقارب 4% , وكان السبب هو ارتفاع أسعار مستلزمات الإنتاج وعلى رأسها أسعار البترول, وارتفاع كل من الأنفاق الأمني داخل أمريكا والأنفاق العسكري خارجها .
- 5- التوسع في عمل شركات الإقراض العقاري, إذ أدى هذا إلى التوسع في عمل شركات الإقراض الأخرى , إذ قامت هذه المؤسسات بالتوسع في عملية الإقراض دون النظر إلى قدرة المقرض على التسديد .
- 6- أدى قيام شركات الرهن العقاري ببيع ديونها إلى ظهور البداية الحقيقية للأزمة, إذ قامت هذه الشركات ببيع هذه القروض على شكل سندات دين إلى أفراد وبنوك وشركات أخرى داخل أمريكا وخارجها, ثم قامت هذه البنوك والشركات بتقديم هذه القروض كضمان لبنوك وشركات أخرى للحصول على قروض جديدة .
- 7- تقوم البنوك المركزية بالرقابة على المصارف بواسطة السياسات النقدية والمالية, وتحديد نسب الاحتياطي النقدي, ونسب السيولة, ومعدلات الفائدة, والضمانات, وغير ذلك. فإذا استرخت البنوك المركزية في الرقابة والمحاسبة, أمكن للبنوك إن تتوسع في منح الائتمان, وأن تخالف قواعد الرقابة ولوائحها, ويعد هذا الأمر من أهم أسباب وقوع الأزمة الحالية .
- 8- السلوك السيء لمؤسسات الوساطة المالية والتي تقوم على إغراء المحتاجين للقروض بالحصول عليها من المؤسسات المالية, ويطلبون عمولات عالية في حالة وجود مخاطر, والذي يتحمل تبعه ذلك كله هو المقترض المدين الذي لا حول له ولا قوة وهذا ما حدث فعلا, وهو مما يفوق في النهاية أي الأزمة . (توها مي وحواس, 2009, 6) :

#### هـ- حوكمة الشركات :

يمكن تعريف حوكمة الشركات بأنها مجموعة من العلاقات التعاقدية التي تربط بين إدارة الشركة والمساهمين وأصحاب المصالح فيها, وذلك عن طريق الإجراءات والأساليب التي تستخدم لإدارة شؤون الشركة, وتوجيه أعمالها من أجل ضمان تطوير الإدارة والإفصاح والشفافية والمسائلة فيها, وتعظيم فائدة المساهمين على المدى الطويل وتعظيم مصالح الأطراف المختلفة (البيديري , 2003 , 76) . ويمكن النظر لحوكمة الشركة على إنها وسيلة تستفيد منها الشركات لبناء نظام محدد بين الأطراف المتمثلة بالمالكين والإدارة العليا في ظل احتمال وجود تضارب بين مصالحهم, وهكذا فإن حوكمة الشركة تعكس قيم تلك الشركة, وفي الشركات المعاصرة لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية, والمملكة المتحدة, يتمثل الهدف الأساسي

لحوكمة الشركات في ضمان ربط مصالح الإدارة العليا مع مصالح واهتمامات المالكين، المديرين وأعضاء مجلس الإدارة ، وقد أشار أحد البحوث إلى أن المديرين التنفيذيين يحصلون على تعويضات مبالغ فيها في ظل غياب حوكمة الشركة أو عندما تكون حوكمة الشركة ضعيفة.(Hitt,etal,2007, 292-293).

وقد أشارت إحدى الدراسات بأن هناك مدخلين لتحديد مفهوم حوكمة الشركات وهما: (David,2006, 3)

( المدخل الأول ) :- مدخل المساهم, والذي يهتم بتعظيم حقوق المساهمين ممثلة بالربحية .

( المدخل الثاني ) :- مدخل الأطراف المتعددة ذات العلاقة بالشركة مثل المديرين والزبائن والدائنين والعمال والأطراف الأخرى, ويهتم هذا المدخل بتحقيق مصالح هؤلاء الأطراف .

بالنظر لدور العولمة في تبسيط الإجراءات التي تسهل انتقال رأس المال والقوى العاملة وإزالة القيود بين الدول, أصبحت الحاجة متزايدة لإيجاد معايير معتمدة ومقبولة تتوافق محليا ودوليا ولاسيما في أعقاب الأزمة الآسيوية عام 1997 والتي تسببت في انخفاض قيمة العملة الوطنية بعد أن تم سحب رؤوس الأموال الأجنبية والمستثمرة في هذه المجموعة من الدول والنتائج عن غياب الرقابة والأشراف من لدن الحكومات. لذلك فالحوكمة في أبسط صورها ومعانيها هي مجموعة من القواعد والمبادئ الإشرافية والتي من خلال العمل على تطبيقها يمكن تجنب المخاطر المحيطة بمنظمات الأعمال سواء في بيئتها الداخلية أو الخارجية. إن قواعد وآليات الحوكمة هي عبارة عن معايير وأدوات يتم من خلالها مراقبة المصارف ومنظمات الأعمال الأخرى. وقد دعت الأزمات التي مر بها العالم إلى وضع هذه الآليات, كالأزمة الآسيوية عام 1997 وأزمة المكسيك عام 1994 وأزمة الأرجنتين عام 1998 , وما نتج عن هذه الأزمات من مشكلات مالية وفضائح أدت إلى إفلاس العديد من الشركات والمصارف (محمد, 2009, ص13).

#### و- نتائج الأزمة المالية على المستوى العالمي :

- 1- تدهور الأرصدة والصناديق المالية المختلفة للدول النامية إلى حد قد يصل إلى تجميد أو مصادرة تلك الأرصدة.
- 2- تفاقم أزمة ديون البلدان النامية وعدم قدرة هذه البلدان على السداد كجزء من محاولة إنقاذ المؤسسات المالية الرأسمالية.
- 3- زيادة حدة التقلبات في الأسواق المالية الدولية وانعكاساتها السلبية على استقرار اقتصاديات الدول النامية.
- 4- التأثير السلبي للأزمة في الموارد المالية المتأتية من صادرات الدول النامية وبخاصة إيرادات النفط الذي من المتوقع أن يهبط الطلب العالمي عليه و من ثم هبوط أسعاره العالمية.
- 5- الانعكاس السلبي لانخفاض أسعار الصادرات من الدول النامية على مشاريع وبرامج التنمية الاقتصادية فيها.
- 6- زيادة معدلات التضخم كنتيجة طبيعية لزيادة حجم الائتمان ثم زيادتها مرة ثانية نتيجة الضخ الجديد للعملة.
- 7- زيادة معدلات البطالة نتيجة تعطل الطاقات الإنتاجية عن العمل.

8- زيادة تبعية اقتصاديات الدول النامية المرتبطة باتفاقيات مالية ومصرفية مع الدول الرأسمالية إلى تلك الدول.

9- تدهور موازين مدفوعات الدول التي ترتبط بتجارة خارجية وعقود صادرات مع الدول الرأسمالية الواقعة في الأزمة.

10- أن تكرر الأزمات المالية والنقدية ودورات الركود وتقلص المدة بين أحداها والأخرى لا بد وأن تجهز على النظام الرأسمالي في موعد ليس ببعيد إلا إذا قام النظام بأجراء إصلاحات هيكلية جذرية تخفف من حده بعض قوانينه الاقتصادية.

11- أن السياسات المعتمدة على استخدام الوسائل العسكرية وإشعال الحروب تضيف عاملا مساعدا مهما في خروج أي نظام اقتصادي عن مساراته الطبيعية وموازناته العامة ويعجل ذلك في ظهور أزمات اقتصادية ومالية قد تتفاقم لتشكل أزمة عامة لمجمل النظام.

12- أن المدارس الفكرية الرأسمالية المتعددة التي ظهرت في أعقاب حدوث الأزمات لم تنجح في اقتراح الوسائل والأدوات لمنع تكرارها، والتأريخ الاقتصادي زاخر بالمدارس الفكرية التي راجت بعد وقوع الأزمات لكنها انتهت مع ظهور أزمة جديدة.

13- بالرغم من تطور الوسائل والتقنيات الحديثة للحصول على المعلومات، غير أن معظم المنتجين من الأفراد والشركات الرأسمالية تجهل قدرة السوق الكلية على الاستيعاب أو على الأقل ليس لديها الكمية الكافية من المعلومات، فضلا عن حتمية حدوث تقلبات مفاجئة تؤدي إلى نتائج أو انهيارات سريعة.

14 مع كل أزمة أو صدمة يتعرض لها النظام الرأسمالي تزداد الهوة بين طروحات المدارس الفكرية الرأسمالية و لا سيما المدرسة الكلاسيكية صاحبة فكرة اليد الخفية أو السحرية أو (دعه يمر - دعه يعمل)، أو العرض يخلق الطلب المقابل له، تزداد الفجوة بين هذه التحليلات وبين الواقع المشاهد.

أن التدفق الضخم للسيولة النقدية في أسواق المال لمساعدة المصارف المفلسة ليس سوى حل آني للإنقاذ، لكنه غير ناجح لحل الأزمة على المدى البعيد، ذلك أن هذا التدفق الكبير سوف يولد ضغوطا تضخمية في داخل الاقتصاد، و من ثم لن يساعد على زيادة إنفاق الأفراد أو الأنفاق الاستثماري، هذا إلى جانب ضغوط استمرار الأنفاق العسكري بمعدلاته العالية.

## المبحث الثاني

### الإطار التطبيقي

لغرض التعرف على تأثير الأزمة المالية العالمية في سوق العراق للأوراق المالية، سنقوم بتحليل البيانات ذات العلاقة والمتمثلة بالعائد الرأسمالي \* للأسهم والانحراف المعياري لهذه العوائد وحسب قطاعات السوق السبعة

\* تم اعتماد العائد الرأسمالي للأسهم وذلك لكون التحليل أجري على أساس شهري، وتم استخراجها وفق الصيغة التالية: ( سعر الإغلاق للشهر الحالي - سعر الإغلاق للشهر السابق) / سعر إغلاق الشهر السابق .

وهي: ( قطاع المصارف , قطاع التأمين , قطاع الاستثمار , قطاع الخدمات , قطاع الصناعة , قطاع الفنادق والسياحة , وقطاع الزراعة ) , وذلك قبل حدوث الأزمة وبعدها وعلى المستوى الشهري .. إذ اعتمد الباحث على بيانات سبعة أشهر ما قبل الأزمة اعتباراً من شهر كانون الثاني 2008 ولغاية شهر تموز من نفس العام , وعلى اعتبار أن الأزمة بلغت ذروتها في شهر آب 2008 . ومن ثم بيانات سبعة أشهر أخرى ما بعد الأزمة اعتباراً من شهر أيلول 2008 إلى شهر آذار 2009 .

ويعد تحليل العائد والمخاطرة لقطاعات السوق سنقوم بتحليل التغير في عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول وعدد العقود للتعرف على حجم نشاط السوق ما قبل وبعد الأزمة.

#### أ- تحليل العائد :

يبين الجدول (3) معدل العائد لقطاعات سوق العراق للأوراق المالية للمدة من كانون الثاني 2008 إلى تموز 2008 (ما قبل الأزمة) ولشهر آب 2008 ( أثناء الأزمة ) وللمدة من أيلول 2008 إلى آذار 2009 ( ما بعد الأزمة ) .

#### جدول (3)

يبين معدل العائد خلال مدة الدراسة

القطاع	قبل الأزمة %	أثناء الأزمة %	بعد الأزمة %	نسبة التغير %
المصارف	2.6	-12	3	15
التأمين	9.5	-46	5.6	-41
الاستثمار	1.5	-0.9	-0.1	-107
الخدمات	13.3	27	9.8	-26
الصناعة	32	6.6	36	12.5
الفنادق والسياحة	3.6	-34	21	408
الزراعة	26	-53	13.7	-47
السوق	12.6	-16	12.7	7

ويلاحظ من الجدول ما يأتي :

1- قطاع المصارف : بلغ معدل العائد الرأسمالي للقطاع ما قبل الأزمة 2.6% , في حين انخفض إلى -12% أثناء الأزمة وعاد ليرتفع ما بعد الأزمة إلى 3% أي بنسبة تغير مقدارها 15% .

2- قطاع التأمين : بلغ معدل العائد الرأسمالي للقطاع ما قبل الأزمة 9.5% , وانخفض أثناء الأزمة إلى -46% واستمر بالانخفاض ما بعد الأزمة ليصل إلى 5.6% , وكانت نسبة التغير سالبة إذ بلغت -41% .

- 3- قطاع الاستثمار : بلغ معدل العائد الرأسمالي للقطاع ما قبل الأزمة 1.5% , وانخفض أثناء الأزمة إلى -0.9% , ثم عاد ما بعد الأزمة ليرتفع إلى -0.1% , إلا أنه بقي منخفضا عما قبل الأزمة بنسبة -107% .
- 4- قطاع الخدمات : بلغ معدل العائد الرأسمالي للقطاع ما قبل الأزمة 13.3% , وارتفع أثناء الأزمة إلى 27% , ثم عاد لينخفض ما بعد الأزمة إلى 9.8% , وبنسبة انخفاض سالبة مقدارها -26% .
- 5- قطاع الصناعة : بلغ معدل العائد الرأسمالي للقطاع ما قبل الأزمة 32% , وانخفض أثناء الأزمة إلى 6.6% , ثم عاد ليرتفع ما بعد الأزمة إلى 36% , وبنسبة ارتفاع مقدارها 12.5% .
- 6- قطاع الفنادق والسياحة : بلغ معدل العائد الرأسمالي للقطاع ما قبل الأزمة 3.6% , وانخفض أثناء الأزمة إلى -34% , ثم عاد ليرتفع ما بعد الأزمة إلى 21% , وبنسبة ارتفاع مقدارها 408% .
- 7- قطاع الزراعة : بلغ معدل العائد الرأسمالي للقطاع ما قبل الأزمة 26% , ثم انخفض أثناء الأزمة إلى -53% , ثم عاد وارتفع ما بعد الأزمة إلى 13.7% , إلا أنه بقي منخفضا عما قبل الأزمة بنسبة -47% .
- يلاحظ مما سبق أن أكثر القطاعات تأثرا بهذه الأزمة هو قطاع الاستثمار , إذ بلغ انخفاض معدل عائدته إلى -107% , عما كان عليه ما قبل الأزمة , يليه قطاع الزراعة إذ بلغ انخفاض معدل عائدته إلى -47% , ومن ثم قطاع التأمين بانخفاض مقداره -41% , وأخيرا قطاع الخدمات إذ بلغ انخفاض معدل عائدته إلى -26% .

## ب- تحليل المخاطرة :

يبين الجدول (4) المخاطرة لقطاعات السوق مقاسه بالانحراف المعياري ( انحراف العوائد عن وسطها الحسابي ) , وذلك للمدة من كانون الثاني 2008 إلى تموز 2008 ( ما قبل الأزمة ) وللمدة من أيلول 2008 إلى آذار 2009 ( ما بعد الأزمة ) .

### جدول (4)

يبين المخاطرة خلال مدة الدراسة

القطاع	المخاطرة قبل الأزمة %	المخاطرة بعد الأزمة %	نسبة التغير * %
المصارف	6.65	6.99	5
التأمين	1.24	7.07	470
الاستثمار	1.30	8.32	540
الخدمات	0.28	0.42	50

\* تم حساب نسبة التغير وفقا للصيغة الآتية : نسبة التغير (%) = (قيمة البند للسنة الحالية - قيمة البند للسنة السابقة) / قيمة البند للسنة السابقة \* 100 (البديري , 2003 , ص 269 )

44-	0.66	1.18	الصناعة
77	0.46	0.26	الفنادق والسياحة
57-	0.24	0.56	الزراعة
111	3.45	1.63	السوق

ويوضح الجدول ما يأتي :

1- قطاع المصارف : بلغ الانحراف المعياري لعوائد القطاع ما قبل الأزمة 6.65% , في حين ارتفع ما بعد الأزمة إلى 6.99% , ونسبة ارتفاع مقدارها 5% .

2- قطاع التأمين : بلغ الانحراف المعياري لعوائد القطاع ما قبل الأزمة 1.24% , بينما ارتفع إلى 7.07% ما بعد الأزمة ونسبة ارتفاع مقدارها 470% .

3- قطاع الاستثمار : بلغ الانحراف المعياري لعوائد القطاع ما قبل الأزمة 1.3% , وارتفع ما بعد الأزمة إلى 8.32% , ونسبة ارتفاع مقدارها 540% .

4- قطاع الخدمات : بلغ الانحراف المعياري لعوائد القطاع 0.28% ما قبل الأزمة , في حين ارتفع ما بعد الأزمة إلى 0.42% , ونسبة ارتفاع مقدارها 50% .

5- قطاع الصناعة: لقد كان الانحراف المعياري لعوائد هذا القطاع ما قبل الأزمة 1.18% , في حين انخفض ما بعد الأزمة إلى 0.66% , ونسبة انخفاض مقدارها 44% .

6- قطاع الفنادق والسياحة : بلغ الانحراف المعياري لعوائد القطاع ما قبل الأزمة 0.26% , وارتفع إلى 0.46% , ما بعد الأزمة , ونسبة ارتفاع مقدارها 77% .

7- قطاع الزراعة : بلغ الانحراف المعياري لعوائد هذا القطاع ما قبل الأزمة 0.56% , وانخفض ما بعد الأزمة إلى 0.24% , ونسبة انخفاض مقدارها 57% .

يتضح لنا أن أكثر قطاعات السوق تأثرت بالأزمة المالية من حيث المخاطرة هو قطاع الاستثمار , إذ بلغت مخاطرته 1.3% ما قبل الأزمة , ثم ارتفعت ما بعد الأزمة إلى 8.32% , أي بنسبة ارتفاع مقدارها 540% . يليه قطاع التأمين , إذ بلغت مخاطرته ما قبل الأزمة 1.24% , ثم ارتفعت ما بعد الأزمة إلى 7.07% , أي بنسبة ارتفاع مقدارها 470% . ثم جاءت قطاعات الفنادق والسياحة , والخدمات , والمصارف , إذ ارتفعت مخاطرتها بنسبة 77% و 50% و 5% على التوالي . في حين نجد قطاع الزراعة قد انخفضت مخاطرته من 0.56% ما قبل الأزمة إلى 0.24% ما بعد الأزمة , أي بنسبة انخفاض مقدارها 57% , يليه قطاع الصناعة , إذ انخفضت مخاطرته من 1.18% ما قبل الأزمة إلى 0.66% ما بعد الأزمة , أي بنسبة انخفاض مقدارها 44% .

## ج- تحليل معامل التباين :

الجدول (5) يبين معامل التباين \* لقطاعات السوق وذلك للمدة من كانون الثاني 2008 إلى تموز 2008 ( ما قبل الأزمة ) وللمدة من أيلول 2008 إلى آذار 2009 ( ما بعد الأزمة ) .

### جدول (5)

يبين معامل التباين خلال مدة الدراسة

القطاع	قبل الأزمة	بعد الأزمة	نسبة التغير %
المصارف	2.56	2.33	-0.98%
التأمين	13	126	869
الاستثمار	86	-8.32	-109.7%
الخدمات	2.10	4.23	104
الصناعة	3.68	1.83	-50%
الفنادق والسياحة	7.22	2.19	-96.6%
الزراعة	2.15	1.75	-18.6%

ويتضح من الجدول مايلي :

1- انخفاض معامل التباين ما بعد الأزمة قياسا بما كان عليه قبل الأزمة ولقطاعات السوق كافة باستثناء قطاعي التأمين والخدمات .

2- سجل قطاع الاستثمار أعلى نسبة انخفاض والبالغة (-109.7%) تلاه قطاع الفنادق والسياحة وبنسبة انخفاض مقدارها (-96.6%) ومن ثم قطاع الصناعة إذ بلغت نسبة الانخفاض فيه (-50%) وجاء قطاع الزراعة في المرتبة الرابعة، إذ سجل نسبة انخفاض مقدارها (-18.6%) وأخيرا جاء قطاع المصارف وبنسبة انخفاض مقدارها (-0.98%) .

3- سجل قطاع التأمين أعلى نسبة ارتفاع في معامل التباين والبالغة (869%) ، ومن ثم قطاع الخدمات إذ بلغت نسبة الارتفاع فيه (104%) .

د- تحليل مؤشرات التداول :

1- ( الأسهم المتداولة ) :

\* معامل التباين هو مقياس يعكس التقلب في معدل العائد الذي يعد مقياسا لأداء المنشأة أو القطاع ، ويتم استخراجها وفقا للصيغة الآتية : ( العامري، 2010، ص45 )  
معامل التباين = ( الانحراف المعياري لمعدل العائد / متوسط معدل العائد ) .

يبين الجدول ( 6 ) معدل عدد الأسهم المتداولة لقطاعات سوق العراق للأوراق المالية , وذلك للمدة من كانون الثاني 2008 إلى تموز 2008 ( ما قبل الأزمة ) وللمدة من أيلول 2008 إلى آذار 2009 ( ما بعد الأزمة ) .

### جدول ( 6 )

عدد الأسهم المتداولة خلال مدة الدراسة

القطاع	ما قبل الأزمة	ما بعد الأزمة	نسبة التغير %
المصارف	13,392,540,088	7,238,891,412	46-
التأمين	75,168,999	48,953,379	35-
الاستثمار	70,041,159	36,737,345	47-
الخدمات	111,042,268	370,910,241	243
الصناعة	1,490,581,752	966,512,977	35-
الفنادق والسياحة	55,876,087	168,112,234	210
الزراعة	130,035,444	145,024,992	12

ويلاحظ من الجدول أعلاه ما يأتي:

1- بلغ معدل عدد الأسهم المتداولة لقطاع المصارف ما قبل الأزمة (13,392,540,088) سهما , وانخفض ما بعد الأزمة الى (7,238,891,412) سهم , ونسبة انخفاض مقدارها -46% .

2- في قطاع التأمين بلغ معدل عدد الأسهم المتداولة ما قبل الأزمة (75,168,999) سهما , ثم انخفض ما بعد الأزمة الى (48,953,379) سهم , ونسبة مقدارها -35% .

3- وفي قطاع الاستثمار فقد بلغ معدل عدد الأسهم المتداولة ما قبل الأزمة (70,041,159) سهما , في حين انخفض ما بعد الأزمة الى (36,737,345) سهم, ونسبة مقدارها -47% .

4- بلغ معدل عدد الأسهم المتداولة في قطاع الخدمات ما قبل الأزمة (111,042,268) سهما , وارتفع ما بعد الأزمة الى (370,910,241) سهم , ونسبة ارتفاع بلغت 243% .

5- أما في قطاع الصناعة فقد بلغ معدل عدد الأسهم المتداولة ما قبل الأزمة (1,490,581,752) سهما , ثم انخفض ما بعد الأزمة الى (966,512,977) سهم , ونسبة انخفاض بلغت -35% .

6- وفي قطاع الفنادق والسياحة بلغ معدل عدد الأسهم المتداولة ما قبل الأزمة (55,876,087) سهما , وارتفع ما بعد الأزمة الى (168,112,234) سهم, ونسبة مقدارها 210% .

7- وأخيرا في قطاع الزراعة بلغ معدل عدد الأسهم المتداولة ما قبل الأزمة (130,035,444) سهم, وارتفع ما بعد الأزمة الى (145,024,992) سهم , وبنسبة مقدارها 12% .

ومما سبق يتبين أن هناك أربعة قطاعات قد انخفض معدل عدد أسهمها المتداولة ما بعد الأزمة وينسب متباينة , إذ سجل قطاع الاستثمار أكبر نسبة انخفاض بلغت -47%, تلاه قطاع المصارف بنسبة بلغت -46% , فيما تساوت نسب الانخفاض لقطاعي التأمين والصناعة إذ بلغت -35% لكل منهما. وهذا يدل على تأثر نشاط هذه القطاعات بالأزمة المالية العالمية . وعلى النقيض من ذلك فأن باقي القطاعات قد ارتفع معدل عدد أسهمها المتداولة ما بعد الأزمة , وهي قطاع الخدمات , وقطاع الفنادق والسياحة , وقطاع الزراعة , وكانت النسب متباينة إذ بلغت 234% لقطاع الخدمات و 201% لقطاع الفنادق والسياحة فيما سجل قطاع الزراعة أقل نسبة ارتفاع والبالغة 12% , ويظهر أن نشاط هذه القطاعات لم يتأثر بالأزمة .

1- ( حجم التداول ) :

يبين الجدول (7) معدل حجم التداول لقطاعات سوق العراق للأوراق المالية , وذلك للمدة من كانون الثاني 2008 الى تموز 2008 (ما قبل الأزمة ) وللمدة من أيلول 2008 الى آذار 2009 ( ما بعد الأزمة ) .

#### جدول (7)

حجم التداول خلال مدة الدراسة

نسبة التغير %	بعد الأزمة (دينار)	قبل الأزمة (دينار)	القطاع
46.8-	16,013,820,414	30,151,494,927	المصارف
22-	60,251,059	77,489,366	التأمين
32-	47,102,359	68,786,788	الاستثمار
394	1,305,320,338	264,422,806	الخدمات
26-	1,398,286,180	1,885,563,856	الصناعة
544	2,992,961,970	464,369,775	الفنادق والسياحة
164	91,568,028	34,698,018	الزراعة

ونلاحظ من الجدول (5) ما يأتي :

1- قطاع المصارف : بلغ معدل حجم التداول للقطاع ما قبل الأزمة 30,151,494,927 دينار, وانخفض ما بعد الأزمة الى (16,013,820,414) دينار, وبنسبة انخفاض مقدارها -46.8% .

2- قطاع التأمين : بلغ معدل حجم التداول للقطاع (77,489,366) دينار ما قبل الأزمة , وانخفض ما بعد الأزمة إلى ( 60,251,059 ) دينار, وبنسبة انخفاض بلغت -22%.

3- قطاع الاستثمار : بلغ معدل حجم التداول ما قبل الأزمة للقطاع(68,786,788) دينار, بينما انخفض ما بعد الأزمة إلى (47,102,359) دينار, وبنسبة انخفاض مقدارها -32% .

4- قطاع الخدمات : بلغ معدل حجم التداول لقطاع الخدمات ما قبل الأزمة (264,422,806) دينار, وارتفع ما بعد الأزمة إلى (1,305,320,338) دينار, محققا ارتفاعا نسبته 394% قياسا بما قبل الأزمة.

5- قطاع الصناعة : بلغ معدل حجم التداول للقطاع ما قبل الأزمة (1,885,563,856) دينار, وانخفض ما بعد الأزمة إلى (1,398,286, 180) دينار, وبنسبة انخفاض مقدارها -26%.

6- قطاع الفنادق والسياحة : بلغ معدل حجم التداول لهذا القطاع ما قبل الأزمة (464,369,775) دينار, وارتفع ما بعد الأزمة إلى (2,992,961,970) دينار, محققا ارتفاعا نسبته 544% .

7- قطاع الزراعة : بلغ معدل حجم التداول لقطاع الزراعة ما قبل الأزمة (34,698,018) دينار, وارتفع ما بعد الأزمة إلى (91,568,028) دينار, وبنسبة ارتفاع مقدارها 164% .

نلاحظ مما سبق أن قطاعات المصارف , والاستثمار, والصناعة , والتأمين قد انخفض فيها معدل حجم التداول قياسا بما قبل الأزمة, وقد سجلت نسب الانخفاض الأتية: -46.8% و -32% و -26% و -22% على التوالي. إذ كان قطاع المصارف الأكثر تأثرا , يليه قطاع الاستثمار ومن ثم قطاع الصناعة وأخيرا قطاع التأمين .

وعلى النقيض نلاحظ أن قطاعات الفنادق والسياحة, والخدمات, والزراعة قد حققت ارتفاعا في معدل حجم التداول قياسا بما قبل الأزمة , إذ حقق قطاع الفنادق والسياحة أعلى نسبة ارتفاع والبالغة 544% , تلاه قطاع الخدمات بنسبة ارتفاع مقدارها 394% , وأخيرا قطاع الزراعة بنسبة ارتفاع بلغت 164% .

3- ( عدد العقود المنفذة ) :

يبين الجدول (8) معدل عدد العقود المنفذة لقطاعات سوق العراق للأوراق المالية , وذلك للمدة من كانون الثاني 2008 إلى تموز 2008 ( ما قبل الأزمة ) وللمدة من أيلول 2008 إلى آذار 2009 ( ما بعد الأزمة ) .

## جدول (8)

يبين معدل عدد العقود خلال مدة الدراسة

القطاع	قبل الأزمة	بعد الأزمة	نسبة التغير %
المصارف	1892	1898	0.03
التأمين	10	16	60
الاستثمار	24	24	0
الخدمات	132	162	23
الصناعة	599	475	21-
الفنادق والسياحة	110	363	230
الزراعة	28	57	104

والجدول أعلاه يوضح ما يأتي :

- 1- بلغ معدل عدد العقود المنفذة لقطاع المصارف ما قبل الأزمة (1892) عقدا , وارتفع ما بعد الأزمة إلى (1898) عقدا, أي بنسبة ارتفاع مقدارها (0.03%) .
- 2- بلغ معدل عدد العقود المنفذة لقطاع التأمين ما قبل الأزمة (10) عقود , وارتفع ما بعد الأزمة إلى (16) عقد, وبنسبة ارتفاع بلغت (60%) .
- 3- بلغ معدل عدد العقود المنفذة لقطاع الاستثمار ما قبل الأزمة (24) عقدا , وبقي العدد ما بعد الأزمة على حاله ولم يتغير.
- 4- بلغ معدل عدد العقود المنفذة ما قبل الأزمة لقطاع الخدمات (132) عقدا, وارتفع ما بعد الأزمة إلى (162) عقدا, أي بنسبة ارتفاع مقدارها (23%) .
- 5- أما بالنسبة لقطاع الصناعة فقد بلغ معدل عدد العقود المنفذة فيه (599) عقدا وذلك ما قبل الأزمة . ثم انخفض ما بعد الأزمة إلى (475) عقدا, أي بنسبة انخفاض بلغت (21-) % .
- 6- بلغ معدل عدد العقود المنفذة ما قبل الأزمة لقطاع الفنادق والسياحة (110) عقد , وارتفع ما بعد الأزمة إلى (363) عقدا , وبنسبة ارتفاع مقدارها (230%) .
- 7- وأخيرا سجل قطاع الزراعة معدلا لعدد العقود المنفذة ما قبل الأزمة مقداره (28) عقدا, وارتفع ما بعد الأزمة إلى (57) عقدا, محققا ارتفاعا نسبته (104%) .

ومما سبق نلاحظ أن كل قطاعات السوق سجلت نسب موجبة في عدد العقود المنفذة باستثناء قطاع الاستثمار الذي لم يتغير فيه عدد العقود المنفذة، وقطاع الصناعة الذي سجل انخفاضا بلغت نسبته (-21%) ، فيما سجل قطاع الفنادق والسياحة أعلى نسبة زيادة بلغت (230%)، تلاه قطاع الزراعة بنسبة ارتفاع مقدارها (104%) ، ومن ثم قطاع التأمين بنسبة مقدارها (60%)، وبعده قطاع الخدمات بنسبة بلغت (23%) ، وفي المرتبة الأخيرة جاء قطاع المصارف بنسبة بلغت ( 0.03 % ) .

### المبحث الثالث

#### الاستنتاجات و التوصيات

##### أ- ( الاستنتاجات ) :

يمكن أجمال أهم الاستنتاجات الذي خرج بها البحث بما يأتي:

1- تراجع سوق العراق للأوراق المالية وانخفاض أسعار الأسهم في هذه السوق ، وهذا يرجع إلى عدة أسباب أهمها :

أ- توقعات المستثمرين بانخفاض أرباح المصارف .

ب- تشدد البنك المركزي العراقي لعمليات الإقراض تحسبا لأي عواقب مستقبلية.

ج- ضعف الإطار الرقابي في السوق لرصد التجاوزات والمخالفات التي تقوم بها بعض الجهات المستثمرة في السوق .

هـ - تراجع أسعار النفط وتوقعات المستثمرين في العراق، الأمر الذي سيؤثر سلبا في أداء الشركات المدرجة في السوق.

و- أزمة الرهن العقاري وما تبعها من أزمات مالية كبيرة لأكبر المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وتوقعات المستثمرين العراقيين بحدوث ركود اقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية وانعكاسات ذلك على اقتصاديات الدول الأخرى.

2- تأثير الأزمة في الاستثمار الأجمالي في الاقتصاد العراقي سيختلف حسب طبيعة هذه الاستثمارات ونوعها. والاستثمار الكلي في العراق هو عبارة عن استثمارات عامة، واستثمارات خاصة يقوم بها القطاع الخاص في العراق، واستثمارات أجنبية ، وتختلف العوامل المحركة لكل من هذه الاستثمارات وكما يأتي:

أ- أن حجم الاستثمارات الأجنبية في العراق ما زال ضئيلا و من ثم فهي لا تمثل مصدر عدم استقرار لسوق العراق.

ب- يجب النظر لانعكاسات الأزمة المالية الراهنة على سوق العراق من خلال تأثيرها في رؤوس الأموال العراقية المستثمرة في أسواق المال الغربية.

ج- بالنسبة للأثر على معدل الاستثمار الخاص نجد أن التساؤل عن كيفية تأثير الأزمة على معدل الاستثمار الخاص ومن ثم التنمية في العراق وهو تساؤل مهم وأساسي بالنظر لارتباط معدل النمو بمعدلات الاستثمار, بمعنى آخر فإن نقص الاستثمارات سوف يؤدي بالضرورة إلى تراجع معدلات النمو ومن ثم المزيد من البطالة وغيرها من الآثار السلبية.

د- يتوقع أن الاستثمارات الخاصة الموجهة إلى الأسواق الخارجية سواء قطاع التصدير أو تلك المتعلقة بقطاع السياحة و الفنادق وكذلك الأنشطة العقارية ستتأثر سلبا بهذه الأزمة. أما الاستثمارات الخاصة الموجهة لتلبية الطلب الداخلي فلن تتأثر وذلك لأن الطلب المحلي الاستهلاكي مرتفع في المجتمع العراقي نتيجة لعوامل عديدة ومتنوعة.

هـ - أما بالنسبة للاستثمارات الحكومية فهي تعتمد أساسا على المالية العامة و من ثم نجد أن احتمالات انخفاضها غير واردة, بل من الضروري زيادتها وذلك لتعويض النقص المحتمل في استثمارات القطاع الخاص .

3- بالنسبة للقطاع المصرفي العراقي نجد ارتباطه بالقطاع المصرفي الدولي يتم من خلال ثلاث روابط:

أ- أرصدة المصارف العراقية في الخارج.

ب- استثمارات المصارف العراقية في الأوراق المالية الأجنبية.

ج- العلاقة بالبنوك المرسله لتسهيل عمليات الاستيراد والتصدير.

ومن الطبيعي أن تتأثر تلك الأموال بما يحدث بتلك الأسواق من تغيرات سلبية, الا أن نقص الإفصاح المصرفي يحول دون معرفة المصارف المحلية المتضررة من الأزمة وحجم تضررها رغم أن قواعد الإفصاح تحتم عليها ذلك.

4- وبالنسبة لمعدل النمو نجد أن الاقتصاد العراقي هو اقتصاد ريعي يعتمد على الطلب الأجنبي بشكل كبير خاصة الطلب على النفط, ولذلك نجد أن تراجع معدلات النمو بالدول الكبرى ينعكس سلبا على حجم الطلب على صادرات العراق النفطية وتراجع أسعارها, و من ثم نقص العوائد النفطية وحصيلة الصادرات .

5- لقد أوضحت الأزمة بما لا يدع مجالاً للشك, أن الاقتصاد الحر لا يعني غياب دور الدولة, خاصة أن هذا الغياب في الولايات المتحدة الأمريكية كان من الأسباب الرئيسة لانفجار الأزمة. وأصبح واضحا أن للدولة دور رئيسي للتنظيم والرقابة والمتابعة والتدخل المباشر في بعض الظروف .

6- أبرزت الأزمة أن الاقتصاديات الكبرى- في غياب الدور الايجابي للحكومات- كانت مرتعا خصبا للانحراف وعدم الشفافية, و من ثم انخفاض مصداقية المطالبة بالشفافية والعمل بعيدا عن الانحراف, وينبغي على كل دولة أن تضع معاييرها التي تضمن الأداء الجيد .

7- أتضح أن نظام العولمة القائم - والذي يرى البعض أنه من وضع الدول الرأسمالية ليصب بالدرجة الأولى في مصالحها - عندما يتعرض لمخاطر معينه, فأن الدول النامية والفقيرة تتعرض لهزات عنيفة, نظرا لافتقارها إلى الأدوات المتاحة للدول الرأسمالية لتلافي هذه الهزات, و من ثم فأن الدرس المستفاد من الأزمة يجب أن تعيه الدول النامية والفقيرة من حيث ايجابية توجيه مواردها الذاتية, فضلا عن التعاون فيما بينها كضرورة من ضرورات التعايش الصحي .

ب- ( التوصيات ) :

من أهم التوصيات الذي خرج بها البحث ما يأتي:

1- هناك بعض السياسات الداخلية التي يمكن أن تخفف من وطأة تأثير الأزمة المالية, بل والتي يمكن أن تتحول بالكثير من السلبيات إلى ايجابيات, وفي مقدمة هذه السياسات هو التركيز على استثمار الموارد البشرية بطريقة أكثر قدرة على المنافسة والإنتاج, ومواجهة التضخم وارتفاع الأسعار بطريقة أفضل.

2- إنشاء صندوق تحوطي من مجموعة المصارف العراقية لدعم أية خسائر محتملة للقطاع المصرفي نتيجة لأي هزات محتملة لأسواق العراق.

3- إنشاء محفظة من قبل الهيئة العامة للاستثمار العراقية, تكون مختصة في شراء أصول بعض الشركات التي تحتاج للسيولة.

4- تنوع مؤسسات وأدوات التمويل, إذ نجد أن أي اقتصاد يشهد توسعا على نحو سريع وهذا ما نتأمله للاقتصاد العراقي , لا بد وأن يتطلب الكثير من الوسطاء الماليين كالمصارف والأسهم والسندات.

5- تسببت التدفقات الهائلة من السيولة في الاقتصاد بفضل أسعار النفط العالية الى خلق ضغوط تضخمية وارتفاع أسعار بعض الأصول, ونتيجة لذلك يتطلب زيادة قدرة المؤسسات على امتصاص السيولة من خلال مشاريع ضخمة في البنية التحتية بهدف تحقيق العوائد وخلق الوظائف.

6- تشجيع المؤسسات الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومؤسساتها التابعة على الوجود المحلي وتشجيع التواصل مع هذه المؤسسات للاستفادة من خبراتها كواحدة من المرجعيات في الأمور الفنية من ناحية. ولتدريب الملاكات الوطنية من ناحية أخرى .

7- تعاني سوق العراق للأوراق المالية من مستويات عالية من المضاربة نتيجة لتدني نسبة المستثمرين المؤسسيين بالنسبة إلى حجم القيمة السوقية , لذا يجب اتخاذ التدابير التي من شأنها تنويع وتوسيع قاعدة الصناديق الاستثمارية بأنواعها .

8- لا يجب إطلاق العنان لآليات السوق في إدارة وتشغيل الاقتصاد , فالأسواق لا تصحح نفسها بنفسها إلا عندما تكون الانحرافات بين العرض والطلب ضئيلة .

9- ضرورة التركيز على بعض المؤشرات الاقتصادية وتحليلها كنظام للإنذار المبكر, بحيث تستطيع السلطات النقدية من خلال مراقبة هذه المؤشرات التنبؤ بقوة أو ضعف عملتها .

10- أن أسواق المال هي سلاح ذو حدين, احدهما له فائدة للتنمية, وهو تسهيل انتقال رؤوس الأموال وتشجيع وجذب الاستثمارات مع الانتباه إلى أن فتح أسواق المال أمام الاستثمارات الأجنبية وبشكل مطلق قد يفرز العديد من النتائج السلبية .  
11- لا يمكن الاعتماد بنسبة كبيرة على رأس المال الأجنبي في تحقيق التنمية المستمرة, فرأس المال الأجنبي يتحرك أساسا بحافز الربح .

12- أهمية وجود لجنة طوارئ اقتصادية من الخبراء المختصين في كل المجالات الاقتصادية والتنموية, تكون بمنزلة لجنة للإنذار المبكر لأي أزمة متوقعة, وتضع السيناريوهات لمواجهة الأزمات المتوقعة بالمستقبل .

13- ينبغي على المؤسسات والمصارف أن تأخذ بنظر الاعتبار المخاطر المحتملة للتغيرات السعرية ومخاطر الفجوة السعرية وإجراء التغيرات في مقاييس المخاطرة وإجراء اختبارات أفضل لقياس القدرة على تحمل الضغوط واعتماد الشفافية في كيفية إدارة مخاطرة السيولة داخل الشركة .

14- المتابعة المستمرة من الإدارات المتخصصة سيكون لها اثر واضح في سد الثغرات في جميع المؤسسات كالتالي وضعتها لجنة بازل والمنتدى المشترك والمعهد الدولي للتمويل .

15- على السلطات النقدية أن تراجع ممارياتها وسياساتها التشغيلية في ضوء تطورات الأزمة المالية , إذ ترتب على هذه الأزمة ضخ مقدار غير مستوفى من السيولة في سوق المعاملات بين البنوك واستخدام أدوات تشغيلية لم يسبق استخدامها من قبل , وعلى البنوك المركزية أن تعتمد السياسات التي أثبتت فعاليتها خلال الأزمة من أجل تحسين أداء الأسواق .

## References

## المصادر

أولا - العربية

أ - ( التقارير والنشرات )

1- التقرير السنوي الخامس لسنة 2008 لسوق العراق للأوراق المالية.. [www.isx-iq.net](http://www.isx-iq.net)

2- التقرير السنوي السادس لسنة 2009 لسوق العراق للأوراق المالية.. [www.isx-iq.net](http://www.isx-iq.net)

ب - ( الكتب )

3 - البديري , حسين جميل " البنوك : مدخل محاسبي وأداري " مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع - ط1, عمان , 2003.

4- الشراح, رمضان " الأزمات المالية العالمية, الأسباب والآثار " الكويت 2009.

5- العامري,الحاج محمد علي إبراهيم "الإدارة المالية المتقدمة " ط1- عمان - الأردن , 2010.

6- محمد, حاكم محسن " الأزمة المالية العالمية, الأسباب والمضامين والآثار "

بغداد 2009.

7- المنجد, محمد صالح "الأزمة المالية" مجموعة زاد للطباعة والنشر, المملكة العربية السعودية- الرياض , 2008 .

ج :- ( الدوريات )

8- حسين, مصطفى مهدي "أزمة ديون دبي .نتائج متوقعة" مجلة العلوم الاقتصادية- كلية الإدارة والاقتصاد-جامعة البصرة.العدد 25 لسنة 2009 .

9- توهامي, إبراهيم وحواس, صلاح " تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية وضرورة إعادة بناء النظام المالي العالمي " مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة, العدد 20 لسنة 2009 .

10- ميسر, قاسم محمد " الأزمة المالية العالمية " مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية, كلية الإدارة والاقتصاد - جامعة بغداد, العدد 54, 2009.

ثانياً :- الأجنبية

11-Farina,Antoio & Portoso ,Giovanni " Som statistical indicators of financial crises" 2009.

12-Hitt,Micheal A&Hoskisson,Robert &Ireland,R.Duane "Management Of Strategy-concept and cases" 2007.

13-David.A.Brown "Fostering confidence for Minority Shareholders" Apaper presented to aconference held in dubai,November, 2006 .

14-Koch, Timothy W. "the financial crisis of 2007-2009:causes, consequence and cures" 2009.

15-Pimentel,Lester "Dubai's Debet problems May Swell" <http://total.Com>.2009.

16-Mishkin,Frederic S.&Eakins,Stanley G "Financial Market and instiutions" Inc.3<sup>rd</sup>.ed .2000,U.S.A.

17-Kreiler, Robert P. "Getting started in Global investementing" th10ed. John wiley U.S.A. 2000.