

الازمة المالية العالمية وأثرها على أداء البورصات الناشئة
(الاردن نموذجا)

الدكتور ارشد فؤاد مجيد التميمي
استاذ الادارة المالية والمصرفية المشارك
كلية العلوم الادارية والمالية
جامعة الاسراء الخاصة
الاردن

arsha_60@yahoo.com

+962795897277

الازمة المالية العالمية وأثرها على أداء البورصات الناشئة

ملخص البحث

يهدف البحث الى الفاء الضوء على واقع وجذور مشكلة الازمة المالية العالمية الحالية واثرها على اداء بورصة عمان للاوراق المالية ، من خلال اختبار ثلاث فرضيات رئيسة الاولى والثانية تتعلق باداء بورصة عمان وقطاعاتها قبل وبعد وقوع الازمة المالية . والثالثة اختبرت العلاقة بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر واداء بورصة عمان للاوراق المالية .

اشارت نتائج اختبار الفرضيات الاولى والثانية الى وجود فروق ذات دلالة احصائية لاداء البورصة بشكل عام واداء قطاعاتها بشكل خاص للفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية . اما الفرضية الثالثة كشفت نتائجها على ان الاستثمار الاجنبي غير المباشر لعب دورا في اداء بورصة عم ان للاوراق المالية كان ايجابيا للفترة قبل وقوع الازمة وسلبا بعد وقوع الازمة .

الكلمات الدالة : الازمة المالية ، رهونات الاقل جودة ، ازمة Sub prime ، التسنيد ، الاوراق المالية المدعومة بالرهن ، التزامات الدين المضمونة ، دراسة الحدث

Global Financial crisis and its impact on the performance of the Emerging Stock Exchange

ABSTRACT

The research aims to explain the reality and the roots of the problem financial crisis and its impact on the performance of the Amman Stock Exchange, by testing three hypotheses, the first and the second relates to the performance of the Amman Stock Exchange and its sectors before and after the financial crisis. And the third examined the relationship between indirect foreign investment and the performance of Amman Stock Exchange.

Hypothesis testing results of the first and second pointed to the existence of statistically significant differences for the performance of the stock market in general and in particular their performance for the period before and after the financial crisis. The third hypothesis results revealed that the indirect foreign investment played a role in the performance of the Amman Stock Exchange was positive for the period before the crisis and negative after a crisis.

Keyword: Sub prime Mortgage, Sub prime Crisis, Securitization, Mortgage – Backed Securities (MBS), Collateralized Debt Obligation (CDOs), Event study

الازمة المالية العالمية وأثرها على أداء البورصات الناشئة

المقدمة

شهدت الاسواق المالية الدولية منها والمحلية ، ازمت عديدة قد تشترك جميعها بنتائج فشل النظام المالي والمصرفي في معالجة جذور الازمة ، الا انه اقد تختلف من حيث الأسباب والانعكاسات على اقتصاديات الدول وانظمتها المالية والمصرفية . ولعل الازمة المالية الحالية لا تختلف بنتائجها عن سابقتها من الازمت (أزمة الكساد الأعظم ١٩٢٩ ، أزمة يوم الاثنين الاسود ١٩٨٧ ، وأزمة دول شرق آسيا ١٩٩٧)، الا ان مظاهرها اتسمت بالفقاعة العقارية التي انطلقت من سوق العقارات الامريكي لتلقي بظلالها على عموم الاسواق المالية المتقدمة منها والناشئة على وجه الخصوص.

لقد شهد قطاع العقارات الامريكي في بداية عام ٢٠٠٠ نموا وتوسعا سواء على صعيد بنيته التحتية والمتمثلة بانشاء الرهن و /أو خدمته في أسواقه الأولية (BoDie, et al., 2005: 43) ، وعلى صعيد أسواقه الثانوية من خلال زيادة نشاط مختلف المؤسسات المالية والمصرفية كلاعب رئيسي لتمويل مشروعات السكن بمختلف فئاتها واشتقاق العديد من الادوات المالية بعد اعادة تجميع قروض الرهن العقاري وتسنيدها Securitization بشكل أوراق مالية مدعمة بالرهن Pass-through Mortgage وليكون المجمع بمثابة صندوق ضمان Trustee Fund للتدفقات النقدية لحملة الأوراق المالية (Fabozzi & Modigliani, 2003: 493-494) (Madura, 2006: 332-335).

وعلى الرغم مما قدمته أسواق الرهن العقاري من منافع، سواء للمقترضين الأفراد لشراء المساكن أو المقترضين لزيادة هامش الربح والمستثمرين في الاوراق المالية المدعمة بالرهن لجاذبية عوائدها، إلا أن أزمة الرهن العقاري الحالية قد أثبتت احداثها على أن منشئي الرهونات العقارية اعتمدوا سياسات رهن لاتستند إلى معايير سليمة لمنح الائتمان Creditworthiness. لاسيما تلك الرهونات التي يطلق عليها بالرهونات الأقل جودة Sub prime مما جعل عموم المؤسسات المالية والمصرفية أمام مشكلة حقيقية تجسدت في نقص الشديدي في السيولة نتيجة عجز المقترضين على سداد المستحقات المالية لمنشئي الرهن من جانب ، ومن جانب آخر انعكس ذلك على قدرة الجهات المصدرة للأوراق المالية المدعمة بالرهن العقاري على مواجهة التعويضات لحملتها ، فكان لها الاثر السلبي على اداء الاسواق المالية الامريكية بشكل خاص، وانتقال عدوى الفقاعة العقارية على الاسواق المالية العالمية المتطورة والناشئة بشكل عام.

أولاً: - منهجية البحث

١ - مشكلة البحث: يتناول البحث المشكلات الآتية:-

أ - افراط البنوك ومؤسسات تمويل الرهن العقاري الاخرى بمنح الرهونات العقارية الأقل جودة والتي يطلق عليها Sub prime دون الاخذ بمعايير منح الائتمان وتقييم مخاطره.

ب - تزايد الضغوط على سيولة المؤسسات المالية نتيجة تمكن المقترضين ذوي الجدارة الائتمانية المنخفضة من الحصول على المزيد من التسهيلات بعد خفض معدلات الفوائد المتدنية جداً فضلاً عن عمليات إعادة تمويل الرهن نتيجة لارتفاع القيمة السوقية للعقارات.

ج- ارتفع أسعار الفائدة على القروض السكنية وانخفاض القيمة السوقية للعقارات وبشكل حاد خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٧ ، بحيث لم يعد الأفراد قادرين على تسديد ديونهم حتى من بيع العقارات المرهونة

٢ - أهمية البحث: تتبع أهمية البحث من حجم الآثار السلبية لالزمة المالية العالمية على الاقتصاد العالمي بشكل عام واقتصاديات الدول العربية بشكل خاص، كما ترتبط أهمية البحث بأهمية تحليل آثار الازمة المالية العالمية على أداء بورصة عمان للأوراق المالية ومعرفة أي القطاعات الاقتصادية كان لها النصيب الأكبر من التأثر بالازمة المالية فضلاً عن أهمية ودور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في التأثير الإيجابي على أداء البورصة في ظل ظروف الازمة المالية الحالية .

٣- أهداف البحث: يهدف البحث إلى تحقيق الأهداف الآتية:-

أ. توضيح مفهوم الأزمة بشكل عام والازمة المالية بشكل خاص واستعراض جذورها التاريخية منذ عقد العشرينات من القرن المنصرم .
ب. استعراض اسباب أزمة الرهن العقاري الحالية وآثارها في الازمة المالية العالمية.
ج. بيان أثر الأزمة المالية العالمية على أداء بورصة عمان للأوراق المالية والقطاعات العاملة فيها.

٤ -فرضيات البحث: يقدم البحث الى الفرضيات الآتية :-

أ. لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء بورصة عمان للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية .

ب. لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء كل من قطاع البنوك والصناعة والخدمات والتأمين تعزى للفترة قبل وبعد الأزمة المالية العالمية .

ج. لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية للعلاقة بين الاستثمار الاجنبي غير المباشر واداء بورصة عمان للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية العالمية .

٥ -منهج البحث: توصف الأزمة المالية بانها حدث لها نتائج تختلف في طبيعتها باختلاف قوة وشدة الأزمة . لذا تم اعتماد منهج دراسة الحدث Event Study ، واعتبار يوم ١٩١٥ ٢٠٠٨ نافذة لهذا الحدث وهو اليوم الذي أشهر بنك ليمان برانرز إفلاسه . والمبرر في ذلك يعود إلى :-

أ. يمثل البنك رابع أكبر بنك استثماري في أمريكا ، وإشهار إفلاسه يعد من قبل المتخصصين في شؤون المال والاقتصاد من أشهر حالات وول ستريت منذ انهيار مؤسسة دركسل برنام لامبرت عام ١٩٩٠ وهي مؤسسة متخصصة بالسندات عالية المخاطر .

ب. أن إفلاس البنك تسبب بآثار سلبية على الأسواق المالية ، نتيجة لإسقاط أصول بقيمة ٥.٦ مليار دولار بالربع الثالث من عام ٢٠٠٧ ، وتكبد خسائر بلغت ٣.٩ مليار دولار في الربع الثاني من العام ٢٠٠٨ .

ج. فقدان أسهم البنك حوالي ٩٢% من قيمتها مقارنة بأعلى مستوياته عند ٦٧.٧٣ دولار للسهم الواحد في شهر تشرين الثاني من العام ٢٠٠٧ .

٦ - مجتمع البحث وعينته : تمثل مجتمع البحث بالبورصات الناشئة وعينتها بورصة عمان للاوراق المالية والقطاعات العاملة فيه (البنوك و التأمين والصناعة والخدمات) . وقد شمل البحث مدة زمنية أمدها ستة عشر شهرا ، امتدت من كانون الثاني عام ٢٠٠٨ ولغاية شهر ايار من العام ٢٠٠٩ ، قسمت الى فترتين الاولى قبل وقوع الازمة (افلاس بنك ليمان برادرز) وشملت كانون الثاني ولغاية اب من السنة ٢٠٠٨ ، والثانية بين تشرين الاول من العام ٢٠٠٨ ولغاية ايار من العام ٢٠٠٩ . والغرض من تقسيم مدة البحث هو لتحديد فيما اذا كان هناك اثر للازمة على اداء بورصة عمان للاوراق المالية والقطاعات العاملة فيه . علما ان مشاهدات العينة تمثل الرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجحة بالقيمة السوقية الشهرية .

٧ - جمع المعلومات والبيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة لمعالجتها: بهدف أغناء الجانب المعرفي للبحث تم الاستعانة بالكتب والدوريات للبحث في واقع وجذور العديد من الازمات التي عصفت بالاسواق المالية . في حين تم الاعتماد على النشرات الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية والخاصة بالرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجحة بالقيمة السوقية سواء على صعيد البورصة ككل او على مستوى القطاعات العاملة فيها ، بالإضافة الى صافي قيمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر . اما الاساليب الاحصائية المعتمدة لاختبار الفرضيات الرئيسية الاولى والثانية فقد استخدم الاسلوب الاحصائي (Independent Sample- Test) لغرض المقارنة بين مجموعتين للاداء وبيان الفرق بينهما من جانب ، وفيما اذا كان هذا الفرق دالاً احصائياً عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$) ام لا . بينما استخدم معامل ارتباط بيرسون لاختبار الفرضية الثالثة .

٧- التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث:

أ - يوم الحدث: يمثل يوم الحدث نقطة القطع Cut Point او الحد الفاصل بين الفترة الزمنية الاولى التي تسبق يوم وقوع الحدث والفترة الزمنية الثانية بعد وقوع الحدث . ويوصف يوم ٢٠٠٨/١٩/١٥ على انه يوم الحدث ، اليوم الذي اشهر بنك ليمان برادرز افلاسه وفقاً للمبررات السالفة الذكر.

ب - الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجحة بالقيمة السوقية: توصف الأرقام القياسية المرجحة بالقيمة السوقية بانها من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى . ويحسب من خلال اعطاء كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، ولأغراض البحث تم الاعتماد على الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقية الصادر عن بورصة عمان للأوراق المالية لفترة البحث كمتغير لاداء البورصة بشكل عام وعلى مستوى القطاعات وكما موضح في الجدول رقم (١) .

ج - الاستثمار الاجنبي غير المباشر: ويقصد به استثمار غير الاردنيين (عرب وغير العرب) في اسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وفي مختلف القطاعات . ولأغراض البحث تم اعتماد صافي قيمة الاستثمار الاجنبي غير المباشر كم تغير مستقل لفحص فرضية البحث الثالثة وخلال الفترة قيد الدراسة والتحليل وكما موضح في الجدول رقم (٢).

| الفترة | الشهر | صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر (مليون دينار) |
|-----------------|---------|--|
| قبل وقوع الازمة | 1-2008 | 16.40 |
| | 2-2008 | 5.60 |
| | 3-2008 | 2.50 |
| | 4-2008 | 45.90 |
| | 5-2008 | 39.80 |
| | 6-2008 | 75.50 |
| | 7-2008 | 48.50 |
| | 8-2008 | 44.80 |
| بعد وقوع الازمة | 10-2008 | 32.70 |
| | 11-2008 | 71.70 |
| | 12-2008 | 38.90 |
| | 1-2009 | 5.00 |
| | 2-2009 | 13.70 |
| | 3-2009 | 6.20 |

(١)
الرقم

| | |
|-------|--------|
| 3.90 | 4-2009 |
| 40.30 | 5-2009 |

جدول
يبين

القياسي المرجح بالقيمة السوقية العام ولكل قطاع وللفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية

جدول (٢)

| الرقم القياسي العام | قطاع البنوك | قطاع التأمين | قطاع الخدمات | قطاع الصناعة | الشهر | |
|---------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------------|
| 7993.25 | 14464.59 | 4952.73 | 2925.34 | 5101.96 | 1-2008 | الفترة قبل وقوع الازمة |
| 7936.97 | 14241.70 | 4829.30 | 2824.05 | 5287.28 | 2-2008 | |
| 8378.20 | 14137.20 | 4629.57 | 2866.63 | 6538.21 | 3-2008 | |
| 8617.07 | 13343.05 | 4447.62 | 2911.56 | 7854.48 | 4-2008 | |
| 9152.38 | 14162.37 | 4590.82 | 2974.22 | 8542.09 | 5-2008 | |
| 10322.87 | 15095.49 | 5150.40 | 3105.86 | 10806.39 | 6-2008 | |
| 10286.37 | 15806.02 | 4956.59 | 3008.45 | 10232.74 | 7-2008 | |
| 9571.02 | 15642.47 | 4893.82 | 2882.04 | 8558.45 | 8-2008 | |
| 7498.52 | 13035.26 | 4477.46 | 2332.38 | 5885.68 | 10-2008 | الفترة بعد وقوع الازمة |
| 6541.61 | 11744.53 | 4140.72 | 2086.11 | 4715.84 | 11-2008 | |
| 6353.38 | 11530.25 | 4036.04 | 1936.89 | 4619.35 | 12-2008 | |
| 6082.68 | 10830.91 | 3938.56 | 1849.93 | 4610.89 | 1-2009 | |
| 5851.62 | 10080.14 | 4176.71 | 1837.01 | 4631.08 | 2-2009 | |
| 5559.55 | 9328.04 | 4515.58 | 1893.09 | 4360.78 | 3-2009 | |
| 5743.53 | 9612.69 | 4560.61 | 1989.84 | 4470.87 | 4-2009 | |
| 6008.80 | 10152.98 | 5029.84 | 2058.27 | 4719.65 | 5-2009 | |

يبين صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر للفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية

ثانيا: الخلفية التاريخية لسوق راس المال الاردني History Background

مر سوق راس المال في الاردن بحقب زمنية مختلفة منذ عقد الثلاثينيات من القرن المنصرم ولحد الان. وقد اضفت كل حقبة زمنية سمات تطويرية للسوق. توجدت بقرارات اثمرت عن انشاء سوق المال في الاردن بموجب القانون المؤقت رقم ٣ لسنة ١٩٧٦. ونظرا لتوسع الاقتصاد الاردني وزيادة حجم التداول في سوق عمان المالي في عقد التسعينيات من القرن المنصرم، نتيجة لزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق والتي بلغت اكثر من ٢٠٠ شركة، وانسجاما مع سياسة الحكومة بالانفتاح على الاسواق العالمية والعربية، فقد تبنت الحكومة الاردنية سياسة اصلاح شاملة لسوق راس المال لتعزيز نمو القطاع الخاص وتنويع قاعدة الاقتصاد الوطني، وسعيها الى الارتقاء للمعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الاوراق المالية.

وقد تجسدت سياسة الاصلاح هذه بصدر قانون الشركات رقم ٢٢ لسنة ١٩٩٧ وقانون الاوراق المالية المؤقت رقم ٢٣ لسنة ١٩٩٧ والذي الغي بموجبه قانون سوق عمان المالي وتعديلاته. ثم تم تعديل هذا القانون باصدار القانون رقم ٧٦ لسنة ٢٠٠٢ الذي احدث نقلة نوعية في اعادة هيكلة وتنظيم سوق راس المال واستكمال بنيته التحتية. اذ بموجب هذا التعديل انشأت ثلاث مؤسسات مالية لادارة سوق راس المال وهي هيئة الاوراق المالية وبورصة عمان للاوراق المالية ومركز ايداع الاوراق المالية.

ثالث: الجذور التاريخية لازمات أسواق المال Financial Market Crisis History

تعرف الأزمة في اطرها العام بانها اضطراب او توتر في طبيعة العلاقات تنذر بوقائع حاسمة نتيجة إحداه غير متوقعة. في حين الأزمة المالية تعني أزمة البنوك والاسواق المالية والمؤسسات الاخرى ذات العلاقة بالنشاط المالي فيؤدي حدوثها إلى تدهور حاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة دول. (العناد، ٢٠٠٩: ٢٨) لقد مر العالم بازمات مالية عدة تشترك جميعها بنتائج واحدة تمثلت بفشل اداء النظام المالي والمصرفي، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور في قيمة العملة و/ او اداء الاسواق المالية ناهيك عن الاثار السلبية التي قد تلحق بالاقتصاد الحقيقي، الا انه بالرغم من ذلك ان هذه الازمات قد تختلف من حيث الأسباب والنتائج والانعكاسات على اقتصاديات الدول وانظمتها المالية، وفيما يلي عرض موجز لاهم الازمات العالمية التي عصفت بالاسواق المالية:-

أ - أزمة الكساد الاعظم (١٩٢٩-١٩٣٣): تعد من أشهر الأزمات المالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي بشكل عام والاقتصاد الأمريكي بشكل خاص، وأكثرها أثراً سلبياً على أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية إذ هبطت الأسعار بنسبة ١٣%، وفقد مؤشر داو جونز ٢٢.٦% من قيمته، ثم توالى بعد ذلك الانهيارات في أسواق المال لتمتد آثاره على العديد من المؤسسات المالية والمصرفية وتعلن افلاسها ليس فقط على صعيد النظام المالي الأمريكي فحسب بل على صعيد النظم المالية لكافة دول العالم. (الخرجي، ٢٠٠٩: ٨).

ب - أزمة يوم الاثنين الاسود Black Monday 1987: اطلق هذه التسمية على الأزمة لانها وقعت يوم الاثنين 19.10.1987، إذ انهارت الأسعار السوقية في بورصة نيويورك للأوراق المالية، ليفقد مؤشر داو جونز أكثر من 20% من قيمته بعد أن انخفض بواقع 500 نقطة ليصل إلى 1700 نقطة، وبلغ حجم التداول في ذلك اليوم 600 مليون سهم وبخسائر بلغت مجموعها 500 مليار دولار أمريكي في ذلك الوقت . لقد تداعيت نتائج أزمة يوم الاث نين الاسود من الأسواق الأمريكية، لتشمل الأسواق المالية في اسيا وبريطانيا ، وتعرض العديد من البنوك والمؤسسات الاستثمارية الاخرى إلى الافلاس بسبب عدم قدرة المقترضين على تسديد ما بذمتهم . هذا بجانب تأثر الاقتصاد الحقيقي نتيجة حدوث انكماش واضح وزيادة عدد العاطلين عن العمل لاسيما في قطاع البنوك والمؤسسات المالية الاخرى . (Corrado & Jordan, 2005: 272)

ج- الأزمة الاسيوية عام 1997: سميت بلزمة دول جنوب شرق اسيا (تايلاند، اندونيسيا، ماليزيا، كوريا الجنوبية، الصين، هونك كونك، الفلبين، تايوان)، فقد شهدت هذه الدول أزمة مالية شديدة عصفت بأسعار صرف عملاتها تجاه العملات الاجنبية الاخرى لاسيما الدولار الامريكي، فكانت البداية من تايلاند عندما قررت الحكومة تعويم عملتها وعدم قدرتها على دعم العملة بسبب شدة المضاربة، ثم انتقلت عدوى الأزمة التايلا ندية إلى بقية دول جنوب شرق اسيا، لتشهد هي الاخرى انخفاض قيمة عملاتها تجاه العملات الاخرى لاسيما الدولار الامريكي. وبجانب الإطار العام للزمة الاسيوية هناك اسباب رئيسة أخرى ساهمت في انهيار الأسواق الاسيوية وعلى وفق الآتي: (العناد، 2009: 20)

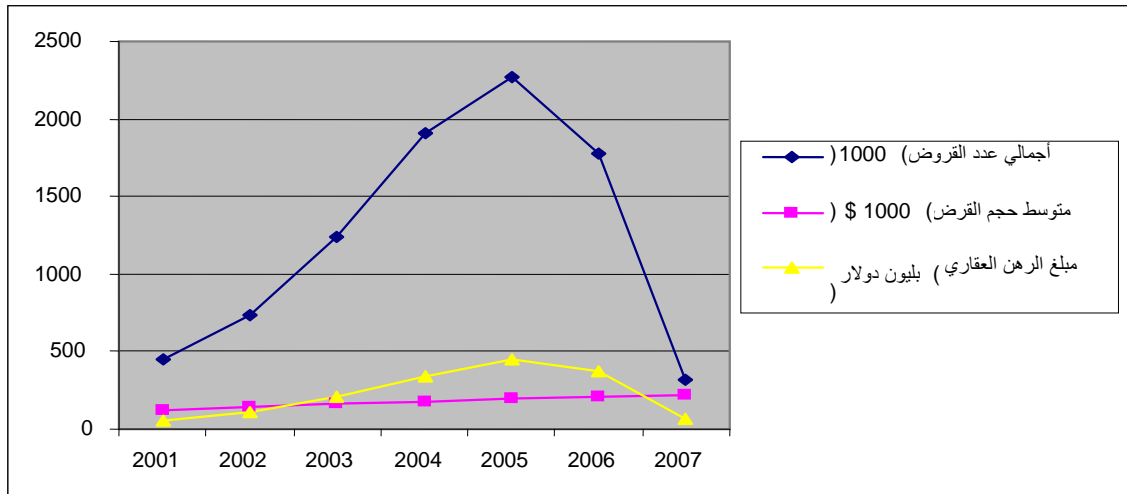
- (1) ارتفاع نسب التضخم في هذه البلدان خلال فترة قصيرة ولم تستطيع الحكومات السيطرة عليه والحد منه .
- (2) ضعف الرقابة الحكومية ونقص الشفافية المتمثلة في عدم دقة البيانات المنشورة عن نشاط الكثير من الشركات ، مما تسببت في خروج الكثير من الأموال نحو الخارج .
- (3) وجود الاختلالات الهيكلية في اقتصادات بلدان جنوب شرق أسيا ، إذ أنها انحازت إلى التصنيع من أجل التصدير لتحقيق النمو ، اعتمادا على دخول الاستثمارات الأجنبية من الخارج أو القروض الخارجية ، مما سبب الافراط في الاستثمار ، يقابله عدم الكشف عن احتياطات تلك البلدان من العملات الأجنبية .
- (4) الانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية نحو الخارج كما فعل المضارب الأمريكي سيروس في حينها مما أدى إلى خفض الإنفاق العام وزيادة عجز الحساب الجاري وتفاقم المديونية للخارج.

د- أزمة Subprime للرهن العقاري 2008:

١ - ماهية رهونات الساب برايم Subprime Mortgage: اكتسبت بعض الرهونات العقارية صفة الاقل جودة Subprime لعدم كفاية معايير الجدارة الائتمانية للمقترضين، فهي تمنح لذوي الدخل المنخفض جدا وعلى ش كل قروض سكنية بمعدل رهن منخفض وبدفعات ايضا منخفضة جدا لرأس المال . مما ساهم على نمو وتوسع اسواقها بشكل يفوق التوقعات إذ بلغت نسبتها بعد عام ٢٠٠٦ (١٣%) من اجمالي القروض القائمة و (٢٠%) من اجمالي القروض السكنية مقارنة بالمتوسط التاريخي البالغ ٨% (Grouhy, et. al., 2008: 4-7). في حين بلغ أجمالي القروض عام ٢٠٠١ (٥٧) بليون دولار أمريكي وفي عام ٢٠٠٦ بلغ أجمالي القروض (٣٧٥.٥) بليون دولار أمريكي إلا أن أجمالي القروض انخفض إلى (٦٩.٥) بليون دولار امريكي في عام ٢٠٠٧. والأشكال رقم (٣،٢،١) توضح مستويات نمو الرهونات للفترة ٢٠٠١-٢٠٠٧ (Demyank & Hemert, 2008: 7). أن هذا التوسع في الرهونات الاقل جودة وبشكل لا يتناسب مع الملاءة الائتمانية للمقترضين ، قد ولد ضغطا كبيرا على سيولة منشئي هذه الرهونات ووحدات تسنيدها ، فأدت نتائجها إلى نقص شديد بالسيولة اضعف من قدراتهم على مواجهة طلبات تسديد تعويضات مشتقات هذه الرهونات ، بشكل ادى إلى إفلاس العديد من المتعاملين في سوق الرهن العقاري من مستثمرين ومنشئي الرهن فطالت الأزمة المالية الحالية الاسواق المالية العالمية والناشئة.

شكل (١)

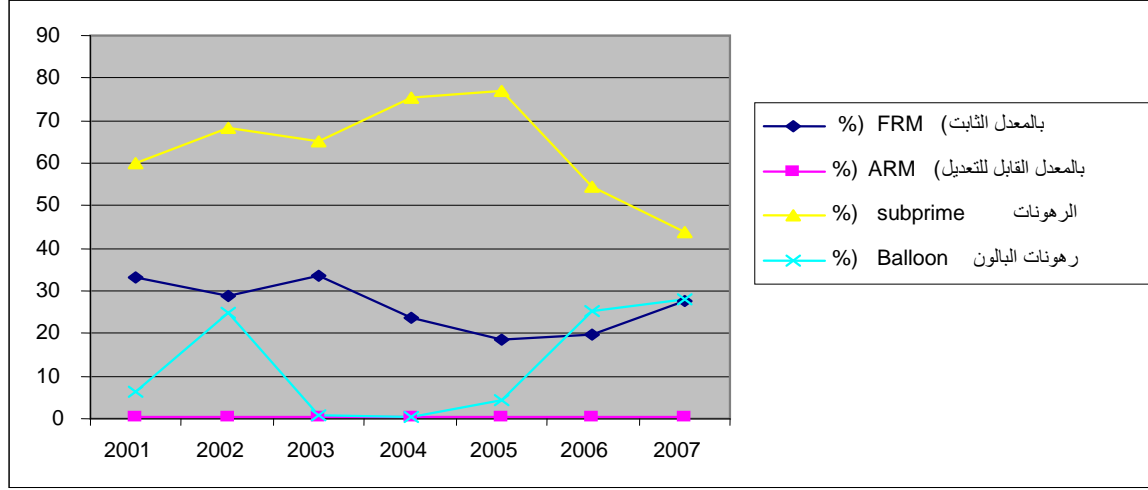
عدد ومتوسط حجم القرض واجمالي مبلغ الرهن للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠١



المصدر:- اعداد الباحث

شكل (٢)

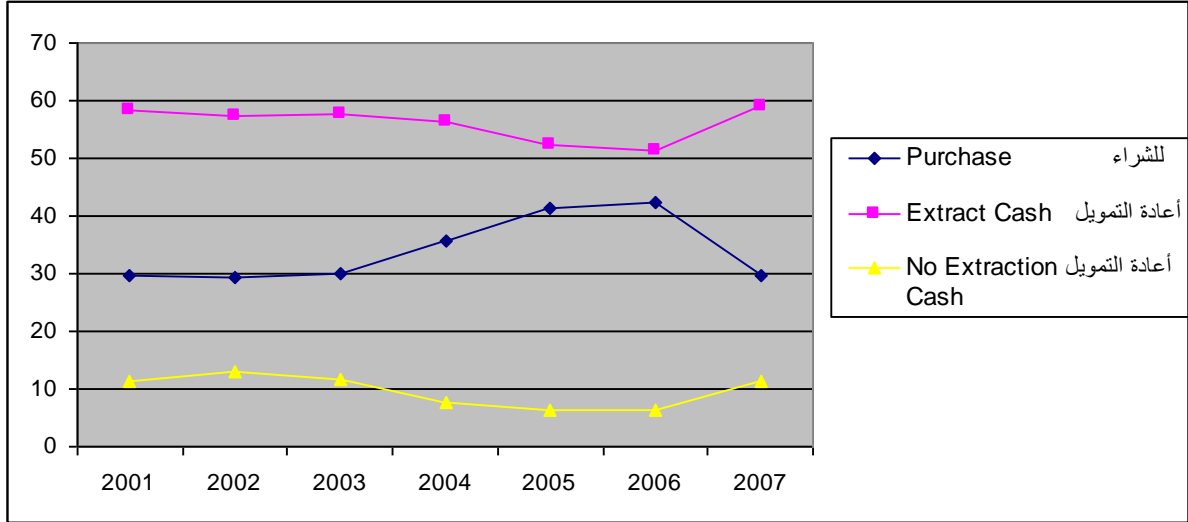
انواع قروض الرهن العقاري ونسبتها من إجمالي القروض القائمة للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠١



المصدر :- اعداد الباحث

شكل (٣)

الغرض من قروض الرهن العقاري للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠١



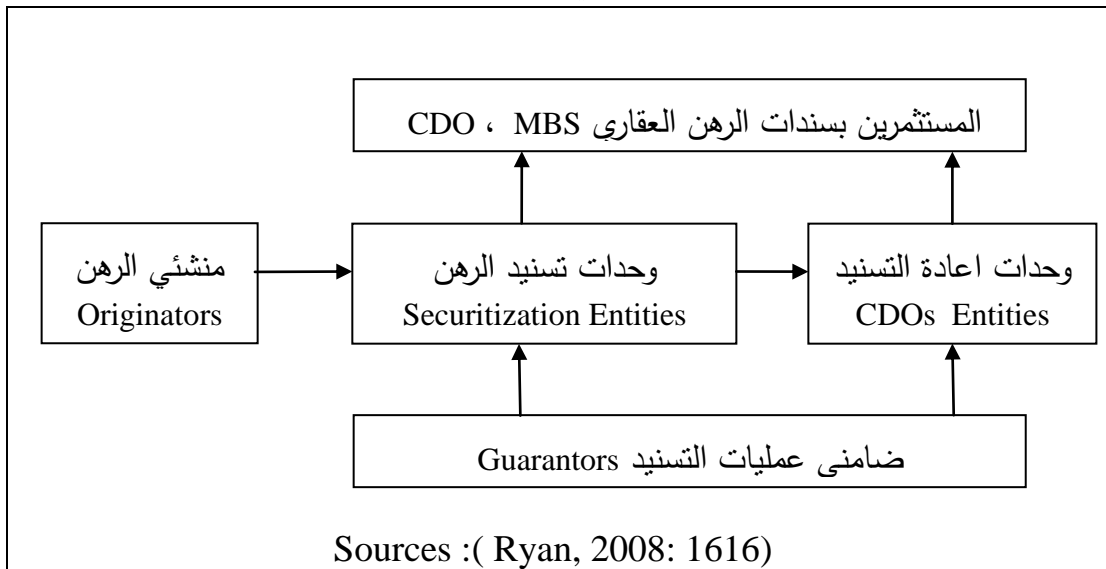
المصدر :- اعداد الباحث

٢ - واقع وجذور مشكلة أزمة Subprime للرهن العقاري: في اواخر العام ٢٠٠٧ بدأت الأزمة المالية العالمية الحالية او كما يسميها Bogle بلزمة البجع الاسود Black Swans، بعد أن تزايد قلق المتعاملين في أسواق المال بشأن ظروف سوق الائتمان بشكل عام وسوق الرهن العقاري الأمريكي بشكل خاص، و تحديدا سوق الرهونات

العقارية الأقل جودة والتي تعرف Subprime. أذ لم تكنفي المؤسسات المالية وغيرها المنشئ للرهن العقاري بالافراط بالقروض ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة جدا والعالية المخاطر، بل ان هذه المؤسسات واطرافا متعددة قد افرت في اشتقاق الأصول المالية من خلال تسنيد هذه الرهونات وبيعها كأدوات استثمارية جذابة وبشكل يفوق حاجة الاقتصاد الحقيقي، ومن هنا يظهر حقيقة الاقتراض والاقراض بطبقات، إذ لم يعد الاقراض الأولي بضمانة العقار كافيا لاشباع الأداء المالي لمنشئ الرهن بل اخذ معظمهم باصدار موجه من الأصول المالية بضمانة نفس العقارات واصبح العقار الواحد يولد طبقات متتابعة من الاقراض مما ساهم بالتركيز على قطاع واحد وزاد من المخاطر ائتمانية. (Jacobs, 2009: 2-4) والشكل رقم (٤) يوضح الاطراف الرئيسية المشاركة في سوق الرهونات الاقل جودة Subprime Mortgage.

شكل (4)

الاطراف المشاركة في عملية انشاء الرهن وتسنيده



يتضح من الشكل ان عمليات التسنيد تتم اولا بشكل اوراق مالية مدعمة بالرهن الاولي (MBS) (Mortgage – Backed Securities) وبدرجات جودة مختلفة للرهن، ومن ثم تقوم وحدات التسنيد بدورها باتجاهين الاول بيع MBS الى المستثمرين مباشرة او بيعها الى وحدات اعادة التسنيد لغرض اصدار ادوات دين ذات التزامات مضمونة CDOs (Collateralized Debt Obligation) يتم بيعها الى المستثمرين. اما دور ضامني مشتقات الائتمان فتركز على كفالة الائتمان واسناد

السيولة ، فقد يكون الضامن اما منشئ للرهن نفسه ، او وحدات خاصة تتبنى عملية التسديد او شركات التامين التي تبنت عمليات التامين لهذه الاصول المالية (Ryan, 2008: 1615-1618).

لقد مرت أزمة الساب برايم للرهن العقاري بمر احل كانت بداياتها في العام ٢٠٠٧، نتيجة الارتفاع الكبير في عدم قدرة المقترضين في سوق الرهن العقاري الامريكي على تسديد مستحقات القروض (Bogle, 2008: 37). مما ادى ذلك إلى إفلاس العديد من مؤسسات الاقراض المتخصصة بالعقارات حيث عقلت أكثر من ٧٠ مؤسسة اعمالها نتيجة إفلاس البعض منها وعرض البعض الاخر للبيع وهكذا استمرت حالات الافلاس نتيجة النقص الحاصل في السيولة لدى مؤسسات التمويل العقاري وعدم قدرتها على تنفيذ عمليات الاستحواذ . وبذلك اعطت حالات الافلاس مؤشرا عن الأداء المالي السلبي الذي تجسدت دلالاته باشهار رابع اكبر بنك استثماري امريكي وهو بنك ليمان براذرز في ٢٠٠٨/٩/١٥ والذي كان له الاثر الكبير في تراجع البورصات الأمريكية نتيجة لشعور المستثمرين بوجود أزمة مالية حقيقية تعصف بأسواق المال (Whalen, 2008: 3-5) ومع حالات إشهار الافلاس وانخفاض القيمة السوقية للعقارات ، اندفع العديد من حاملي السندات نحو شركات التامين للتعويض عن الخسائر ، الأمر الذي ادى هو الاخر إلى انهيار شركات التامين وفي مقدمتها مؤسسة (AIG) والتي تم تأمينها من قبل الحكومة الأمريكية لضمان بقائها نظرا لأهميتها الاقتصادية الكبيرة .

ان عولمة سوق العقارات الأمريكية من خلال عم ليات التسديد المتعددة والمتنوعة قد ساعد على الافراط بتبني المخاطر من العديد من المؤسسات المالية والمصرفية سواء تلك المنشئ للرهن او المستثمرة في مشتقاته لاسيما في ظل عدم كفاية الافصاح عن مخاطر تلك المشتقات وغياب الرقابة او التغاضي عن الرقابة وتجاهل معايير كفاية راس المال المحددة في مقررات لجنة بازل I و بازل II.

رابعاً:- الدراسات السابقة

١- دراسة مارك زاندي (٢٠٠٨)

قدمت الدراسة بعنوان (انهيار منظومة الرهن العقاري وكيف نتجنب الأزمة المالية الحالية) استعرض الباحث طبيعة الأزمة الحالية والازدهار الذي رافق سوق الرهن العقاري. وقدم الباحث نظرة مستقبلية من عشرة نقاط للحد من اثار الأزمة ، تضمنت تعديل خطة الرهن العقاري ، ووضع قواعد واضحة للقروض العقارية ، التركيز على السماسرة المعتمدين للوساطة العقارية ، الشفافية لاطراف عقد

الرهن ، والشفافية للمحاسبة المالية ، تقنين عمليات الاستحواذ واصلاح اللوائح والقوانين المالية وزيادة الرقابة واخيرا التاكيد على ثقافة الاستثمار لعموم المتعاملين في سوق الرهن العقاري والانتباه للالزامات الاقتصادية البسيطة.

٢- دراسة (Bhansali et. al.(2008)

قدمت الدراسة بعنوان (Systemic Credit Risk : What Is Market Telling us) للتحقق من امكانية الحصول على المعلومات عن حجم مخاطر الائتمان على مستوى الاقتصاد الكلي عبر دراسة سلوك اسعار شهادات مشتقات الائتمان CDX ذات الدرجة الاستثمارية وباستحقاق ٥ سنوات و ١٠ سنوات في الاسواق الامريكية والاوروبية . هدف الدراسة تركز للكشف عن حجم المخاطر المنتظمة في ظل الازمة المالية الحالية . نتائج الدراسة اشارت الى ارتفاع المخاطر المنتظمة لهذه الادوات المالية من ١٠% الى ٣٣% بعد شهر اب من العام ٢٠٠٧ بالنسبة للاستحقاق ٥ سنوات ، ومن ١٦% الى ٣٠% بالنسبة للاستحقاق ١٠ سنوات . هذا الارتفاع بالمخاطر له مضامين من وجهة نظر الباحثين ، منها ان علاوة مخاطر الائتمان سوف تبقى عند اعلى مستوياتها في المستقبل القريب مما يؤدي الى ارتفاع كلفة الدين . واستراتيجية التنوع لادارة المخاطر ربما تكون اقل فاعلية في المستقبل القريب للسيطرة على مخاطر الائتمان ، واخيرا ان بعض ادوات تقييم الائتمان قد لاتعطي تقديرات حقيقية عن حجم ا لمخاطر الفعلية لمحفظه الائتمان .

٣- دراسة (Demyank & Hemert (2008)

قدمت الدراسة بعنوان (Understanding The Subprime Mortgage Crisis) وتفحص الباحثان جودة الرهون ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة من خلال استخدام العلاقة بين نسبة القرض إلى قيمة العقار Loan-to-Value والهامش بين معدل الرهن الاساسي والرهن الأقل جودة Mark-Up . نتائج الدراسة اشرت إلى وجود تدهور حقيقي في جودة الرهن العقاري للسنوات ٢٠٠١-٢٠٠٦ ، ومثل هذا التدهور ليس بعيدا عن الانهيار الذي حصل بالقيمة السوقية للعقارات السكنية الأمر الذي زاد من المخاطر الائتمانية في سوق الرهن العقاري .

٤- دراسة (Whala (2008)

قدم الباحث الدراسة بعنوان (Subprime Crisis : Cause , Effect and Consequences) اوضح من خلالها أن هناك ثلاث مسائل اساسية متعلقة بجذور الأزمة الحالية ، الأولى متعلقة بسياسة الشريك المثيرة للجدل نتيجة نمو وتوسع العديد من الشركات والجمعيات والوكالات الحكومية ، ومهمتها ابتكار تقنيات التمويل العقاري . الثانية شجعت التشريعات الفيدرالية على نمو الأسواق الموازية للمشتقات والاوراق المالية. والثالثة تحميل هيئة الاوراق المالية ومجلس معايير المحاسبة المالية مسؤولية الافصاح عن القيمة المحاسبية العادلة.

٥- دراسة (Bogle (2008)

قدم الباحث رؤيته بالازمة الحالية مسميا ايها بازمة البجعة السوداء من خلال عنوان (Black Monday and Black Swans) عبر مقارنة بين المخاطرة والعائد والدروس المستنبطة من ازمة يوم الاثنين الاسود عام ١٩٨٧ ، وقد اضاف الباحث رؤيته للازمة من خلال تشخيصه لظروف اسواق الاسهم الذي اخذ بالتقلب بمعدلات كبيرة خلال عام ٢٠٠٨ من جانب ، وتقييم المتعاملين المنخفض لمخاطر مشتقات الائتمان واعطائها جدارة ائتمانية مبالغ بها . اي ان الاسباب الحقيقية كانت تكمن بالاقتصاد المالي ويشكل منفصل عن الاقتصاد الانتاجي .

٦- دراسة الشمري ومحفوظ (٢٠٠٩)

قدمت الدراسة بعنوان "المنافسة بين المصارف الأردنية : مجالاتها، وسبيل تفعيلها في ظل الأزمة العالمية الراهنة " حاول الباحثان معرفة مدى القدرة التنافسية للمصارف الأردنية الوطنية والأجنبية والمجالات المتاحة لهذه المنافسة، ضمن نطاق المواءمة بين السيولة والربحية، ومخاطرة المصرف بما يؤمن بلوغه لهدفه ومن خلال تكيفه مع آثار وتداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة .

ويعد تحليل معمق لواقع أداء البنوك الأردنية ، توصل الباحثان إلى انه وبالرغم من الأزمة المالية العالمية المعاصرة فإن البنوك الأردنية المرخصة حققت أرباحا وإيرادات عام ٢٠٠٨ أكبر قياساً بالعام ٢٠٠٧. وإن البنوك التجارية كبيرة الحجم وفي مقدمتها البنك العربي ، استحوذت على أكبر حصة سوقية مصرفية قياساً بالبنوك متوسطة وصغيرة الحجم ويتترك ذلك أثره على القدرة التنافسية لهذه البنوك على الصعيد العالمي والصعيد المحلي أيضاً. إلا أن ذلك لا ينفي إمكانات التأثير بتداعيات الأزمة المالية العالمية الممتدة على الأقل للمستقبل القريب .

٧- دراسة (2009) Jacobs

قدمت الدراسة تحت عنوان (Subprime Securitization and Credit Crisis) نتائج الدراسة اشارت إلى أن احد اهم اسباب الأزمة الحالية هي خلق العديد من الأصول المالية المهيكلة بضمن الرهونات ذات الأقل جودة . وبالتالي فان استخدام هذه الأصول ساهم في اخفاء المخاطر الحقيقية للرهونات ذات المخاطر الائتمانية العالية . ورافق ذلك عدم العناية الكافية بانشطة الاستعلام عن المقترض سواء من قبل السماسرة العاملين في سوق الرهن ومنشئي الرهن والمستثمرين ، بجانب الاخطاء المصرفية ووكالات تدرج الائتمان .

٨- دراسة (2009) Beracha & Hirschy

عنوان الدراسة (When will Housing Recovery) اجرى الباحثان من خلالها مسحا احصائيا عن مؤشر أسعار العقارات السكنية في أمريكا للفترة ١٩٨٧-٢٠٠٧ وتحليل التغيرات التي حصلت بالقيمة الحقيقية للعقارات سواء على صعيد المؤشرات المحلية أو على صعيد الولايات . نتائج المسح الاحصائي لمؤشر أسعار العقارات السكنية Housing Price Index اظهرت أن عام ٢٠٠٨ شهد تحركات تصحيحية لاسعار المساكن بعد أن ارتفع معدل الرهن الاساسي بمقدار ١٠% تقريبا في عام

٢٠٠٥ . في حين بلغ معدل النمو الحقيقي بأسعار المساكين ٧.٢٣ % في عام ٢٠٠٤ ، ٧.١٦ % في عام ٢٠٠٥ ثم عاودت الانخفاض عام ٢٠٠٦ ليصل معدل النمو الحقيقي إلى -٢.٨٧ % .

٩- دراسة (2009) Al Rjoub

قدمت الدراسة تحت عنوان (Business cycles, Financial Crises, and Stock Volatility) لاختبار شكل ونمط عوائد الاسهم في بورصة عمان للاوراق المالية خلال الدور الاقتصادية ووقت الازمات . واستخدم الباحث نموذج GARCH – M لقياس اثر الازمة المالي على العوائد باعتماد مدة زمنية ١٩٩٣-٢٠٠٩ موزعة على فترات زمنية فرعية تتكون من ستة اشهر قبل وبعد الركود والتباطئ الذي حصل بكل من ازمة (مكسيكو تكويلا ١٩٩٤ ، ازمة اسيا وروسيا ١٩٩٧-١٩٩٨ ، احداث ١١ سبتمبر ٢٠٠١ ، الحرب على العراق ٢٠٠٣ ، والازمة ٢٠٠٨-٢٠٠٩) . نتائج البحث اشارت الى ان العوائد الموجبة خلال فترة الحرب على العراق مبررا ذلك بهجرة رؤوس الاموال من العراق الى الاردن ودخولها بورصة عمان مما ادى الى انتعاش في عام ٢٠٠٤-٢٠٠٥ . اما الازمات الاخرى لم يجد الباحث اي اثر لها على عوائد الاسهم وان سلوك هذه العوائد اتخذت انماطاً مختلفة بناء على توقعات المستثمرين .

١٠- دراسة (2009) Kartika

الدراسة بعنوان (Islamic Finance: A Therapy for Healing the Global Financial Crisis) استعرض الباحث خلالها اسباب الازمة الحالية ونتائجها ، وهل يمكن للمالية الاسلامية ان تصبح علاج للشفاء من هذه الازمة. وبعد استعراض الباحثة لاصول المنتجات المالية الاسلامية (ومنعها للربا والغرر) وجدت ان المالية الاسلامية يمكن ان تكون حلا للازمة المالية العالمية الحالية ، على الرغم من وجود بعض الملاحظات على منتجاتها (مثل المراوحة والايجارة لثبات العائد) والنقص في الموارد البشرية التي تمتلك الخبرة في كل من الشريعة والتمويل .

١١- دراسة (2009) Schmudde

قدمت الدراسة بعنوان (Responding to the Subprime Mess) ، استعرض فيها الباحث المازق الذي خلفته ازمة الرهن على سوق العقارات بشكل عام والاسواق المالية بشكل خاص . فبعد ان ناقش اسبابها ونتائجها ، قدم الباحث رؤيته بالتغيرات المطلوبة في سوق العقارات منها ضرورة ان تتخذ وكالات الائتمان دورها بتقديم النصح والارشاد للمقترض قبل الاقبال الحصول على القرض والشفافية المطلوب اعتمادها من قبل بنوك الاستثمار عن جودة الرهونات ومشتقاتها من الاوراق المالية . التاكيد على ضرورة تدريج تسنيد الرهونات وفقا للمعايير الوطنية ، واخيرا مسؤولية متخذ القرار سواء للرهونات الممنوح او عند تسنيدها بشكل اوراق مالية مدعمة بالرهن .

١٢- دراسة (2010) Zhou & Zhu

قدمت الدراسة بعنوان (Once-in-a-Century) استنتج الباحثان من خلالها بعد ان استعرضا الانخفاض الحاصل في مؤشر داوجونز ، على ان الازمة الحالية يمكن ان تتراكم عبر الافق الزمني والتي سوف يكون لها اثر على الاستثمارات طويلة الاجل . وبالتالي على المستثمرين في سوق الاسهم وفي الاجل الطويل ان يتهيئ الى انخفاض في السوق قد يصل الى ٥٠% .

خامسا:- تحليل ومناقشة لنتائج اختبار فرضيات البحث

١- تحليل اثر الازمة المالية في الاداء العام لبورصة عمان للاوراق المالية
الجدول رقم (٣) يعرض نتائج اختبار فرضية البحث الرئيسية الاولى والمتعلقة بلهاء بورصة عمان للاوراق المالية . ومنه يظهر ان الاداء العام للبورصة كان افضل في الفترة التي سبقت وقوع الازمة اذ بلغ متوسط الرقم القياسي لاسعار الاسهم المرجحة بالقيمة السوقية ٩٠٣٢.٢٦٧٢ وبحركة تداول نشطة مقارنة بالرقم القياسي بعد وقوع الازمة الذي انخفض ليصل الى ٦٢٤٤.٠٣٧٤ وبفرق متوسط بلغ ٢٧٨٨.٢٢٩٨٣ لصالح الفترة قبل وقوع الازمة . وما يعزز نتائج هذا التحليل في فروقات الاداء اختبار t-test فبلغت قيمته (٧.٣٥) وقيمة احتمالية بلغت (٠.٠٠٠) وهي اقل من القيمة المحددة وباللغة (٠.٠٥) وهو معنوي عند مستوى دلالة ٥% .
في الحقيقة ان هذا الانخفاض في الاداء اذا ما استمر تحت ظروف الازمة ، سوف يكون له نتائج مالية سلبية على اداء البورصة منها على وجه التحديد ، توجه اغلب المتعاملين في البورصة لتصفية مراكزهم الاستثمارية تحسبا من خسائر راسمالية محتملة اكبر في المستقبل نتيجة لفقدان المؤشر الكثير من قيمته . وفي ضوء نتائج التحليل اعلاه فانه ترفض فرضية البحث الرئيسية الاولى وقبول الفرضية البديلة لها ومفادها (توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء بورصة عمان للأوراق المالية تعزى للفترة قبل وبعد وقوع الأزمة المالية) .

الجدول (٣)

نتائج اختبار (t) للفروق في أداء بورصة عمان تعزى للفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية

| Sig | t-value | فرق المتوسط | الرقم القياسي العام للبورصة | | الفترة |
|-------|---------|-------------|-----------------------------|-------------------|--------|
| | | | المتوسط الحسابي | الانحراف المعياري | |
| ٠.٠٠٠ | ٧.٣٥ | ٢٧٨٨.٢٢٩٨٣ | ٩٥٧.٨٦٣٩٩ | ٩٠٣٢.٢٦٧٢ | قبل |
| | | | ٥٨٣.٧٧٦٩٦ | ٦٢٤٤.٠٣٧٤ | بعد |

٢- تحليل اثر الازمة المالية في اداء اسهم القطاعات الاقتصادية

الجدول رقم (٤ ، ٥ ، ٦ ، ٧) تعرض نتائج اختبار فرضية البحث الرئيسية الثانية وعلى مستوى كل قطاع من القطاعات الاقتصادية الاربعة (البنوك، الصناعة، الخدمات، التأمين). ومنها يتضح ان جميع فرق المتوسطات لكافة القطاعات معنوية عند مستوى دلالة اقل من (٠.٠٥) . الا ان قطاع البنوك هو الاكثر تأثيرا بظروف الازمة المالية العالمية مقارنة بالقطاعات الاخرى (انظر الجدول رقم ٤) ، أذ انخفض الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية لهذا القطاع من (١٤٦١١.٦١٠٥) قبل وقوع الازمة الى (١٠٨٠٠.٣٤٢٤) بعد وقوع الازمة وبفرق متوسط كان معنويا بمستوى اقل من القيمة الاحتمالية المعتمدة (٠.٠٥) ، وذلك عند اختبارها بقيمة (t) التي بلغت (٧.٦٣) ، مما يدل على ان اتجاه حركة الاسعار لاسهم هذا القطاع شهد انخفاضا ملحوظا للفترة بعد وقوع الازمة متأثرا بنتائج الازمة المالية العالمية ، ويدعم هذه النتيجة درجة تشتت عالية للرقم القياسي لهذا القطاع مقارنة مع القطاعات الاخرى .

اما القطاع الصناعي الذي انخفض رقمه القياسي الى (٤٨٧١) وبفرق متوسط قدره (٢٩٩٤.١٩٦) كان معنويا عند اختباره بقيمة (t) والتي بلغت (٤.١٠) . الا انه من الملاحظ من النتائج ان درجة تشتت الرقم القياسي للقطاع والمقاس بالانحراف المعياري (انظر الجدول رقم ٥) كان اقل للفترة بعد وقوع الازمة مقارنة بالفترة قبل وقوع الازمة ويمكن ان يعزى سبب ذلك الى التحسب المرتقب من قبل المستثمرين بهذا القطاع من ان تطول الازمة المالية الحالية الاقتصاد الحقيقي الاردني وادخاله في حالة الركود الامر الذي قد يسبب بانخفاض اداء شركات هذا القطاع .

وعلى هذا الاساس فان المخاوف التي طالت المستثمرين في قطاع البنوك والقطاع الصناعي قد رافقه مخاوف المستثمرين في قطاع الخدمات وقطاع التأمين حيث كان اداء القطاعين منخفضاً للفترة بعد وقوع الازمة ممثلا بانخفاض الرقم القياسي للقطاعين وبفرق متوسط بلغ (٩٤٨.٥٧) (٤٠٥.٥٧) وعلى التوالي الذي هو الاخر كان معنويا عند اختباره بقيمة (t) التي بلغت (١٥.١٧ ، ٢.٧٤) وعلى التوالي (انظر الجدول رقم ٦، ٧) علما ان درجات تشتت الرقم القياس لهذين القطاعين كانت اقل من قطاع البنوك والصناعة .

في الواقع ان تأثر اسهم قطاع البنوك مقارنة بالقطاعات الاخرى بنتائج الازمة المالية العالمية هو نتيجة حتمية لتحسب حملة الاسهم للاثار المالية السلبية المتوقعة على اداء هذا القطاع بشكل مباشر نظرا لانحسار عملياته المصرفية الدولية منها على وجه التحديد تحسبا من خسائر مالية كبيرة للصفقات المالية الدولية من جانب ، وقد يتأثر بذلك ايرادات القطاع من جانب اخر الامر الذي ينعكس على ايرادات اسهم القطاع . ناهيك عن انخفاض حجم السيولة المتاحة محليا لهذا القطاع وللقطاعات الاخرى منها الصناعية ، لاعتماد هذا القطاع بشكل كبير على عمليات تمويل انشطته التشغيلية والاستثمارية من البنوك المحلية . وهذه النتيجة الحتمية لتأثر القطاعات المالية كون ان اسباب الازمة الجوهرية تكمن في الاقتصاد المالي لا الانتاجي .

وبناءً على تحليل النتائج اعلاه وفي ضوء الفروقات في متوسط اداء القطاعات المكونة للسوق ، فإنه يتم قبول الفرضية البديلة للفرضية الرئيسية الثانية (توجد فروق ذات دلالة إحصائية في اداء كل من قطاع البنوك والصناعة والخدمات والتأمين يعزى للفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية العالمية) .

الجدول (٤)

نتائج اختبار (t) للفروق في أداء قطاع البنوك تعزى للفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية

| Sig | t-value | فرق المتوسط | الرقم القياسي لقطاع البنوك | | الفترة |
|-------|---------|-------------|----------------------------|-----------------|--------|
| | | | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي | |
| ٠.٠٠٠ | ٧.٦٣ | ٣٨١١.٢٦٨٠٩ | ٨٣٨.١٩٤٦٦ | ١٤٦١١.٦١٠٥ | قبل |
| | | | ١١٦٩.٦٠١٢٩ | ١٠٨٠٠.٣٤٢٤ | بعد |

الجدول (٥)

نتائج اختبار (t) للفروق في أداء القطاع الصناعي تعزى للفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية

| Sig | t-value | فرق المتوسط | الرقم القياسي للقطاع الصناعي | | الفترة |
|-------|---------|-------------|------------------------------|-----------------|--------|
| | | | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي | |
| ٠.٠٠٠ | ٤.١٠ | ٢٩٩٤.١٩٥٧١ | ٢١١٢.٤٣٨٢٧ | ٧٨٦٥.٢٠١٥ | قبل |
| | | | ٥٦٩.٥٩٢١١ | ٤٨٧١.٠٠٥٨ | بعد |

الجدول (٦)

نتائج اختبار (t) للفروق في أداء قطاع الخدمات تعزى للفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية

| Sig | t-value | فرق المتوسط | الرقم القياسي لقطاع الخدمات | | الفترة |
|-------|---------|-------------|-----------------------------|-----------------|--------|
| | | | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي | |
| ٠.٠٠٠ | ١٥.١٧ | ٩٤٨.٥٧٣٤٤ | ٨٩.٨٥٥٢٣ | ٢٩٣٧.٢٦٩٠ | قبل |
| | | | ١٥٤.٩٢٢٢١ | ١٩٨٨.٦٩٥٦ | بعد |

الجدول (٧)

نتائج اختبار (t) للفروق في أداء قطاع التأمين تعزى للفترة قبل وبعد وقوع الازمة المالية

| Sig | t-value | فرق المتوسط | الرقم القياسي لقطاع التأمين | | الفترة |
|-------|---------|-------------|-----------------------------|-----------------|--------|
| | | | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي | |
| ٠.٠٠٢ | ٢.٧٤ | ٤٠٥.٥٦٦٠٤ | ٢٣٢.٠٥١٥٦ | ٤٨٠٦.٣٥٦٦ | قبل |

| Sig | t-value | فرق المتوسط | الرقم القياسي لقطاع التأمين | | الفترة |
|-----|---------|-------------|-----------------------------|-----------------|--------|
| | | | الانحراف المعياري | المتوسط الحسابي | |
| | | | ٣٥٦.٠٦٩٩٤ | ٤٤٠٠.٧٩٠٥ | |

٣- تحليل العلاقة بين صافي الاستثمار الاجنبي غير المباشر واداء بورصة عمان
يبين الجدول رقم (٨) معامل ارتباط بيرسون لاختبار فرضية البحث الثالثة ، ومنه يظهر ان هناك علاقة
ارتباط موجبة وقوية ودالة إحصائياً عند مستوى دلالة (٠.٠٥) بين الأداء العام لبورصة عمان للاوراق
المالية وصافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر ، وبشكل اقوى مقارنة بالفترة بعد وقوع الازمة المالية . إذ
بلغ معامل ارتباط بيرسون للفترة قبل وقوع الازمة (٠.٨٦) وبقيمة (t) محسوبة بلغت (٢٨.٥٦) وبقيمة
احتمالية صفر ، ليفسر الدور الايجابي للاستثمار الاجنبي غير المباشر في اداء بورصة عمان للاوراق
المالية ، الا ان دور هذه الاستثمارات قد انخفض للفترة بعد وقوع الازمة ويستدل على ذلك من معامل
ارتباط بيرسون الذي انخفض الى (٠.٥٢) وبقيمة (t) محسوبة بلغت (٢٨.٥٦) هي الاخرى معنوية
وبقيمة احتمالية صفر ، ودلالة هذه النتيجة يمكن ان تعزى الى ان بعض هذه الاستثمارات قد انسحبت
من البورصة تحسبا من انعكاسات اكبر للازمة على بورصة عمان للاوراق المالية .

الجدول (٨)

نتائج اختبار العلاقة بين أداء بورصة عمان وصافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر قبل وبعد حدوث
الأزمة المالية

| البيان | الفترة | قبل وقوع الأزمة | بعد وقوع الأزمة |
|---------------------|--------|-----------------|-----------------|
| معامل ارتباط بيرسون | ٠.٨٦ | ٠.٥٢ | |
| قيمة t المحسوبة | ٢٦.٥٥٩ | ٢٨.٥٦٢ | |
| قيمة p | 0.00 | 0.00 | |

سادسا:- الاستنتاجات Conclusions

١- نتائج اختبار فرضية البحث الاولى اشارت الى ان الازمة المالية العالمية انعكست باثارها على اداء
بورصة عمان للاوراق المالية ، نتيجة لانخفاض رقمها القياسي المرجح بالقيمة السوقية . وفي الحقيقة ان
هذا الانخفاض يعود لعوامل نفسية تخص سلوك المستثمر ، لاسيما المستثمرين الصغار الذين في الغالب
الاعم يحذون حذو المستثمرين الكبار او المستثمر المحترف ، ناهيك عن دور المضاربين بتخفيض
الاسعار في ظل ظروف غير طبيعية . وما يدعم هذا الاستنتاج هو ان الرقم القياسي المرجح بالقيمة
السوقية لبورصة عمان عاود بالارتفاع مرة اخرى بعد ان تجلت معالم الازمة ونتائجها .

٢- اظهرت نتائج اختبار فرضية البحث الثانية الى ان الانعكاس الاكبر للازمة المالية العالمية كان في قطاع البنوك على الرغم من ان هذا القطاع لم يشهد اي حالة افلاس تذكر ، كونها لم تتعرض بشكل مباشر الى تداعيات ازمة الرهن العقاري الامريكية ، لعدم وجود سوق ثانوية نشطة للرهن ومشتقاته على مستوى الاردن . وان الذي حدث في هذا القطاع هو نقص في السيولة لافي الملاءة المصرفية ، والذي تم معالجته من قبل البنك المركزي الاردني من خلال تخفيض اسعار الفائدة وتخفيض متطلبات الاحتياطي القانوني وغيرها من التشريعات المؤقتة الجديدة التي ساهمت في التقليل من اثار الازمة ، ناهيك عن دور مؤسسة ضمان الودائع الاردنية في تعزيز الثقة بالنظام المصرفي من خلال الاعلان عن التامين الشامل للودائع حتى نهاية عام ٢٠٠٩ .

٣- فيما يتعلق بالقطاع الصناعي فان الانخفاض الذي حصل في ادائه لايعود الى خسائر حقيقية في أداء شركات هذا القطاع . بل على العكس من ذلك ان اغلب نتائج اعمال شركات القطاع الصناعي كانت ناجحة ومربحة كما يستدل على ذلك من تقاريرها المالية السنوية . وعليه فان الانخفاض الذي حصل ببدء القطاع هو نتيجة لمخاوف غير مبررة من قبل المستثمر عن احتمالات تآثر الاقتصاد الحقيقي الاردني بالازمة ودخوله مرحلة كساد قد تؤدي الى انهيارات اكبر .

٤- اما القطاع الخدمي وقطاع التامين فان فرق المتوسطات في الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية لايعكس الا تثيرا محدودا للازمة المالية وهو في واقع الحال انعكاس للسلوك النفسي للمستثمر وعلى ما يبدو ان هذا الانخفاض جاء نتيجة ما شهده قطاع البنوك والصناعة .

٥- بينت نتائج اختبار فرضية البحث الثالثة الى ان للاستثمار الاجنبي غير المباشر دور في التأثير على اداء البورصة ، وعلى ما يبدو ان هذه الاستثمارات ربما لعبت دورا كبيرا في اظهار الاثار السلبية للازمة العالمية . إذ بمجرد حدوث تداعيات ازمة الرهن العقاري سارع المستثمر الاجنبي بتصفية مراكزهم الاستثمارية في بورصة عمان تحسبا من انهيار الاسعار او اتخاذ موقف الحيطة والحذر لترقب الاوضاع في البورصة . وعليه يمكن القول ان أنشطة الاستثمار الاجنبي غير المباشر هي أنشطة مضاربة تفضي الى تعاملات قصيرة الاجل ذات انعكاس سلبي على اداء البورصة لاسيما في ظل ظروف الازمة الحالية للأسواق المالية .

سابع:- التوصيات Recommendations

١- على هيئة الاوراق المالية أن تتخذ التدابير اللازمة للحد من تدهور الاسعار وقت الازمات ، منها على سبيل المثال تخفيض النسبة التي يسمح بها للاسعار بالتغيري والمقررة من قبل إدارة السوق أو إيقاف التداول لفترة زمنية قصيرة بهدف اعطاء الوقت للمتعاملين ، لاسيما صغار المستثمرين ، من اعادة تقييم الاوضاع وتصويب قراراتهم الاستثمارية .

٢- تفعيل دور صناع السوق لامتناس الصدمات المالية من خلال اتخاذ مراكز متميزة لتقوية الطلب لضمان استقرار الاسعار من جانب ، وتوفير الية مرنة للتداول من جانب اخر . مع الاخذ بنظر الاعتبار

- تحديد من يقوم بمهمة صناعة السوق ، وتخفيف الاعباء المالية بشكل يضمن هوامش مقبولة توازي دورهم وقت الازمات .
- ٣- وضع قواعد مشددة للمتاجرة بالهامش وقت الازمات من خلال رفع نسب الهامش الاولي وهامش الوقاية . مع الاخذ بنظر الاعتبار حصر الجهات المخوكة للتعامل بالهامش .
- ٤- وضع القيود والعقوبات الاستثنائية والصارمة للحد من أنشطة المضاربيين او كل من يسعى الى استثمار ظروف الازمة لخلق الهلع والخوف لعموم المستثمرين لاسيما الصغار منهم .
- ٥- دراسة واقع نشاط الاستثمار الاجنبي الغير مباشر من حيث التنظيم والتشريع ، وعلى غرار ما افرزته الازمة المالية من معطيات عن دور هذه الاستثمارات في انخفاض اداء البورصة . فعلى سبيل المثال اعادة النظر بالامتلاك المباشر لاسهم الشركات من قبل غير الاردنيين وجعلها غير مباشرة عن طريق الصناديق المشتركة للاستثمار .
- ٦- على هيئة الاوراق المالية تكثيف الندوات والمؤتمرات في المراحل التي تنذر بوقوع ازمة لظهور قوة البنية التحتية لسوق راس المال بهدف تعزيز ثقة المستثمرين بادائه ، من جانب وتفعيل القيم المشتركة للاستثمار لضمان ثقافة استثمارية داعمة للسوق ومانعة لانتهائه وقت الازمات .
- ٧- على الشركات المدرجة في البورصة عقد المؤتمرات واصدار الاعلانات التي تكشف عن واقع ادائها المالي بهدف تطمين حملة الاسهم وعموم المستثمرين من جانب ، وتعزيز عناصر الافصاح والشفافية من جانب اخر ، وبشكل يعكس على استقرار السوق .
- ٨- الاقتراح على هيئة الاوراق المالية بانشاء هياكل تنظيمية للبحث وتقصي الحقائق (مثلا تحت مسمى نظام الاستخبار الاستثماري وعلى غرار الاستخبارات التسويقية والتجسس الاداري والصناعي) مهمتها جمع المعلومات وقت الازمات عن الدخلاء الجدد في البورصة والتي تنحصر مه امهم في كثير من الاحيان في اثاره الاجواء التشاؤمية داخل السوق . قد يكون هذا المقترح مثير للجدل بين الاوساط المالية والاستثمارية وربما حتى بين الاكاد يهيين والباحثين ، الا انه يعد فكرة جديرة بالنقاش والتطوير وبشكل يضمن عدم اثاره حساسية الاطراف المتعاملة في السوق .

ثبت المراجع

أولاً:- المراجع العربية

- ١- الخزرجي ، ثريا (٢٠٠٩) الأزمة المالية العالمية الراهنة وأثرها في الاقتصاديات العربية ، التحديات وسبل المواجهة ، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية ، جامعة الإسراء الخاصة ٢٨-٢٩ نيسان ، عمان الأردن .
- ٢- زاندي ، مارك(٢٠٠٨) انهيار منظومة الرهن العقاري وكيف نتجنب الأزمة المالية العالمية ، مجلة خلاصات ، السنة السادسة عشر ، نوفمبر ، العدد ٢٢ ، الشركة العربية للأعلام العلمي ، مصر .

3- أئشمري ، ناظم ، جودة ، محفوظ أءمد (٢٠٠٩) المنافسة بين المصارف الأردنية: مجالاتها وسبل تفعيلها في ظل الأزمة العالمية الراهنة ، المؤتمر العلمي الثالث لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة العلوم التطبيقية ، للفترة ٢٧-٢٩ نيسان ، عمان ، الأردن.

4- العناد ، مجذاب بدر (٢٠٠٩) الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨: طبيعتها ، أسبابها ، وتأثيراتها المستقبلية على الاقتصاد العالمي والعربي ، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية ، جامعة الإسراء الخاصة ٢٨-٢٩ نيسان ، عمان الأردن.

ثانيا: - المراجع غير العربية

1. Beracha , Eli & Hirschey , Mark ,(2009), When will Housing Recovery , **Financial Analysis Journal** , Vol. 65 , Issue 2 , March / April .
2. Bhansali , Vineer , Gingrich , Robert and Loongstaff , Francis , (2008) , Systemic Credit Risk : What Is the Market Telling us , **Financial Analysis Journal**, Vol. 64 , No. 4 , Jun / August .
3. BoDie, Zvi, Kane, Alex and Marcus, Alan J., (2005), 6th ed., **Investment**, International Edition, Irwin McGraw-Hill, Singapore.
4. Bogle, John C., (2008), Black Monday and Black Swans, **Financial Analysis Journal**, Vol. 64, No. 2, March / April.
5. Corrado, Jarles J., and Gordan, Bradford D., (2005), **Fundamentals of Investments**, 3rd. ed., McGraw-Hill, U. S. A.
6. Demyank, Yuliya & Hermert, Ott Van, (2008), Understanding the Subprime Mortgage Crisis, working paper, **Social Search Research Network**.
7. Eiteman, David K. Stonehill , Arthur I , and Moffett , Michael H ,(2007) , 11th ed. , **Multinational Business Finance** , Pearson International Edition .
8. Fabozzi, Frank J. & Modigliani, Franco, (2003) 3^{ed} ed., **Capital Market, Institutions and Instruments**, International Edition.
9. Grouhy, G. Michel, Jarrow, Robert A. and Turnbull, (2008) the Subprime Credit Crisis of 07, **Social Science Research Network**.

10. Kartika, Miranti Dewi, (2009) Islamic Finance; A Therapy for Healing the Global Financial Crisis , **Hashemite University Conference** , Jordan , November 21-22.
11. Jacobs , Bruce I. ,(2009) , Subprime Securitization and Credit Crisis , **Financial Analysis Journal** , Vol. 65 , Issue 2 , March / April .
12. Madura, (2006). **Financial Institution and Markets**, 7th Ed. International Student Edition.
13. Al Rjoub , Samer A.M., (2009) Business cycles, Financial Crises, and Stock Volatility , **Hashemite University Conference** , Jordan , November 21-22 .
14. Ryan, Stephen G., (2008), Accounting in and for the Subprime Crisis, **the Accounting Review**, Vol. 83, No. 6, November.
15. Schmudde, David, (2009) Responding to the Subprime Mess: The New Regulatory Landscape, **Fordham Journal of Corporate & Financial Law** Vol. XIV.
16. Whalen , R. Christopher , (2008) , The Subprime Crisis Cause , Effect , and Consequences , **Network s Financial Institute at Indiana State University** , March .